



**Discours prononcé par David Longworth  
sous-gouverneur à la Banque du Canada  
devant l'Association des marchés financiers  
du Canada  
Toronto (Ontario)  
le 12 mars 2009**

LE TEXTE PRONONCÉ FAIT FOI

### **Mise en œuvre de politiques visant le système financier en réponse à la crise**

Bonjour. Je suis très heureux d'être ici.

Comme la profession que vous exercez vous amène à vous intéresser aux devises, aux marchés monétaires, aux marchés de capitaux et aux produits dérivés, je suis convaincu que les dix-huit derniers mois ont été excitants et captivants – si je peux m'exprimer ainsi. Nous traversons une période de turbulence financière déconcertante, caractérisée par des pertes inégalées sur les marchés et de graves menaces pour la stabilité financière. Cette tourmente financière a des répercussions sur l'économie réelle et le Canada vit son deuxième trimestre d'une récession qui s'avère douloureuse.

La crise a rendu les décisions financières plus difficiles. Les plans d'investissement ont été réduits et la confiance a diminué. Je crois pouvoir dire que la confiance sera rétablie quand les gens seront persuadés que les décideurs publics ont mis en œuvre non seulement les politiques appropriées afin d'atténuer les incidences de la récession, mais aussi des politiques solides propres à stabiliser le système financier mondial et à favoriser la stabilité et la croissance à long terme.

Au Canada et au sein d'autres grandes économies, les banques centrales sont intervenues énergiquement en abaissant leurs taux directeurs et les gouvernements ont annoncé d'importants programmes de relance budgétaire. Les effets de ces mesures commenceront à se faire sentir au deuxième semestre de l'année 2009 et se renforceront tout au long de 2010. Mais, pour assurer notre prospérité économique à *long terme*, les marchés financiers et du crédit doivent recouvrer la santé et demeurer en santé. Pour ce faire, il nous faut des politiques qui favorisent la stabilité, l'efficacité et la pérennité de ce système.

Voilà ce dont j'aimerais vous parler aujourd'hui. Plus précisément, je voudrais examiner deux sortes de politiques axées sur le système financier – l'une qui s'est transformée en réponse aux événements extraordinaires de la dernière année et demie et l'autre qui devra être modifiée afin d'accroître la stabilité du système financier. Tout d'abord, je passerai en revue les changements que la Banque du Canada a apportés à ses politiques et pratiques en matière de liquidité, surtout depuis septembre 2008. Puis, je traiterai de

l'évolution de la réflexion sur la procyclicité du système financier, notamment celle des marchés financiers et des prix des actifs financiers.

### **Les mesures d'intervention prises par la Banque du Canada en matière de liquidité**

En août dernier, soit un an environ après le début de la crise, j'ai donné un aperçu des modifications que la Banque avait apportées à ses politiques en matière de liquidité<sup>1</sup>. Depuis que la crise a éclaté en août 2007, on a observé une diminution générale à l'échelle mondiale – et, dans certains cas, une disparition complète – de la liquidité au sein des marchés du financement clés. Or, la liquidité est essentielle tant pour l'efficacité que pour la stabilité du système financier et cette dégradation, surtout dans le cas de la liquidité de financement des banques, préoccupe les banques centrales au plus haut point. La liquidité des marchés du financement bancaire et celle des marchés des actifs en général étant liées, les problèmes touchant les premiers peuvent se répercuter sur les seconds.

C'est dans ce contexte que le Comité sur le système financier mondial de la Banque des Règlements Internationaux a formulé des recommandations visant à renforcer l'efficacité avec laquelle les banques centrales gèrent les problèmes de liquidité, y compris ceux éprouvés sur les marchés du financement<sup>2</sup>. Deux recommandations portaient sur la capacité d'une banque centrale de mener efficacement ses opérations d'injection de liquidités, même si la liquidité au sein de marchés clés est fortement limitée. Concrètement, cela signifie que la banque centrale devrait être prête, le cas échéant, à prendre des mesures qui vont au-delà d'un ajustement de l'offre globale de réserves des banques afin de répondre aux variations de la demande. Ces mesures consistent notamment à accroître le volume de financement à plus d'un jour et à effectuer des opérations garanties par un large éventail de titres et avec une vaste gamme de contreparties. C'est précisément ce que la Banque du Canada et d'autres banques centrales ont fait au cours des dix-huit derniers mois.

Entre août 2007 et août 2008, la Banque du Canada a procédé à deux changements importants pour soutenir la liquidité, et, par le fait même, la stabilité du système financier canadien, et favoriser le fonctionnement efficace des marchés financiers. D'une part, elle a mis en place un mécanisme de prise en pension à plus d'un jour par lequel elle achète des titres auprès de négociants principaux et les revend aux propriétaires originaux à l'échéance. D'autre part, elle a étendu la liste de garanties admissibles dans le cadre de son mécanisme permanent d'octroi de liquidités – le mécanisme applicable aux découverts qui est mis à la disposition des participants au Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV) – afin d'y inclure certains types de papier commercial adossé à des actifs (PCAA) et des titres du Trésor américain.

---

<sup>1</sup> Voir D. Longworth, *La réaction de la Banque du Canada aux turbulences financières : un processus continu*, discours prononcé le 26 août 2008 devant l'Association canadienne de science économique des affaires à Kingston, en Ontario, à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca/fr/discours/2008/sp08-10f.html>.

<sup>2</sup> Banque des Règlements Internationaux (BRI), *Central Bank Operations in Response to the Financial Turmoil*, BRI, coll. « CGFS Papers », n° 31, 2008, à l'adresse <http://www.bis.org/publ/cgfs31.pdf?noframes=1>.

Depuis août 2008, la Banque a élargi ses mécanismes d'octroi de liquidités et en a introduit de nouveaux.

L'un de ces mécanismes élargis – la prise en pension ordinaire à plus d'un jour – a été le « poids lourd » du programme d'injection de liquidités de la Banque depuis le début de la crise. Il a été réinstauré en septembre 2008, après une pause qui avait débuté en juin à la suite de l'amélioration des conditions de crédit. L'échéance des prises en pension est passée de un mois à un mois et trois mois, et la fréquence des opérations a été augmentée (elles se font maintenant chaque semaine et non plus aux deux semaines comme au printemps dernier). En outre, la Banque a accru considérablement l'encours associé à ce mécanisme. Il se chiffre actuellement à quelque 35 milliards de dollars, contre 4 milliards au printemps 2008, et a atteint en décembre dernier un sommet de 37 milliards de dollars. La Banque a ajouté à sa liste de contreparties admissibles, en plus des négociants principaux, l'ensemble des participants au STPGV. Enfin, elle a étendu l'éventail des titres qu'elle accepte dans le cadre des prises en pension à plus d'un jour pour inclure le PCAA bancaire et certains titres émis par le Trésor américain, comme elle l'a fait pour le mécanisme permanent d'octroi de liquidités dont il a été question plus tôt.

La Banque du Canada a aussi lancé trois nouveaux mécanismes d'octroi de liquidités depuis l'été dernier, l'un d'eux en remplacement d'un autre, mais en version élargie [Tableau : Facilités de trésorerie de la Banque du Canada introduites depuis le quatrième trimestre de 2007].

La facilité de prêt à plus d'un jour a été mise en place en novembre. Elle vise à donner aux participants au STPGV davantage de souplesse dans la gestion efficace de leurs bilans. Elle permet aux participants directs au STPGV d'utiliser leurs portefeuilles de prêts non hypothécaires, qui sont constitués de titres de grande qualité, mais illiquides, en nantissement de prêts à plus d'un jour. La Banque du Canada offre chaque semaine à l'adjudication des prêts assortis d'une échéance de 28 jours pour un montant de 2 milliards de dollars. L'encours maximal offert en une seule fois a été d'environ 4,2 milliards de dollars. Même si, parmi les nouveaux mécanismes à plus d'un jour, c'est celui qui s'est avéré le plus populaire, le recours à celui-ci a été relativement modeste, principalement parce que le taux de soumission minimal correspond au taux officiel d'escompte<sup>3</sup> [Graphique : Encours hebdomadaire en valeur nominale des facilités de trésorerie de la Banque du Canada].

Parallèlement, la Banque a instauré une facilité de prise en pension à plus d'un jour visant des titres privés du marché monétaire afin de soutenir la liquidité des marchés de ces titres. Les titres admissibles étaient les acceptations bancaires et les billets à ordre ainsi que le papier commercial, dont le PCAA bancaire. Pouvaient recourir à ce mécanisme les négociants principaux ainsi que les opérateurs de marché soumis aux réglementations fédérale ou provinciale dont le niveau d'activité sur les marchés monétaires des titres privés est significatif. Assorti d'un taux minimal de soumission fixé à 75 points de base

---

<sup>3</sup> Le taux officiel d'escompte est supérieur de 25 points de base au taux cible du financement à un jour. Lorsque le taux attendu du financement à un jour est nettement plus faible que la cible actuelle, la « pénalité » est effectivement plus importante lorsque l'échéance dépasse la prochaine date d'annonce préétablie.

au-dessus du taux des swaps indexés sur le taux à un jour, ce mécanisme a été conçu comme un filet de sécurité et, de ce fait, a rarement été utilisé. Sur le montant de un milliard offert lors de l'adjudication hebdomadaire de prises en pension assorties d'une échéance de 14 jours, le total des opérations conclues chaque semaine n'a pas dépassé 25 millions de dollars.

Grâce à ces facilités nouvelles ou élargies en place au Canada, et à la faveur des améliorations apportées aux facilités de trésorerie offertes par d'autres banques centrales et des mesures prises par les gouvernements afin de stabiliser le système financier, on a constaté une embellie notable au cours des quatre derniers mois sur les marchés monétaires au pays et ailleurs [Graphiques : Écarts entre les taux interbancaires et les taux des swaps indexés sur le taux à un jour]. Depuis le début de l'année, une certaine amélioration au chapitre des émissions d'obligations de sociétés a aussi été observée. Toutefois, des problèmes subsistent au sein des marchés financiers. Plus particulièrement, les marchés secondaires des titres à revenu fixe restent peu liquides, les écarts de taux applicables aux opérations de pension visant les titres privés – dans l'éventualité, très improbable, où l'on peut obtenir un prix – sont dans bien des cas nettement plus élevés qu'avant la tourmente financière<sup>4</sup>, l'émission de papier commercial a diminué et il n'y a pas eu d'offre publique de titres à plus d'un jour adossés à des actifs depuis des mois.

C'est dans ces conditions que la Banque a annoncé, le 23 février, l'instauration d'un nouveau mécanisme de prise en pension à plus d'un jour de titres privés afin d'assurer un apport continu en liquidités à l'appui du fonctionnement efficace du marché des titres privés. Cette facilité élargie remplace le mécanisme de prise en pension à plus d'un jour visant des titres privés du marché monétaire qui était offert précédemment. Ses modalités d'application ont été annoncées le 6 mars<sup>5</sup>. La première adjudication aura lieu le 17 mars. Cette facilité de trésorerie devrait fournir un soutien indirect au crédit au Canada en contribuant à améliorer la liquidité du marché secondaire et à réduire les écarts de crédit, ce qui, à son tour, devrait permettre de stimuler l'émission de nouveaux titres de sociétés [Graphique : Indice des écarts corrigés en fonction des clauses optionnelles liées aux obligations de sociétés canadiennes].

Ce nouveau mécanisme de prise en pension à plus d'un jour de titres privés est destiné à un éventail plus large de participants aux marchés qui n'ont pas accès aux prises en pension ordinaires à plus d'un jour et qui peuvent ainsi conclure des opérations indirectement par l'entremise des négociants principaux. Cette facilité se distingue du mécanisme de prise en pension à plus d'un jour visant des titres privés du marché monétaire sous quatre aspects :

- 1) la gamme de titres admissibles, qui comprenait les titres privés du marché monétaire, a été élargie pour inclure les obligations de sociétés jouissant d'une note minimale de BBB, dont certaines peuvent être rachetées par anticipation;
- 2) les contreparties admissibles comptent maintenant les opérateurs de marché soumis aux réglementations fédérale ou provinciale dont le niveau d'activité sur les marchés des

---

<sup>4</sup> Même avant les perturbations, le marché des pensions de titres privés au Canada était très étroit.

<sup>5</sup> Voir [http://www.banqueducanada.ca/fr/avis\\_fmd/2009/not060309\\_pra\\_final-f.html](http://www.banqueducanada.ca/fr/avis_fmd/2009/not060309_pra_final-f.html).

obligations de sociétés est significatif, en plus des principaux participants aux marchés monétaires;

3) le taux minimal des soumissions a été nettement réduit, ainsi qu'il sied à une facilité qui n'est pas conçue uniquement pour servir de filet de sécurité;

4) l'échéance est passée de deux semaines à un ou trois mois.

Je tiens à souligner que la Banque mène en ce moment une consultation portant sur l'ajout possible des titres à plus d'un jour adossés à des actifs à sa liste de titres admissibles aux fins de cette facilité.

La Banque dispose d'un autre mécanisme d'octroi de liquidités, à savoir l'accord de swap de 30 milliards de dollars américains qu'elle a conclu avec la Réserve fédérale. Les accords de swap aident à éviter les goulots d'étranglement dans la distribution internationale de liquidités et peuvent permettre aux institutions nationales de se procurer des fonds en devises, dans ce cas particulier, en dollars américains. Toutefois, la Banque n'a pas eu à faire appel à cette facilité de crédit durant la crise et elle ne devrait pas avoir à y recourir, car la plupart des banques canadiennes ont des succursales ou des filiales aux États-Unis et peuvent donc se procurer des fonds en dollars É.-U. par le truchement du guichet d'escompte de la Réserve fédérale.

La Banque du Canada suit toujours de près la liquidité des marchés financiers et elle continuera d'assurer un apport exceptionnel en liquidités au système financier canadien tant que les conditions le justifieront. En outre, comme le gouverneur l'a précisé dans le discours qu'il a prononcé le 19 novembre 2008, la Banque examine attentivement les moyens par lesquels elle pourra assurer le fonctionnement continu des marchés à long terme<sup>6</sup>.

Je passerai maintenant au deuxième type de politiques, celles qui ont un effet sur la stabilité de l'ensemble du système financier. J'insisterai sur les politiques pouvant influencer sur le degré de procyclicité des prix des actifs financiers.

### **La stabilité du système financier – Une approche macroprudentielle visant la procyclicité des prix des actifs financiers**

Jusqu'à tout récemment, les politiques relatives au système financier étaient axées principalement sur les institutions individuelles et avaient pour but de limiter les dommages pouvant être causés au niveau d'*une seule institution* en difficulté. Il s'agit de l'approche dite « microprudentielle ».

Depuis quelques années, l'approche « macroprudentielle » en matière de réglementation du système financier suscite un intérêt croissant<sup>7</sup>. Celle-ci vise à prévenir ou limiter les

---

<sup>6</sup> M. Carney, *La création de marchés continus*, discours prononcé le 19 novembre 2008 devant la Chambre de commerce Canada-Royaume-Uni à Londres, en Angleterre, à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca/fr/discours/2008/sp08-14f.html>.

<sup>7</sup> Pour l'un des premiers exposés sur la question des politiques macroprudentielles, voir le document suivant, préparé par un groupe d'étude mis sur pied par les banques centrales des pays du Groupe des Dix : Banque des Règlements Internationaux, *Recent Innovations in International Banking*, Bâle, Suisse, 1986. Claudio Borio a donné une description plus complète de l'approche macroprudentielle dans *Towards a*

dommages que pourrait subir *l'ensemble du système financier*, et donc à éviter ou réduire les coûts économiques engendrés par l'instabilité financière. Une telle approche est nécessaire parce que les risques systémiques résultent de l'effet conjugué des mesures prises par les institutions et les marchés. Toutefois, l'élaboration d'une approche macroprudentielle efficace n'est pas chose aisée. Pour y parvenir, il est primordial de bien comprendre les liens complexes qui existent entre les institutions et entre les marchés, ainsi que la façon dont les divers facteurs peuvent accentuer la *procyclicité* du système financier, c'est-à-dire la tendance du comportement du système à amplifier les cycles financiers et économiques.

Une approche macroprudentielle bien pensée en matière d'analyse et de réglementation doit tenir compte de tous les aspects du système financier, y compris les mécanismes d'amplification inhérents au système et la possibilité de contagion. Jusqu'à maintenant, les discussions visant à faire avancer ce dossier ont surtout concerné les institutions financières, notamment leurs interactions et l'influence qu'ont sur leur comportement les pratiques générales relatives aux exigences de fonds propres et au provisionnement pour pertes sur prêts<sup>8</sup>. Il a été très peu question des effets du comportement des institutions sur celui des marchés financiers et des prix des actifs financiers. Je me concentrerai sur cette question aujourd'hui.

La réglementation et les pratiques des marchés liées aux fonds propres en ce qui a trait aux activités du portefeuille de négociation, aux mécanismes de gestion des risques au sein des institutions<sup>9</sup> et aux exigences de marge peuvent – surtout si elles sont trop axées sur la volatilité à court terme – induire de la procyclicité dans les prix des actifs et amplifier globalement la procyclicité de l'ensemble du système financier.

Je m'explique. Au fil du temps, la méthode de la valeur exposée au risque (VaR) s'est imposée non seulement dans les mécanismes de gestion des risques dans les institutions, mais aussi dans l'établissement par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire<sup>10</sup> des exigences de fonds propres au titre des portefeuilles de négociation des institutions, de même que dans la façon dont celles-ci conçoivent la détermination des exigences de marge pour leurs opérations de financement de titres ou des exigences de dépôt de garantie pour les produits dérivés de gré à gré. La méthode VaR se fonde essentiellement sur des données historiques récentes (la période considérée va normalement de un à

---

*Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?*, Banque des Règlements Internationaux, document de travail n° 128, février 2003, à l'adresse <http://www.bis.org/publ/work128.pdf?noframes=1>.

<sup>8</sup> Le gouverneur de la Banque du Canada, Mark Carney, a traité de la procyclicité de l'adéquation des fonds propres dans *De la sagesse rétrospective à la prévoyance*, discours prononcé le 17 décembre 2008 devant l'association Women in Capital Markets à Toronto, en Ontario. Le texte du discours peut être consulté à l'adresse suivante : <http://www.banqueducanada.ca/fr/discours/2008/sp08-16f.html>.

<sup>9</sup> Pour en savoir plus sur les leçons à tirer de la crise actuelle en ce qui a trait à la gestion des risques, voir Pierre Duguay, *La stabilité financière grâce à une saine gestion des risques*, discours prononcé le 8 janvier 2009 devant la section de Toronto de la Risk Management Association à Toronto, en Ontario, à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca/fr/discours/2009/sp09-1f.html>.

<sup>10</sup> L'amendement à l'accord de Bâle I sur les fonds propres pour son extension aux risques de marché, adopté en 1996, traite de la méthode fondée sur la valeur exposée au risque dans l'établissement des exigences de fonds propres applicables aux portefeuilles de négociation des banques.

soixante jours) pour estimer les pertes sur le portefeuille de négociation qui résulteraient d'un choc négatif dont la taille ne serait dépassée, selon les estimations, que 1 % du temps.

Des problèmes peuvent survenir lorsque la majorité des participants à un marché donné ont recours au même horizon historique à court terme pour calculer une VaR simple, qui est alors utilisée par les institutions pour gérer les risques correspondant à une allocation de capital économique donnée et pour déterminer tant leurs besoins en fonds propres réglementaires que les exigences de marge pour les contreparties. Lorsque c'est le cas, la dynamique des prix des actifs peut s'avérer très problématique si un choc considérable survient.

Examinons d'abord le cas d'une amélioration de la valeur fondamentale d'un actif donné. Le prix de cet actif augmenterait et, normalement, sa volatilité diminuerait. La VaR du portefeuille existant serait donc révisée à la baisse. Les exigences de fonds propres seraient alors réduites, le portefeuille de négociation détenu pour une allocation donnée de capital économique pourrait être plus important, et les exigences de marge pour les contreparties pourraient être allégées. Ces contreparties pourraient à leur tour jouer un rôle plus actif sur les marchés<sup>11</sup>, ce qui stimulerait les transactions pour un éventail plus large d'actifs et augmenterait du coup la liquidité des marchés. Le risque perçu s'estomperait à mesure que les prix des actifs grimperaient et que la volatilité continuerait de s'atténuer. Résultat, les prix et la volatilité s'inscriraient dans un « cercle vertueux », semblable à celui observé au cours de la période 2003-2006. Par contre, les risques pourraient alors être sous-estimés et les actifs, par le fait même, surévalués.

Voyons maintenant ce qui se produirait si un choc découlant d'un changement dans les facteurs fondamentaux faisait baisser le prix d'un actif ou si le retrait d'une institution importante d'un marché provoquait une hausse de la volatilité. Dans ce cas, tout serait inversé. L'augmentation de la VaR se traduirait par une réduction du portefeuille de négociation pour une allocation donnée de capital économique. Les exigences de marge pour les contreparties seraient relevées<sup>12</sup>. Les institutions vendraient alors leurs actifs, ce qui ferait baisser davantage les prix et amplifierait la volatilité. Un cercle vicieux s'ensuivrait (comme ce fut le cas dans la période qui a précédé le sauvetage de Bear Sterns et encore plus dans celle qui a suivi la chute de Lehman Brothers). Pour ceux d'entre vous qui sont présents sur les marchés des changes, je rappellerais qu'après la crise asiatique de 1997-1998, certains de ces mêmes facteurs étaient considérés comme étant responsables de cette crise<sup>13</sup>.

---

<sup>11</sup> Pour en savoir plus sur les « spirales de liquidité », voir M. K. Brunnermeier et L. H. Pedersen, « Market Liquidity and Funding Liquidity », dans *Review of Financial Studies* (à paraître).

<sup>12</sup> Les exigences de marge se sont nettement accrues depuis le début de la tourmente financière en août 2007, ce qui est mis en évidence dans Fonds monétaire international, *Global Financial Stability Report*, chapitre 1, encadré 1.5, p. 41-43, à l'adresse <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2008/02/pdf/text.pdf>.

<sup>13</sup> Voir, par exemple, A. Persaud, « Sending the Herd Off the Cliff Edge: The Disturbing Interaction Between Herding and Market-Sensitive Risk Management Practices », BRI, coll. « BIS Papers », n° 2, avril 2001, actes d'un atelier tenu à la Banque des Règlements Internationaux, à l'adresse <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap021.pdf>.

Il convient de souligner cependant qu'il est très exagéré de supposer que la majorité des participants à un marché ont recours aux mêmes dispositifs de gestion des risques fondés sur de courts échantillons de données historiques. Certains chercheurs affirment toutefois que le nombre d'institutions utilisant des mécanismes de gestion des risques très semblables est suffisant pour que la dynamique décrite ci-dessus puisse se concrétiser – et cela s'est produit – dans le monde réel par suite de chocs d'envergure<sup>14</sup>. Qui plus est, dans sa livraison du second semestre de 2007 du *Global Financial Stability Report*, le Fonds monétaire international concluait – en se basant sur des simulations qu'il avait effectuées et qui semblaient réalistes compte tenu des pratiques de gestion des risques suivies – que le comportement apparemment prudent d'entreprises individuelles, qui réagissaient en fonction de mécanismes de gestion des risques similaires, pouvait entraîner en période de tensions une amplification de la volatilité des marchés nettement supérieure à ce qui aurait été constaté normalement<sup>15</sup>. Selon certaines observations faites à la suite de l'effondrement de Lehman Brothers, ce genre de comportement de la part des entreprises a grandement contribué à l'intensification de la volatilité à l'automne 2008. Les analyses réalisées à ce sujet militent fortement en faveur de l'instauration d'une approche macroprudentielle.

*Orientations proposées en vue de composer avec la procyclicité des marchés financiers découlant de la VaR*

J'aimerais maintenant parler de ce que l'on peut faire pour diminuer la procyclicité des marchés financiers attribuable à l'utilisation de méthodes VaR qui dépendent trop d'échantillons courts de données historiques.

Deux grands principes ont été mis en avant. Premièrement, la VaR applicable au portefeuille de négociation devrait être calculée en tenant compte de la totalité du cycle, tout comme l'est la probabilité de défaillance pour les risques de crédit dans le portefeuille bancaire. Ce principe implique qu'il faudrait exploiter l'ensemble des données historiques dans le calcul de la distribution des pertes possibles pour une catégorie d'actifs ou un actif donné. Deuxièmement, la VaR devrait être estimée en fonction de conditions de crise hypothétiques, en particulier pour prendre en compte le niveau plus élevé de corrélation des pertes entre divers actifs ou catégories d'actifs. Il est bien connu que les corrélations entre les pertes dans les catégories d'actifs risqués augmentent considérablement (s'approchant de 1 parfois) lorsque le système financier est soumis à de vives tensions.

Malheureusement, un grand nombre d'entreprises n'effectuent pas ces calculs ou les font mais n'y donnent pas suite. Si toutes les entreprises calculaient les VaR en fonction de la totalité du cycle et de scénarios de crise et qu'elles agissaient en conséquence, une baisse de la volatilité à court terme n'influerait pas sur les VaR ainsi calculées, car celles-ci y sont insensibles. Cela signifie que les mécanismes d'amplification des mouvements des

---

<sup>14</sup> Voir A. Persaud, *ibid.*, et Comité sur le système financier mondial, *A Review of Financial Market Events in Autumn 1998*, BRI, publication n° 12 du Comité sur le système financier mondial, 1999. Ce dernier document comporte une section (voir page 14) sur le recours démesuré aux méthodes quantitatives.

<sup>15</sup> Fonds monétaire international, « Do Market Risk Management Techniques Amplify Systemic Risks? », dans *Global Financial Stability Report*, octobre 2007, p. 52-76.



prix et de la volatilité décrits ci-dessus n'entreraient pas en jeu dans les phases de forte expansion. Par contre, dans les périodes de recul des prix des actifs, une certaine amplification pourrait se produire si la baisse était suffisamment importante. À l'heure actuelle, les répercussions des actions menées par les institutions qui se fondent sur des VaR calculées sur des horizons à court terme sont très importantes. Si on laissait les entreprises effectuer leurs propres calculs de VaR sur tout le cycle et en fonction de scénarios de crise, les résultats seraient probablement bien moins semblables, et l'amplification, moins prononcée.

Passons maintenant aux orientations proposées. En premier lieu, l'établissement des exigences de fonds propres relatives aux portefeuilles de négociation des banques et des maisons de courtage selon le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et l'Organisation internationale des commissions de valeurs pourrait s'appuyer sur les méthodes VaR qui tiennent compte de la totalité du cycle et de conditions de crise. Récemment, le Comité a proposé d'aller dans cette direction en ajoutant une VaR fondée sur des scénarios de crise dans son calcul des fonds propres au titre des portefeuilles de négociation. En deuxième lieu, les organismes de réglementation pourraient inciter les institutions qu'ils régissent à améliorer leurs procédures internes de gestion des risques et en particulier à adopter une méthode VaR tenant compte du cycle dans son intégralité. En troisième lieu, les exigences minimales de marge pour les opérations de financement de titres et celles applicables au dépôt de garantie pour les transactions de produits dérivés de gré à gré pourraient être déterminées elles aussi en fonction du cycle intégral, et elles devraient demeurer constantes<sup>16</sup>. Pour ce faire, le recours à la réglementation serait peut-être nécessaire.

Enfin, le FMI trouve utile que certaines institutions ne soient pas soumises aux exigences de fonds propres réglementaires pour ce qui est de leur portefeuille de négociation, car cela leur permet de gérer les risques de manière plus indépendante<sup>17</sup>. Cette liberté d'action aurait tendance à accroître la liquidité des marchés, à réduire la volatilité et, par conséquent, à diminuer la procyclicité. Toutefois, les fortes hausses procycliques des exigences de marge empêchent en général ces institutions qui ont normalement recours au levier financier de participer aux marchés et de procurer la liquidité de marché nécessaire au moment où on en a le plus besoin.

Si toutes ces orientations étaient mises en œuvre, on observerait probablement une atténuation notable de la procyclicité des prix des actifs, en particulier celle qui résulte de l'érosion de la liquidité en période d'effondrement des prix et de brusque remontée de la volatilité.

---

<sup>16</sup> Le Counterparty Risk Management Policy Group a recommandé fortement aux participants aux marchés d'établir des exigences de marge et de dépôt de garantie qui restent stables au cours du cycle. CRMPG, *Containing Systemic Risk: The Road to Reform*, rapport du CRMPG-III, 6 août 2008.

<sup>17</sup> « Les entreprises privées qui ne sont pas tenues de calculer et de détenir un capital économique minimal peuvent tirer profit du comportement moutonnier possible d'autres participants, notamment des entreprises réglementées qui doivent appliquer des procédures de gestion des risques plus rigides. » [Traduction] Fonds monétaire international, *Global Financial Stability Report*, octobre 2007, p. 72.

## **Conclusion**

Une économie forte repose sur un système financier robuste. Il est important de veiller à ce que les politiques qui façonnent ce système soient conçues de manière non seulement à assurer le fonctionnement efficace des marchés financiers, mais aussi à en soutenir la stabilité à long terme.

La liquidité est essentielle au bon fonctionnement de l'économie, et les banques centrales ont un rôle important – et en constante évolution – à jouer en contribuant à maintenir la liquidité de marchés clés. Au cours de la dernière année et demie, la Banque du Canada a instauré de nouvelles facilités de trésorerie et élargi les facilités existantes. Bien que certains marchés demeurent perturbés, ces facilités ont aidé à restaurer la liquidité dans un certain nombre de marchés cruciaux. Nous suivons toujours la situation de près et nous continuerons d'assurer un apport exceptionnel en liquidités au système financier canadien tant que les conditions le justifieront.

La stabilité macrofinancière est tout aussi essentielle au bon fonctionnement de l'économie, et les banques centrales sont très bien placées pour la promouvoir en appuyant l'élaboration de politiques macroprudentielles, particulièrement celles qui touchent la diminution de la procyclicité des marchés financiers. Même si on a encore beaucoup de pain sur la planche, l'importance de cette question est de plus en plus reconnue.

Les progrès que nous avons accomplis et que nous faisons actuellement pour mettre au point des politiques efficaces visant le système financier aideront les marchés à recouvrer la santé. Ils contribueront en outre à rétablir la confiance ainsi qu'à bâtir une économie plus forte, affichant une expansion plus soutenable dans les années à venir.