



Discours prononcé par Pierre Duguay
sous-gouverneur à la Banque du Canada
devant la section de Toronto
de la Risk Management Association
Toronto (Ontario)
le 8 janvier 2009

LE TEXTE PRONONCÉ FAIT FOI

La stabilité financière grâce à une saine gestion des risques

C'est un plaisir pour moi de me retrouver ici à l'aube d'une nouvelle année qui, espérons-le, se terminera sur une meilleure note que celle que nous venons de traverser. La tourmente exceptionnelle de 2007 et 2008 a fait ressortir de nombreux enjeux et défis, dont la plupart vont persister encore un certain temps, alors que nous luttons contre ce qui s'avère être la crise financière la plus profonde que nous ayons connue depuis les années 1930. Partout dans le monde, les décideurs publics ont pris rapidement des mesures énergiques pour faire face à l'instabilité financière et à la crise économique, mais il faudra du temps pour que la confiance soit restaurée et que les marchés redeviennent pleinement fonctionnels. Il y a de précieuses leçons à tirer de cette crise, des leçons qui devraient nous permettre de mieux nous préparer au prochain choc, et même réduire la probabilité qu'il s'en produise un de grande ampleur en limitant tout d'abord l'aggravation des déséquilibres financiers.

C'est dans cet esprit que j'aimerais traiter de l'importance d'une saine gestion des risques pour la stabilité du système financier. Dans un premier temps, j'expliquerai brièvement ce que j'entends par stabilité du système financier et pourquoi elle est essentielle. J'examinerai ensuite certaines des faiblesses que la crise a mises au jour en ce qui concerne les pratiques de gestion des risques, puis je proposerai des mesures susceptibles d'améliorer celles-ci à l'avenir. Enfin, j'aborderai quelques-unes des dispositions envisagées par les décideurs pour accroître la résilience du système financier, et je conclurai par un survol de la conjoncture économique canadienne.

L'importance de la stabilité du système financier

La stabilité du système financier se définit comme la capacité de ce dernier de fonctionner dans un vaste éventail de circonstances. Elle est indispensable au bien-être économique du pays, car c'est grâce aux canaux du système financier que l'épargne est convertie en investissement, que la monnaie est transférée et les créances financières réglées, et que le risque est réparti de telle sorte qu'il soit assumé par ceux qui sont le mieux disposés et le plus aptes à l'endosser. Pour que le système financier fonctionne correctement, les ménages et les entreprises doivent avoir confiance en lui, et les investisseurs doivent savoir ce dans quoi ils investissent et quels risques ils prennent.

La crise actuelle illustre bien ce qui se produit lorsque le système financier s'effondre. Nous avons vu que les investisseurs de toutes catégories – même les plus avisés – ne connaissaient ou ne comprenaient pas toujours les produits dans lesquels ils

investissaient. Leur quête de rendement effrénée en a conduit bon nombre à supposer que les autres savaient ce qu'ils faisaient et que le risque avait été évalué adéquatement. Ces investisseurs ont substitué le jugement des agences de notation et d'autres acteurs financiers à leur propre devoir de diligence raisonnable. C'est ce qui a mené à des abus dans la création de produits structurés de plus en plus complexes et opaques comportant un effet de levier intrinsèque, ainsi que dans l'octroi de prêts destinés à être redistribués. Ces problèmes ont été aggravés par une indifférence marquée à l'égard des facteurs économiques fondamentaux, qui a incité de nombreux emprunteurs et prêteurs à faire fi du risque d'une correction des prix des maisons bien après que l'activité dans le secteur du logement aux États-Unis eut culminé. Quand les problèmes ont finalement surgi, la prise de conscience soudaine du fait que l'exposition aux défauts de paiement était à la fois très étendue et difficile à localiser a donné lieu à une aversion extrême pour le risque et à une perte de confiance généralisée, qui ont freiné l'expansion du crédit et pesé lourdement sur l'activité économique.

Le système financier canadien a affiché une assez belle tenue tout au long de cette crise mondiale, grâce à des pratiques prudentes et aux importantes mesures que nous avons déjà prises ici pour le rendre plus résistant aux chocs. Nos marchés ont certes subi des tensions par suite de la crise financière mondiale mais, dans l'ensemble, ils sont restés ouverts. Surtout, les banques ont continué d'accorder des prêts, même si les conditions du crédit se sont durcies. Cela dit, le système n'a pas fonctionné aussi bien qu'il aurait dû. Le coût du financement pour les banques a été soumis à des pressions et l'émission d'obligations a pratiquement cessé. De plus, notre économie se trouve à présent en récession sous l'effet de la faiblesse de l'activité économique mondiale occasionnée par la crise financière.

La gestion des risques : les leçons tirées de la présente crise

La conjoncture mondiale actuelle illustre de façon éloquente l'importance d'une saine gestion des risques. Je vais donc maintenant aborder les leçons que nous pouvons dégager de la crise en vue de mettre au point des processus de gestion des risques plus rigoureux à l'avenir.

Comme je l'ai signalé un peu plus tôt, l'un des principaux facteurs à l'origine de la crise financière mondiale a été le très fort effet de levier qui était intégré aux produits structurés et que recherchaient activement certaines institutions financières – particulièrement les institutions à l'étranger. Dans leur quête de rendements plus élevés, elles ont pris de plus en plus de risques, tout en prêtant de moins en moins attention aux conséquences. Les modèles de gestion des risques (comme les estimations de la valeur exposée au risque) qui étaient fondés sur une brève série de données et sur l'hypothèse d'un accès continu à des liquidités ne les ont pas préparées à des situations de crise. En se fiant à ces modèles, les institutions ont adopté une perspective à courte vue qui faisait abstraction du risque qu'une perturbation majeure secoue le système financier si tout le monde réagissait de la même façon à un choc grave. Par conséquent, lorsque des problèmes importants sont apparus et que les corrélations entre les mouvements des prix des actifs se sont rapprochées de l'unité, les institutions étaient dans bien des cas mal préparées pour y faire face parce qu'elles n'avaient pas élaboré de plans de contingence efficaces. Elles n'avaient pas prévu les vastes conséquences de la réduction généralisée

du levier d'endettement, les ventes d'actifs forcées qui ont accentué l'illiquidité des marchés, ou la grande perte de confiance qui a suivi. Il ressort clairement aujourd'hui que cette incapacité à anticiper des circonstances désastreuses et à s'y préparer a fait peser un risque considérable sur la stabilité du système financier.

Des pratiques plus rigoureuses en matière de gestion des risques, fondées sur une perspective à long terme qui englobe la totalité du cycle ainsi que sur des simulations de crise adéquatement conçues, auraient pu contribuer à empêcher l'accroissement du levier d'endettement qui s'est révélé insoutenable. Force est de constater aussi que les modèles de gestion des risques doivent tenir compte de l'incidence collective des choix individuels. En effet, sans comprendre cette incidence, on court le risque que les principaux marchés ferment, que la liquidité s'évapore et que le type de crise que nous vivons actuellement se répète. L'organisme de réglementation et la banque centrale peuvent jouer un rôle utile à cet égard. À l'aide de simulations coordonnées faisant intervenir des scénarios de crise macroéconomique, ils peuvent observer en détail les systèmes de gestion des risques des diverses institutions et cerner les éventuelles rétroactions manquantes. Ils pourraient ensuite diffuser les résultats de ces simulations sous forme convenablement agrégée parmi les gestionnaires de risques des différentes institutions, afin de les aider à internaliser ces externalités.

La crise a révélé certaines faiblesses et incohérences dans l'application de la comptabilité à la juste valeur. Primo, le recours aux évaluations au prix du marché est susceptible d'amplifier le cycle de croissance et de contraction du crédit et des prix des actifs, en créant un effet de rétroaction entre la valeur des actifs et l'octroi de prêts. Secundo, l'application de la comptabilité à la juste valeur sur les marchés illiquides ou inactifs risque de fausser les informations si les modèles ou les prix observés servant à l'évaluation sont inadéquats ou inappropriés – un problème qui s'accroît en périodes de tension sur les marchés, du fait que les corrélations ne sont plus pertinentes. Par exemple, alors que la liquidité sur bon nombre de marchés s'amenuisait pendant la crise actuelle, on ne savait plus très bien comment évaluer certains actifs et comparer les états financiers.

Le Forum sur la stabilité financière (FSF) – qui réunit des représentants principaux des autorités financières nationales de certains pays, dont le Canada, de même que des institutions financières et des instances de normalisation internationales – a demandé des directives plus précises de la part des normalisateurs quant à l'utilisation de la comptabilité à la juste valeur lorsque le processus de mesure pose problème, ainsi qu'une meilleure information financière de la part des institutions financières. Les organismes de normalisation comptables ont depuis clarifié leur position et proposé un renforcement des normes d'information en ce qui a trait à l'évaluation des instruments financiers. Il s'agit là d'un bon premier pas, vu l'importance cruciale de la communication de ce type d'information pour le fonctionnement efficient des marchés et, en fin de compte, la stabilité du système financier. Comme la Banque le fait remarquer dans la livraison de décembre de la *Revue du système financier*, de saines pratiques en matière d'information financière peuvent favoriser une meilleure compréhension de l'incertitude entourant les évaluations, ce qui peut contribuer à éviter le recours automatique à ces dernières.

La crise a également mis en évidence une source de faiblesse potentielle des nouvelles exigences de fonds propres de Bâle II pour les banques, exigences qui se fondent en effet sur certains des modèles inadéquats de gestion des risques que je viens de décrire. La *Revue du système financier* de décembre examine aussi cette question. Ce que l'on craint, c'est que ces nouvelles exigences encouragent les entreprises à augmenter leur levier d'endettement quand les choses vont bien, alimentant ainsi encore davantage la croissance économique et accroissant le risque qu'il se produise des bulles de prix des actifs et une expansion excessive du crédit. Ces exigences pourraient en outre avoir pour effet d'accélérer la réduction du levier d'endettement en période de baisse de l'activité, ce qui accentuerait à son tour le ralentissement et amplifierait le risque d'un effet de rétroaction négatif entre l'économie réelle et le système financier. La réglementation devrait être conçue pour contrer, et non renforcer, cette tendance naturelle à la procyclicité. Elle devrait inciter les institutions à se constituer de solides réserves de fonds propres en périodes de prospérité, en prévision des mauvais jours. Ainsi, les institutions seraient mieux en mesure de traverser les crises économiques, et le cycle du crédit s'en trouverait atténué. Je me réjouis de savoir que le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire s'emploie à trouver des solutions à ce problème.

L'amélioration de la résilience du système financier vue à travers d'autres prismes

J'ai passé brièvement en revue quelques-uns des problèmes liés à la gestion des risques qui ont été mis au jour par la crise actuelle ainsi que leurs retombées négatives sur la stabilité financière. Je traiterai maintenant de certaines des mesures que les organismes de réglementation et les décideurs publics peuvent prendre pour accroître la résilience du système financier.

1. Une approche macroprudentielle

Il est devenu manifeste qu'il est temps d'envisager la stabilité financière selon une approche macroprudentielle, sur le plan tant de la surveillance que de la réglementation. La surveillance macroprudentielle suppose l'évaluation des risques du moment par l'examen des conditions économiques et financières globales pouvant donner lieu à l'accumulation des risques pour la stabilité financière et l'économie dans son ensemble. Par la réglementation macroprudentielle, on cherche à renforcer la résilience du système financier en élaborant des normes et des codes visant à limiter l'aggravation des déséquilibres financiers et économiques.

La Banque du Canada est bien placée pour aborder la surveillance du système financier sous un angle macroéconomique, étant donné que ses responsabilités à l'égard de la conduite de la politique monétaire exigent une connaissance approfondie de l'économie et du système financier. Elle entend, pour faire valoir ce point de vue, tirer parti de son appartenance à des organisations clés à l'échelle nationale et internationale¹. En ce qui a trait à la surveillance, elle met un accent accru sur la détermination des risques et des vulnérabilités touchant le système financier canadien et sur la mise sur pied d'un meilleur système d'alerte avancée. C'est d'ailleurs dans ce but qu'elle a remanié récemment la *Revue du système financier*. Pour ce qui est de la réglementation, la Banque souligne la

¹ M. Carney, *De la sagesse rétrospective à la prévoyance*, discours prononcé devant l'association Women in Capital Markets, à Toronto (Ontario), le 17 décembre 2008.

nécessité d'atténuer les tendances procycliques au sein du système financier, d'améliorer la transparence et d'assurer le fonctionnement continu des principaux marchés financiers. À cet égard, la banque centrale a le pouvoir de voir à ce que ces derniers disposent d'un accès constant à des liquidités en faisant office de contrepartie aux opérations des principaux participants aux marchés si le besoin s'en fait sentir en périodes de crise. La livraison de juin 2008 de la *Revue du système financier* traite des principes guidant la Banque dans l'exercice de ce pouvoir.

2. Des marchés continus et une infrastructure à l'épreuve des risques

D'autres mesures peuvent favoriser le fonctionnement continu et la résilience des marchés. Par exemple, les efforts déployés à l'étranger afin de créer une chambre de compensation destinée aux swaps sur défaillance pourraient diminuer le risque de contrepartie et contribuer à garder ce marché ouvert en périodes de tensions. Une chambre de compensation offre les avantages de mécanismes opérationnels robustes et de modalités de règlement claires en cas de défaillance. Sans sous-estimer la complexité inhérente à une telle initiative, les décideurs pourraient explorer d'autres marchés dont la transformation en bourses ou en chambres de compensation pourrait être bénéfique. Ils pourraient encourager pareilles transformations en haussant les exigences de fonds propres pour les titres qui se négocient à l'extérieur des marchés fonctionnant en continu et en veillant à ce que les conservateurs intermédiaires soient davantage à l'épreuve des risques.

Les événements récents ont fait ressortir la valeur de systèmes de compensation et de règlement bien protégés contre les risques. Ainsi, le recours à la CLS Bank pour régler les opérations de change a joué un rôle stabilisateur, surtout durant la mise en faillite de Lehman Brothers. En assurant le dénouement simultané des deux volets de chaque transaction (paiement contre paiement), ce système permet de supprimer presque entièrement la composante « risque de crédit » du risque de règlement des opérations de change. Toutefois, les institutions financières canadiennes font relativement moins souvent appel à la CLS Bank que leurs homologues étrangères. Cette situation est due en partie au fait que, à l'heure actuelle, ce système n'autorise pas le dénouement des transactions \$ É.-U. / \$ CAN le jour même. Les institutions canadiennes auraient néanmoins intérêt à utiliser davantage la CLS Bank. La Banque du Canada les encourage à gérer le risque de règlement de leurs transactions de change par l'entremise de ce système, en gardant à l'esprit que les autres risques liés à ces transactions ne sont pas pour autant écartés.

3. Une transparence accrue

Nous devons aussi faire beaucoup plus pour améliorer la transparence et la communication d'information financière, surtout dans le cas des instruments financiers complexes. L'opacité de nombreux produits hautement structurés a fortement contribué à la tourmente. Cependant, des progrès ont été accomplis pour favoriser une transparence accrue. Le FSF a créé un modèle de présentation d'information sur l'exposition des banques à ces produits. Plus près de chez nous, la Banque du Canada a fixé à l'intention de tous les investisseurs des exigences en matière d'information liée au papier commercial adossé à des actifs qu'elle serait disposée à accepter en garantie. Mais ces mesures ne suffisent pas. Les investisseurs ont besoin d'information pertinente, qu'ils

peuvent absorber et qui répond à leur niveau particulier de connaissance. Les agences de notation ont un rôle crucial à jouer à cet égard. C'est aussi le cas des institutions qui distribuent des produits financiers : elles ont la responsabilité de connaître leurs clients et de leur offrir des produits et des conseils qui correspondent à leurs objectifs d'investissement, à leur propension au risque et à leurs connaissances en matière de placement. L'Organisation internationale des commissions de valeurs a mis sur pied un groupe de travail chargé de combler les lacunes mises au jour pendant la crise, en élaborant de nouvelles normes conçues pour renforcer les marchés financiers et protéger les investisseurs. À l'échelle nationale, l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières a formulé plusieurs recommandations portant sur la vérification préalable des produits, en insistant sur la transparence de ceux-ci, la gestion des conflits d'intérêts ainsi que l'utilisation et la communication des notes de crédit par les courtiers.

4. La collaboration avec les partenaires mondiaux

Sur la scène internationale, la Banque du Canada collabore avec ses partenaires mondiaux dans le but d'accroître la stabilité financière. Elle contribue au travail du FSF sur les questions de procyclicité liées aux exigences en matière de fonds propres, de provisionnement pour pertes sur prêts et de marge. De plus, le Canada participe activement aux travaux de ses homologues du G20 et joue un rôle direct au sein de plusieurs groupes de travail qui se penchent sur les améliorations pouvant être apportées sur le plan de la réglementation dans une vaste gamme de domaines. Mentionnons, par exemple : l'accroissement de la transparence et de la communication de l'information financière, le renforcement de la coopération internationale au chapitre de la gestion et de la résolution des crises transfrontières, la promotion de l'intégrité sur les marchés financiers, l'évaluation de mesures axées sur l'atténuation de la procyclicité, et le perfectionnement des pratiques de gestion des risques. Les activités des groupes de travail déboucheront sur des plans d'action qui seront présentés au prochain sommet des dirigeants des pays du G20 en avril.

Au début de mon discours, j'ai traité de l'importance d'une saine gestion des risques pour la stabilité du système financier. Bien des leçons ont été tirées de la crise actuelle et nous pouvons favoriser une plus grande robustesse et stabilité du système financier en apportant des améliorations dans les domaines critiques que je viens d'énumérer. Les avantages d'une telle stabilité se feraient sentir dans l'ensemble de l'économie canadienne.

L'économie canadienne

Permettez-moi, avant de conclure, de dire quelques mots sur l'économie canadienne. Comme nous l'avons mentionné dans notre communiqué d'annonce du taux directeur de décembre, les perspectives de l'économie mondiale se sont considérablement détériorées depuis octobre. La récession à l'échelle du globe sera plus vaste et plus profonde que prévu précédemment. Les marchés financiers internationaux demeurent extrêmement tendus. Les actions menées par les dirigeants des grandes économies commencent à stimuler les flux de crédit, mais il faudra encore un certain temps avant un retour à la normale sur ces marchés. De plus, les mesures monétaires et budgétaires annoncées à la fin de 2008 devraient soutenir la croissance économique mondiale. Néanmoins,

l'économie canadienne entre en récession sous l'effet de la faiblesse de l'activité économique mondiale, du recul connexe de nos termes de l'échange et de l'ébranlement de la confiance des ménages et des entreprises. La dépréciation du dollar canadien compense de manière sensible l'incidence de l'affaiblissement de la demande mondiale et de la baisse des prix des matières premières, et les mesures de politique monétaire prises en octobre et en décembre (une réduction de 150 points de base du taux directeur) procureront un soutien important et à point nommé à l'économie canadienne. Alors que la Banque se prépare en vue de la prochaine annonce du taux directeur, le 20 janvier, et de la parution de la *Mise à jour* du *Rapport sur la politique monétaire* deux jours plus tard, elle continuera de suivre de près la situation économique et financière afin de déterminer dans quelle mesure une nouvelle détente monétaire sera nécessaire pour atteindre la cible d'inflation de 2 % à moyen terme.

Conclusion

En conclusion, je me permettrai d'insister encore une fois sur l'importance d'une saine gestion des risques pour la stabilité du système financier. Il est impossible d'éviter les risques; il faut plutôt les prévoir et les gérer. La crise actuelle a révélé de graves lacunes dans les modèles existants de gestion des risques et mis en lumière des moyens de renforcer notre capacité de gérer ces derniers. Les décideurs publics envisagent en outre des mesures visant à accroître la résilience du système financier, de sorte que nous soyons mieux préparés pour la prochaine crise.

Je vous remercie de votre attention. Je répondrai maintenant avec plaisir à vos questions.