



Discours prononcé par Pierre Duguay
sous-gouverneur à la Banque du Canada
devant les membres de CFA Québec
Québec (Québec)
le 20 novembre 2007

LE TEXTE PRONONCÉ FAIT FOI

La gestion des risques qui menacent la stabilité du système financier

Bonjour. Je suis ravi d'être ici aujourd'hui. Lorsqu'on m'a offert de prendre la parole devant vous, au début de cette année, j'ai pensé que ce serait l'occasion idéale de faire connaître le travail réalisé par la Banque du Canada sur le front de la stabilité du système financier et de vous faire part de notre évaluation de certains des risques qui pèsent sur le système et de ses vulnérabilités. Je voulais aussi souligner la nécessité de tâcher constamment de cerner les risques émergents, d'en comprendre les répercussions possibles et, si celles-ci devaient se matérialiser, d'appliquer les mesures qui s'imposent pour en limiter la portée.

Les bouleversements survenus récemment sur les marchés du crédit ont propulsé ces questions à l'avant-plan. Ils ont notamment mis en lumière le rôle crucial joué par la confiance et la liquidité au sein des marchés financiers. La confiance dans la capacité du système financier de résister aux chocs est essentielle pour inciter les épargnants à convertir leur argent en investissements, et la liquidité est une condition préalable aux échanges et à la détermination des prix sur ces marchés.

Les récents événements ont aussi mis en évidence le fait que les chocs ne se produisent jamais vraiment de la manière prévue. Certes, bon nombre des facteurs à l'origine de la turbulence qui a secoué les marchés financiers mondiaux dernièrement étaient manifestes depuis un certain temps, et beaucoup d'intervenants, dont la Banque du Canada, avaient formulé des mises en garde à leur sujet. Une des craintes exprimées est que, dans leur recherche de meilleurs rendements, les investisseurs à l'échelle du globe aient pu sous-évaluer le risque et se soient rués sur certains produits dont la complexité rendait extrêmement difficile l'estimation de leur exposition au risque. Cependant, si ces principales sources de vulnérabilité avaient été correctement cernées, personne n'avait anticipé l'ampleur des tensions qui se sont formées sur les marchés monétaires interbancaires.

Avec ces remarques en toile de fond, j'aimerais aborder quelques-uns de ces enjeux du point de vue de la Banque du Canada. J'ai articulé mes réflexions autour de cinq questions générales. Premièrement, qu'entend-on au juste par stabilité du système financier et pourquoi est-elle importante? Deuxièmement, que fait la Banque du Canada pour favoriser la stabilité? Troisièmement, quelles leçons tirons-nous de la turbulence récente sur les marchés? Quatrièmement, quelles sont les mesures prises à l'échelle nationale et internationale? Et, cinquièmement, quel rôle utile pouvez-vous jouer à cet égard à titre d'analystes financiers agréés? En guise de conclusion, je dirai quelques mots sur la situation actuelle de l'économie canadienne.

La promotion de la stabilité du système financier

J'aimerais d'entrée de jeu préciser ce que j'entends par stabilité du système financier et pourquoi elle est importante. Le système financier est composé des institutions financières, comme les banques, les caisses populaires, les fonds de pension et les compagnies d'assurance; des marchés financiers, tels que les marchés de titres de dette et d'actions; ainsi que des mécanismes de règlement, comme les systèmes de règlement des paiements et des opérations sur titres. C'est grâce à ces canaux du système financier que l'épargne est convertie en investissement, que la monnaie est transférée, et les créances financières réglées, et qu'en définitive les risques sont répartis.

L'un des rôles clés du système financier est d'offrir une protection contre les résultats économiques défavorables en répartissant le risque de telle sorte qu'il soit assumé par ceux qui sont le mieux disposés et le plus aptes à l'endosser. Il s'ensuit une allocation plus efficace du capital qui, à son tour, peut contribuer à des investissements davantage axés sur l'amélioration de la productivité et du niveau de vie.

Toutefois, pour que le système financier puisse jouer ce rôle important, les ménages et les entreprises doivent avoir confiance dans sa capacité de résister aux chocs. Il s'agit là d'un point crucial, car les problèmes touchant un secteur du système peuvent se propager rapidement, comme l'ont démontré de façon éloquente les événements survenus dernièrement. Par conséquent, pour aider le système financier à assumer efficacement son rôle, les pouvoirs publics et les acteurs des marchés eux-mêmes déploient de nombreux efforts pour trouver des moyens de le renforcer. Et comme on ne peut jamais anticiper complètement les chocs, nous devons renforcer les amortisseurs au sein du système, tout en permettant encore l'innovation. D'où l'élaboration d'un système sûr destiné aux paiements de grande valeur, l'assurance-dépôts, les lois en matière de faillite, l'octroi de liquidités par la banque centrale et la promotion de saines pratiques de gestion des risques, dont la constitution d'une réserve de fonds propres et la réglementation prudentielle.

Je tiens cependant à préciser que le but de ces amortisseurs n'est pas de prévenir les pertes, mais d'empêcher qu'elles nuisent au fonctionnement efficace des marchés du crédit et du système financier en général. Et, puisque les meilleures digues peuvent se rompre pendant un ouragan, il nous faut une solide gestion des crises qui puisse limiter les retombées de chocs financiers sans toutefois décourager la prévention de telles défaillances.

L'une des méthodes auxquelles on a de plus en plus recours pour évaluer la robustesse du système financier est de cerner ses vulnérabilités à des chocs extrêmes à l'aide de simulations. On a procédé récemment à une simulation de ce genre pour le système financier canadien dans le cadre du programme d'évaluation du secteur financier du Fonds monétaire international (FMI). La Banque du Canada a utilisé ses modèles pour élaborer un scénario macroéconomique comportant une résolution désordonnée des déséquilibres mondiaux et en évaluer les conséquences possibles sur les probabilités de défaillance des entreprises de chaque secteur. On a alors demandé aux grandes banques canadiennes d'estimer les pertes qu'elles pourraient subir si un tel scénario se

concrétisait, et leurs résultats ont été analysés par la banque centrale, le Bureau du surintendant des institutions financières et le FMI en fonction des résultats obtenus à partir de leurs propres modèles moins complexes. Les résultats générés par les modèles perfectionnés utilisés par les banques étaient généralement comparables à ceux de la Banque du Canada et du FMI. Ils ont révélé que les grandes banques canadiennes disposent d'un capital suffisant pour surmonter un grave choc macroéconomique. Cette information est utile, mais pareilles simulations ne rendent pas compte de toute la situation. Par exemple, elles ne prennent pas en considération la rétroaction importante des acteurs du marché. La prise en compte de ces effets n'est pas facile, mais elle est nécessaire à une évaluation exhaustive des risques au sein du système financier. Ces questions représentent un domaine de recherche intense dans les banques centrales, y compris la Banque du Canada, et des organismes internationaux comme le FMI.

La contribution de la Banque du Canada

Permettez-moi maintenant de répondre à la deuxième de mes cinq questions et de traiter plus particulièrement du rôle de la Banque du Canada dans le maintien d'un système financier robuste. Favoriser la stabilité du système financier est un objectif commun à un certain nombre d'organismes des secteurs public et privé, à l'échelle tant nationale qu'internationale. Au Canada, la responsabilité du secteur public est partagée par plusieurs entités, dont la banque centrale, le ministère des Finances, le Bureau du surintendant des institutions financières, la Société d'assurance-dépôts du Canada, l'Autorité des marchés financiers au Québec ainsi que les commissions des valeurs mobilières provinciales.

Les principales fonctions que nous exerçons dans le domaine de la stabilité du système financier, à titre de banque centrale du pays, consistent à octroyer des liquidités afin de faciliter le règlement des transactions financières et à faire en sorte que les risques de perturbation systémique au sein des systèmes de paiement et de règlement soient à peu près éliminés. La Banque contribue aussi à la stabilité en favorisant le maintien de l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible au moyen de la politique monétaire. Nous tirons parti de la position centrale que nous occupons au sein du système financier canadien, de notre appartenance à des organismes internationaux, comme le FMI, la Banque des Règlements Internationaux et le Forum sur la stabilité financière, ainsi que de nos importantes capacités de recherche pour concourir à la sûreté, à la fiabilité et à l'efficacité du système financier au pays et ailleurs dans le monde. Par exemple, la Banque s'emploie activement à promouvoir une transparence accrue sur les marchés intérieurs ainsi que la réforme du FMI à l'échelle internationale, notamment le renforcement de ses fonctions de surveillance.

La promotion de la stabilité du système financier est complémentaire à la conduite de la politique monétaire pour deux raisons : premièrement, parce que les mesures de politique monétaire se transmettent par le truchement des marchés financiers et, deuxièmement, parce que la turbulence financière peut se répercuter sur la demande globale et exiger une mesure de politique monétaire. Par exemple, une réévaluation du risque de défaillance qui accroît les primes de risque et se traduit par un resserrement des conditions du crédit peut nécessiter un taux directeur inférieur à ce qui aurait été le cas autrement.

Nous communiquons les résultats de nos recherches et de nos analyses sur les tendances et l'évolution du système financier, y compris celles qui ont trait aux politiques et à l'infrastructure, ainsi que notre évaluation des risques systémiques et des vulnérabilités dans la *Revue du système financier*, qui est publiée deux fois l'an. La prochaine livraison, qui paraîtra le 6 décembre, examinera, entre autres, la situation récente sur le marché du papier commercial adossé à des actifs et traitera du débat en cours concernant les agences de notation. La *Revue* sera versée dans notre site Web le même jour.

Les leçons tirées des événements de l'été dernier

C'était là un survol rapide du travail que nous effectuons en vue de renforcer la stabilité du système financier. Je passerai maintenant à la troisième question que j'ai soulevée dans mon introduction, soit les leçons à retenir des bouleversements qui ont secoué les marchés financiers mondiaux cette année. Même si la situation ne s'est pas encore rétablie, il n'est pas trop tôt pour commencer à s'interroger sur ses causes et ses effets et à dégager des leçons qui nous aideront à déterminer comment nous pouvons accroître la capacité du système financier de composer avec des bouleversements.

La récente turbulence a été provoquée par des pertes plus importantes que prévu au titre des prêts hypothécaires à risque aux États-Unis, lesquelles se sont propagées de façon inattendue à l'échelle du globe parce que ces prêts étaient reconditionnés en d'opaques produits structurés, financés dans bien des cas par du papier commercial à court terme adossé à des actifs. La liquidité du marché des produits structurés s'est évaporée lorsque les investisseurs ont délaissé ces instruments. Il en a résulté une ruée vers la sûreté et la liquidité des titres d'État et un élargissement des écarts de crédit. De nombreuses banques commerciales ont été touchées, notamment parce qu'elles détenaient directement ces structures, qu'elles s'étaient engagées à octroyer des liquidités aux véhicules ad hoc, qu'il s'avérait plus difficile pour elles de titriser les actifs, et que les sociétés ont commencé à se rabattre sur leurs lignes de crédit bancaires. Parallèlement, bon nombre de banques se sont montrées réticentes à se consentir des prêts mutuellement étant donné les incertitudes liées au risque de contrepartie et à leurs propres besoins futurs en financement. Ces facteurs ont eu pour effet d'accroître le coût et de réduire la disponibilité du crédit chez nous et partout dans le monde.

Au Canada, le problème lié au papier commercial adossé à des actifs (PCAA) s'est manifesté de façon particulière, car des promoteurs non bancaires avaient émis du papier commercial assorti de restrictions qui ont eu pour effet de bloquer l'accès à leurs lignes de crédit de précaution. Cette situation a mené à l'imposition d'un moratoire (la Proposition de Montréal) afin que l'on puisse procéder à une restructuration ordonnée de la plupart de ces véhicules d'émission de PCAA. La période visée par le moratoire a été prolongée jusqu'au 14 décembre et il a été annoncé que les négociations progressent en vue de convertir le papier à court terme en instruments financiers à moyen terme négociables.

Même si des bouleversements subsistent, il semble que, jusqu'à présent, le système financier ait su résister raisonnablement bien à la turbulence. Les banques canadiennes et internationales disposaient d'un volume de fonds propres suffisamment important pour encaisser le choc et permettre un accroissement de leur bilan. Les banques canadiennes

ont pu émettre du papier à moyen terme et des titres de dette subordonnée admissibles à titre de capital réglementaire afin de répondre aux besoins en financement actuels et futurs. Toutefois, il est clair qu'on est maintenant davantage sensibilisé au risque. Cette prise de conscience a mis du temps à se faire malgré les nombreuses mises en garde contre la possibilité d'une réévaluation subite des primes de risque sur les marchés du crédit. Et cette réévaluation est entravée par un manque de liquidités sur les marchés de certains produits structurés en raison de la complexité et de l'opacité de ces nouveaux instruments.

Dans un certain sens, nous sommes témoins de la crise de croissance d'un segment encore jeune du marché, qui n'existait pas il y a cinq ou sept ans. Il y a donc des leçons à tirer et des corrections à apporter. La plupart de ces mesures correctives seront sûrement prises à l'initiative des participants eux-mêmes, qui rechercheront une meilleure divulgation de l'information ainsi qu'une plus grande normalisation des produits structurés, et qui adopteront des pratiques de gestion des risques plus rigoureuses, notamment en affichant une dépendance moindre aux cotes de crédit.

Les événements récents sur les marchés ont bien fait ressortir à quel point la divulgation de l'information est essentielle aux marchés financiers. Pour fonctionner efficacement, ceux-ci ont besoin d'information. Au cœur de la turbulence des marchés cet été se trouvaient des produits structurés d'une complexité et d'une opacité telles que même certains investisseurs plus avertis ne pouvaient comprendre la nature exacte des produits qu'ils achetaient. Ce manque de transparence a posé problème lorsque les investisseurs ont commencé à remettre en question la valeur des actifs auxquels étaient adossés les titres qu'ils possédaient. Il est donc dans l'intérêt des acteurs du marché de veiller à ce que toutes les parties à une transaction aient accès à l'ensemble des renseignements dont elles ont besoin. Les investisseurs doivent exiger une transparence accrue là où elle se révèle déficiente. Les vendeurs d'instruments financiers devront alors les structurer de façon à ce que les acteurs du marché puissent avoir une idée précise de ce qu'ils achètent et de l'effet de levier qui est incorporé aux instruments. Ainsi, la discipline de marché s'exercera plus efficacement. Les agences de notation pourront concourir à cette discipline en expliquant plus clairement les hypothèses à l'appui de leurs cotes et en ajustant celles-ci rapidement lorsque les circonstances l'exigent.

Le rôle joué par les agences de notation dans les récents événements a suscité de vifs débats. Les recherches de la Banque du Canada qui seront publiées dans la livraison du mois prochain de la *Revue du système financier* indiquent que des mécanismes naturels d'autocorrection du marché sont à l'œuvre, ce qui devrait contribuer à ce que les agences de notation améliorent leurs processus à l'avenir. Il reste que les organismes de réglementation peuvent encore avoir un rôle utile à jouer, soit celui de favoriser l'adoption d'un code de conduite établi par l'industrie et de revoir la place qu'occupent les cotes de crédit dans les diverses réglementations. Mais ces organismes doivent éviter d'intervenir de façon intempestive en réponse aux appels lancés en faveur d'une réglementation plus stricte des agences de notation. Il est généralement préférable de permettre aux forces du marché de tracer la route vers les résultats souhaités que d'imposer une réglementation lourde qui risquerait d'avoir comme effet de dégager l'entité réglementée de toute responsabilité à l'égard de ses décisions.

L'une des grandes leçons à retenir des événements récents concerne l'importance cruciale de la liquidité dans un système financier fondé sur le marché. Nous avons pu constater très clairement cet été comment les banques peuvent être appelées à pallier l'insuffisance de fonds en fournissant du crédit lorsqu'il y a diminution soudaine de la liquidité du marché. En effet, seules les institutions bancaires, y compris les centrales des caisses de crédit et des caisses populaires, peuvent injecter des liquidités dans l'ensemble du système financier, car elles seules ont un accès direct à la source ultime de liquidités : la banque centrale. Cependant, le système financier moderne a évolué de manière telle que, de nos jours, ce sont de plus en plus les marchés de valeurs mobilières qui assurent le financement. Comme la récente turbulence l'a montré, la réintermédiation soudaine qui se produit lorsque la liquidité s'évapore peut avoir des implications inattendues.

L'injection de liquidités par le truchement des opérations courantes de la Banque du Canada, c'est-à-dire au moyen de son mécanisme permanent d'octroi de liquidités aux adhérents du Système de transfert de paiements de grande valeur, de son offre d'encaisses de règlement dans ce système et de ses opérations de prise en pension sur le marché avec les négociants principaux, a permis le maintien du taux du financement à un jour près de la cible visée.

Toutefois, la liquidité des instruments assortis d'échéances plus éloignées s'est révélée plus problématique, en raison notamment de l'accumulation d'encaisses de précaution par les institutions financières. Ces considérations soulèvent la question de savoir s'il ne conviendrait pas mieux, pour réagir à certaines défaillances du marché, que la banque centrale instaure un mécanisme d'octroi de liquidités à une échéance de plus d'un jour, contre des garanties pouvant appartenir à une gamme élargie de titres. Bien sûr, il faudrait soigneusement considérer les types de défaillances qui seraient visés par un tel mécanisme, afin d'éviter de réduire l'incitation des acteurs du marché à exercer une gestion préventive des risques et de la liquidité. Cela dit, bien que les écarts de taux sur le marché monétaire restent plus larges qu'à l'accoutumée, ils se sont resserrés considérablement et le marché fonctionne. De fait, le marché des acceptations bancaires est redevenu liquide.

Que se passe-t-il à l'étranger?

Comme les effets de la turbulence récente sur les marchés se sont fait sentir un peu partout dans le monde, je ne vous apprendrai rien en vous disant que les questions que j'ai abordées jusqu'ici donnent lieu à d'intenses discussions à l'échelle du globe. Et c'est ce qui m'amène au quatrième point que je voulais aborder, à savoir la perspective internationale. La communauté mondiale en entier – c'est-à-dire les acteurs du marché, les organismes de réglementation et les décideurs publics – est à examiner les causes et les effets des événements de cet été et tente d'en dégager les leçons.

Un certain nombre d'organismes internationaux sont déjà à pied d'œuvre. C'est le cas, entre autres, du Forum sur la stabilité financière, à qui les ministres des Finances et les gouverneurs de banque centrale des pays du G7 ont demandé de créer un groupe de travail chargé de mettre en lumière les faiblesses qui méritent l'attention des décideurs publics, et de recommander des mesures visant à renforcer la discipline de marché et la

résilience des institutions. Ce groupe de travail, dont fait partie le surintendant des institutions financières du Canada, analyse divers dossiers. Mentionnons premièrement les méthodes de gestion des risques adoptées par les institutions financières, notamment la gestion des liquidités, les simulations de stress et l'évaluation du risque de contrepartie. Deuxièmement, le groupe étudie les méthodes d'évaluation et la divulgation des risques, y compris le rôle des agences de notation. Troisièmement, il réexamine les principes et les pratiques en matière de surveillance prudentielle, particulièrement en ce qui concerne les engagements hors bilan. Et quatrièmement, il explore les questions relatives à la capacité des autorités de répondre à la turbulence sur les marchés, tout spécialement les outils dont disposent les banques centrales et les organismes de surveillance en période de stress. De nombreux autres organismes – l'Organisation internationale des commissions de valeurs, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, l'OCDE, la Banque des Règlements Internationaux, le G20 et le FMI – se penchent également sur beaucoup de ces questions.

Les acteurs du marché, y compris les institutions financières, les fonds de couverture et les agences de notation, évaluent aussi la nécessité d'apporter des changements à la lumière de l'évolution récente. Par exemple, l'Institut de finances internationales a mis sur pied un comité ayant pour mandat d'examiner toute une série de points, notamment la gestion des risques, l'utilisation des véhicules hors bilan, l'évaluation des produits complexes et la transparence.

Que peuvent faire les analystes financiers agréés?

Jusqu'à présent, j'ai parlé des efforts actuellement déployés sur les plans institutionnel et international afin de comprendre les raisons qui expliquent la récente turbulence sur les marchés et d'en tirer des leçons pour l'avenir. Maintenant, pour ma cinquième et dernière question, je m'adresserai à vous, mon auditoire, pour vous demander quelle contribution les analystes financiers agréés peuvent apporter?

Comme je l'ai mentionné un peu plus tôt, la divulgation de l'information constitue un principe très important sur les marchés financiers, principe que l'on semble avoir perdu de vue durant la période qui a précédé la plus récente turbulence sur les marchés du crédit. Toutefois, la divulgation efficace de l'information ne se limite pas au seul fait de rendre celle-ci accessible. Elle consiste en outre à veiller à ce que l'information soit comprise des investisseurs. Il s'agit là d'un domaine où vous pouvez jouer un rôle déterminant. Les investisseurs doivent exiger une transparence accrue là où elle se révèle déficiente, et les agences de notation devront expliquer plus clairement les motifs qui justifient les cotes qu'elles accordent. Mais vous tous, à titre de spécialistes en investissements, assumez une responsabilité particulière : il vous revient en effet d'effectuer des recherches approfondies et d'aider vos clients à comprendre la nature de leurs placements. Je suis heureux de voir que ce principe se trouve énoncé dans le code de conduite du CFA Institute, qui impose à ses membres de « faire preuve de diligence et [d']utiliser en toute indépendance leur capacité de jugement dans le domaine de l'analyse financière, des conseils en investissement, dans la réalisation d'opérations de placement ou toute autre activité professionnelle ».

L'économie canadienne

J'aimerais maintenant dire quelques mots sur ce que nous, les économistes, appelons le « secteur réel » de l'économie. La turbulence récente sur les marchés financiers mondiaux s'est produite dans un contexte caractérisé par une vive expansion économique à l'échelle du globe et des cours élevés des matières premières. Compte tenu de la situation internationale en constante évolution, la Banque a cerné plusieurs enjeux importants et risques connexes croissants à la baisse auxquels se trouve confrontée l'économie canadienne. La forte volatilité et l'appréciation marquée du dollar canadien méritent une attention particulière. De fait, la volatilité observée sur les marchés des changes est extrêmement prononcée et l'ampleur de la récente appréciation du dollar est plus importante que ce que l'évolution passée du taux de change aurait pu laisser entrevoir. L'assombrissement des perspectives économiques aux États-Unis constitue un autre enjeu. Parallèlement, l'économie canadienne fonctionne au-dessus de sa capacité de production et la demande intérieure demeure vigoureuse, malgré le resserrement des conditions du crédit survenu dans la foulée de la turbulence récente sur les marchés financiers. Comme toujours, le Conseil de direction de la Banque du Canada prendra en considération toute l'information recueillie sur les tendances et l'évolution des économies mondiale et canadienne, ainsi que leurs implications pour les perspectives en matière d'inflation au pays, au moment de prendre sa décision en vue de la date d'annonce préétablie du 4 décembre.

Conclusion

Permettez-moi de conclure. Les bouleversements qui ont touché les marchés financiers durant l'été par suite de la réévaluation du risque de crédit n'ont pas encore fini de faire sentir leurs effets. Mais il semble que, jusqu'à maintenant, le Canada ait traversé la récente turbulence sans trop de mal. Les conditions du crédit se sont quelque peu resserrées, mais les entreprises et les banques canadiennes paraissent très bien placées pour résister aux perturbations. Quoiqu'il en soit, il y a d'importantes leçons à tirer quant à la façon dont on peut continuer à renforcer la résilience du système financier. Pour notre part, à la Banque du Canada, nous examinerons attentivement comment la liquidité est fournie à l'économie. Nous poursuivrons nos recherches pour comprendre les mécanismes et l'évolution du système financier afin d'accroître notre capacité de cerner les risques. Et nous collaborerons avec nos partenaires afin de mettre en œuvre des mesures préventives. J'ai bon espoir que nous pourrions compter également sur votre contribution.