



**Discours prononcé par Mark Carney
gouverneur de la Banque du Canada
devant l'Organisation internationale des commissions
de valeurs (OICV)
Montréal (Québec)
le 10 juin 2010**

LE TEXTE PRONONCÉ FAIT FOI

Le programme de réduction du risque systémique du G20

Introduction

Je suis ravi de participer à cette importante réunion. Elle arrive à un moment critique, alors que nous sommes tous affairés à réparer un système financier mondial qui a laissé tomber nos citoyens.

Face à cette défaillance, le G20 s'est doté d'un programme complet et radical pour redéfinir le système financier mondial. Les semaines et les mois à venir seront déterminants pour son succès. Le temps des débats et des discussions tire à sa fin. Les autorités publiques doivent maintenant prendre des décisions et les mettre en œuvre.

Les tensions récentes en Europe font ressortir cette urgence. La volatilité des marchés ces derniers mois tient à la fois à des forces macroéconomiques et à une intensification de l'incertitude entourant la réglementation. Une multitude de propositions isolées a semé la confusion quant aux enjeux et à l'objectif de la réforme de la réglementation. L'imposition de taxes et de règles peut-elle vraiment régler le problème des institutions trop grosses pour faire faillite? Les marchés font-ils partie du problème ou de la solution?

La fin de semaine dernière, à Busan, en Corée du Sud, les ministres des Finances et les gouverneurs de banque centrale des pays du G20 ont recentré leurs efforts sur les principales composantes du programme de réforme, à savoir les fonds propres, les mécanismes de résolution et l'infrastructure de marché. Plus tard ce mois-ci, à Toronto, on peut s'attendre à ce que les dirigeants des pays membres du G20 renforcent cette décision.

Aujourd'hui, je voudrais axer mes propos sur les principaux éléments du programme du G20, dont l'objectif est la création d'un système financier mondial plus résilient. Je traiterai tout d'abord de la nature du risque systémique puis des trois stratégies clés visant l'atténuation de celui-ci :

- accroître la résilience des institutions financières;
- augmenter la robustesse des marchés financiers;
- réduire l'interdépendance entre les institutions et entre les institutions et les marchés.

L'OICV joue un rôle important dans le processus du G20. Nous partageons le même objectif. La réduction du risque systémique est au cœur des principes de l'OICV. Vos efforts constants pour rehausser la protection des investisseurs et l'intégrité du marché contribueront aussi à bâtir un système financier plus résilient.

Le risque systémique

On entend par risque systémique la probabilité que le système financier cesse de fonctionner d'une manière propre à soutenir l'activité économique. Limiter le risque systémique est difficile, car cela suppose qu'il faut déterminer les éléments essentiels d'un système financier complexe et moderne. Ces éléments changent à mesure que le système évolue¹. En atténuant certains aspects du risque systémique, les décideurs publics ne manqueront pas d'en intensifier d'autres. Par conséquent, nous devons continuer à faire preuve de vigilance dans les années qui suivront la première grande vague de la réforme.

Un système entièrement à l'épreuve des risques n'est ni réalisable ni souhaitable. L'objectif n'est pas de faire en sorte que nos institutions accumulent tellement de fonds propres qu'on n'entende plus jamais parler d'elles comme source d'instabilité ou de croissance. Le défi réside dans l'atteinte d'un équilibre entre la résilience et l'efficacité.

La crise financière mondiale a mis au jour le sophisme de composition selon lequel des institutions financières individuelles robustes garantissent collectivement la fiabilité et la solidité de l'ensemble du système. Or, même le régime réglementaire microprudentiel le plus rigoureux peut être mis à mal par les risques systémiques. Ainsi, les décideurs publics reconnaissent maintenant que le risque systémique est le produit de la résilience des institutions financières, de la robustesse des marchés d'importance systémique et de l'interdépendance entre les institutions et les marchés.

À la base, la résilience des marchés et des institutions est fonction de la solvabilité et de la liquidité². Comme nous l'avons observé lors de la crise récente, l'incertitude entourant la solvabilité d'institutions financières provoque l'illiquidité des marchés, et des marchés illiquides peuvent entraîner l'insolvabilité d'institutions qui, dans d'autres circonstances, seraient solvables.

Toutefois, si la solvabilité et la liquidité sont reliées, la responsabilité de chacune retombe en définitive sur des agents différents³.

Fondamentalement, le secteur privé devrait assumer le risque d'insolvabilité, tout comme les agents privés s'approprient le rendement. La réglementation doit être conçue pour faire en sorte que ce soit le cas. En revanche, la liquidité est un bien social, car elle facilite les échanges entre les institutions. Même si les institutions individuelles sont responsables de la gestion de leurs propres liquidités afin d'amortir les chocs idiosyncrasiques, et que la liquidité doit être créée de façon endogène par les agents privés dans la plupart des conditions du marché, le fournisseur ultime de liquidités au système financier est le prêteur de dernier ressort – la banque centrale.

Mais la crise a révélé que la responsabilité de la liquidité n'incombe pas uniquement aux banques centrales. Il est maintenant clair qu'un système financier robuste repose sur la collaboration de tous les organismes de réglementation financière, car l'illiquidité peut être

¹ O. de Bandt et P. Hartmann (2002), « Systemic risks in banking », *Financial Crisis, Contagion and the Lender of Last Resort*, sous la direction de C. Goodhart et G. Illing, Oxford University Press (http://www.olivierdebandt.com/publications_en.html).

² Par exemple, dans la comptabilité fondée sur les valeurs de marché, les décotes imposées en cas d'illiquidité peuvent se traduire rapidement par des moins-values pouvant compromettre le niveau déclaré de capitalisation d'une institution financière.

³ J. Selody, « The Nature of Systemic Risk », *Managing Risk in the Financial System*, sous la direction de J. R. LaBrosse, R. Olivares-Caminal et D. Singh (Cheltenham, Edward Elgar), à paraître en 2011.

déclenchée par l'insolvabilité d'une seule institution, une infrastructure de mauvaise qualité ou un manque de transparence. Plus les décideurs publics réussiront à assurer une création solide de liquidité, plus nous pourrions être efficaces en ce qui a trait au montant de fonds propres requis pour nous protéger contre ce risque.

Dans ce contexte, les priorités du G20 devraient apparaître plus clairement. En particulier, le G20 poursuit trois stratégies clés en vue d'atténuer le risque systémique :

- accroître la résilience des institutions financières;
- augmenter la robustesse des marchés financiers;
- réduire l'interdépendance entre les institutions et entre les institutions et les marchés.

Toutes ces mesures sont nécessaires, car elles se renforcent mutuellement.

Permettez-moi de préciser ma pensée.

Accroître la résilience des institutions financières

La création d'institutions plus résilientes nécessite des capitaux en plus grande quantité et de meilleure qualité, une amélioration de la liquidité des bilans et une gestion accrue des risques. La crise a nettement fait ressortir le besoin de mieux cerner le risque de contrepartie, les risques de marché et une foule de créances contingentes. Les propositions de ce qu'il convient d'appeler Bâle III visent à résoudre bon nombre de ces questions⁴.

Les éléments les plus importants sont les suivants :

- Mettre en place des normes de liquidité mondiales qui soient suffisamment rigoureuses pour permettre à nos entreprises financières de résister à la volatilité future du système financier mondial.
- Accroître de façon notable la quantité, la qualité, la cohérence et la transparence des fonds propres de catégorie 1. Il est essentiel que ces fonds puissent absorber les pertes. Ils doivent donc être composés principalement de capitaux propres corporels.
- Introduire un ratio de levier en tant que mesure complémentaire du dispositif de Bâle II fondé sur le risque. Ce ratio devrait être facile à calculer et non contraignant dans des situations normales. En effet, il s'agit d'un mécanisme de sécurité conçu pour protéger contre des risques que les organismes de réglementation jugent faibles, mais qui en réalité ne le sont pas.
- Établir une réserve de fonds propres dont le niveau serait supérieur aux exigences réglementaires minimales afin d'assurer que les banques et les organismes de surveillance prennent rapidement des mesures correctives avant que les niveaux de fonds propres tombent en deçà du minimum requis. Il semblerait raisonnable que cette réserve soit suffisamment importante pour absorber les pertes subies lors de la dernière crise. Elle pourrait aussi varier au fil du temps, de manière à ce qu'elle soit à son maximum en périodes d'expansion rapide du crédit et d'intensification des risques systémiques et

⁴ <http://www.bis.org/press/p091217.htm>

réduite en périodes de tension pour faire en sorte que le flux de crédit ne soit pas entravé par des plafonds réglementaires⁵.

Des innovations majeures seront certes apportées, mais les propositions définitives issues de Bâle III concernant les fonds propres rendront, en général, le système financier mondial plus semblable à celui du Canada. La rigueur de la réglementation canadienne en matière de fonds propres s'est avérée un facteur déterminant – même s'il est loin d'être le seul – de la si bonne tenue du système financier canadien durant la crise.

Pour l'ensemble des pays, toutefois, les changements seront substantiels. Par conséquent, certains craignent que la mise en œuvre de ces réformes nuise à la reprise économique. Cette crainte est injustifiée, et ce, pour plusieurs raisons.

Premièrement, les modèles d'affaires et les comportements s'adapteront aux nouvelles règles. Par exemple, les mesures visant à accroître les fonds propres détenus pour la couverture des portefeuilles de négociation favoriseront la réaffectation de ces fonds vers les prêts traditionnels.

Deuxièmement, on peut s'attendre à ce que des éclaircissements soient apportés quant au calendrier de transition et aux clauses de droits acquis. Les décideurs publics des pays membres du G20 ont déclaré qu'ils avaient l'intention d'élaborer des règles adéquates puis de les appliquer progressivement, à mesure que les conditions financières s'amélioreront et que la reprise économique sera assurée, l'objectif étant de les mettre en œuvre d'ici la fin de 2012. Nous ne devrions pas sacrifier notre ambition pour ces mesures à la rapidité de la mise en œuvre, ni la reprise économique à un échéancier arbitraire.

Troisièmement, les décideurs envisagent un certain nombre de moyens pour accroître l'efficacité du système tout en limitant le relèvement des exigences de fonds propres. Parmi ceux-ci, mentionnons les fonds propres conditionnels, des réserves de fonds propres contracycliques afin de s'assurer que les fonds propres sont augmentés seulement lorsque cela est nécessaire, l'amélioration de la résilience des marchés financiers et le renforcement de l'efficacité des mécanismes de résolution.

Les décideurs comprennent qu'il est souhaitable d'apporter le plus de certitude possible le plus tôt possible. En ce moment, la définition des fonds propres, ce que l'on en déduit, les définitions des actifs pondérés en fonction des risques ainsi que l'étalonnage à la fois des exigences minimales et des réserves restent tous à mettre au point. Forts des évaluations d'impact réalisées récemment, les gouverneurs et les surintendants des organismes de surveillance s'efforceront de progresser rapidement, conformément à l'orientation donnée par les dirigeants du G20 d'achever ces travaux pour le Sommet de Séoul en novembre. Si nous pouvons terminer avant, nous le ferons.

Réduire l'interdépendance entre les institutions et les marchés

En fait, les initiatives que je viens de décrire diminuent la probabilité de défaillance d'une institution financière donnée. Le deuxième impératif du G20 consiste à atténuer l'incidence de toute défaillance qui pourrait survenir.

⁵ Les banques devraient disposer d'un niveau suffisant de fonds propres pour absorber les créances irrécouvrables et la diminution de la valeur des actifs du portefeuille de négociation associées à des modifications au titre des facteurs fondamentaux de l'économie. En revanche, ce serait un gaspillage de ressources d'exiger que les banques détiennent des réserves pour couvrir des pertes non réalisées qui surviendraient simplement en raison d'un dérapage des prix des marchés provoqué par des facteurs temporaires, comme un manque de liquidités sur les marchés.

Un système financier plus résilient doit être capable de résister à la faillite de n'importe laquelle des institutions financières qui le composent. Aussi bien dans les cas de Bear Stearns et d'Hypo Real Estate que de Lehman Brothers, les marchés n'ont pas été à la hauteur.

Aujourd'hui, après l'adoption d'un train de mesures exceptionnelles mais nécessaires pour assurer le fonctionnement continu du système, nous nageons en plein aléa moral. Si rien n'est fait, la situation va fausser le comportement du secteur privé et gonfler les coûts du secteur public.

C'est pourquoi il se dégage une ferme conviction parmi les décideurs publics que, dans les crises à venir, les pertes devront être assumées par les institutions mêmes. C'est-à-dire par les dirigeants, les actionnaires et les créanciers, et non par les contribuables.

Les mesures visant à soumettre pleinement les entreprises à la sanction ultime du marché réduiront également l'interdépendance entre les institutions. Voici quelques-unes des priorités mises en avant.

- Les organismes de réglementation devraient tous instituer des régimes d'intervention graduelle afin de pouvoir déceler les problèmes rapidement (comme c'est le cas au Canada).
- Les banques elles-mêmes devraient faire leur « testament biologique », c'est-à-dire élaborer des plans de liquidation ordonnée si elles venaient à faire faillite. La démarche aura à tout le moins le mérite de souligner le caractère partagé des responsabilités en matière de stabilité financière et de permettre aux organismes de réglementation de mieux comprendre les modèles d'affaires des entreprises.
- Le comité de surveillance de Bâle a convenu de réduire le risque systémique associé à la défaillance de banques présentes dans plusieurs pays. Fermer une institution multinationale est une tâche d'une difficulté inouïe, mais si aucun progrès n'est fait à ce chapitre, l'efficacité du système mondial diminuera probablement, et peut-être de beaucoup.

Selon la Banque, une série de propositions créatives visant à résoudre les externalités négatives créées par les institutions financières d'importance systémique constitue une approche moins prometteuse. Bon nombre de ces propositions exigent que les autorités décident quelles institutions devraient être considérées comme étant d'importance systémique. Cependant, il est difficile de mesurer l'importance systémique, et le fait de procéder à une telle désignation peut occasionner un aléa moral. Une fois accordée, pourrait-elle être révoquée? Nous avons le devoir de diminuer l'aléa moral au sein du système financier et non de l'accentuer.

Comme le ministre Flaherty l'a écrit à ses collègues du G20, le Canada est d'avis que les options doivent toutes respecter impérativement les principes d'un régime de résolution robuste, notamment :

- une répartition appropriée des pertes pour diminuer l'aléa moral et protéger les contribuables;
- la certitude que les services relatifs aux fonctions critiques et ceux destinés aux déposants assurés seront fournis, et ce, en continu;
- la préservation de la valeur de la marque de l'entreprise;
- la crédibilité du régime auprès des institutions financières faisant office de contreparties, *ex ante*;

- une coordination et une coopération efficaces des pays en cas de défaillance d'une institution en contexte transfrontalier.

L'une des avenues prometteuses à cet égard consiste à intégrer un mécanisme de fonds propres conditionnels aux émissions de titres de dette et d'actions privilégiées des institutions financières. Les fonds propres conditionnels sont des titres qu'une institution financière convertit en fonds propres lorsqu'elle éprouve de sérieuses difficultés; elle reconstitue ainsi son capital sans que l'on ait recours à l'argent des contribuables. On pourrait intégrer les conversions conditionnelles dans toutes les nouvelles émissions de titres de créance de premier rang non garantis et de titres de créance subordonnée et créer de la sorte une approche globale fondée sur la mise à contribution du secteur privé. Une telle approche serait aussi un bon moyen de discipliner les dirigeants, puisque les actionnaires ordinaires seraient incités à faire preuve de prudence, ne voulant pas voir leurs intérêts dans l'institution dilapidés à la perspective d'une conversion.

Bâtir des marchés résilients

La troisième stratégie d'atténuation du risque systémique consiste à accroître la résilience des marchés financiers au moyen d'initiatives visant à améliorer l'infrastructure et à renforcer la transparence.

L'ouverture permanente des marchés financiers est essentielle pour qu'un système puisse résister aux défaillances. Pour que les marchés demeurent ouverts en continu, il faut des politiques et une infrastructure qui favorisent la création de liquidité par le secteur privé en temps normal et permettent à la banque centrale de fournir un soutien en temps de crise. La pierre angulaire est constituée de systèmes de compensation et de règlement dotés d'éléments de limitation des risques, en particulier des contreparties centrales de compensation.

Lorsqu'elles sont bien protégées contre les risques, ces contreparties jouent un rôle de pare-feu, empêchant la propagation des chocs liés aux défaillances parmi les principaux participants aux marchés. Qui plus est, en cas de défaillance d'un seul participant, la procédure normalisée employée par une contrepartie centrale peut contribuer au dénouement ordonné des positions du participant, ce qui permet d'éviter une « vente en catastrophe » et d'atténuer les retombées négatives sur d'autres marchés.

C'est pourquoi la Banque du Canada a appuyé la création d'une contrepartie centrale de compensation nationale pour les opérations de pension en dollars canadiens, qui devrait être inaugurée plus tard cette année. Elle travaille d'ailleurs en collaboration avec ses partenaires canadiens au développement d'une infrastructure similaire pour les marchés des produits dérivés négociés de gré à gré. Les efforts déployés actuellement par le G20 pour transférer la négociation des produits dérivés de gré à gré standardisés aux chambres de compensation offrent des avantages semblables.

Les organismes de réglementation des valeurs mobilières et les banques centrales ont un intérêt commun, celui de veiller à ce que la nouvelle infrastructure soit protégée adéquatement contre les risques. L'OICV a récemment fourni des orientations précieuses concernant les pratiques de gestion des risques à employer par les contreparties centrales chargées de la compensation de produits dérivés de gré à gré⁶. Les banques centrales attendent avec impatience les résultats de

⁶ Orientations données aux contreparties centrales de compensation des produits dérivés de gré à gré concernant l'application des *Recommandations pour les contreparties centrales*, rapport du groupe de travail conjoint CSPR-OICV, novembre 2004.

vos consultations à ce sujet, qui devraient servir à établir des normes robustes afin de faire en sorte que ces contreparties satisfassent aux critères les plus élevés en matière de contrôle des risques.

Le risque systémique peut également être atténué en améliorant l'information et l'accès à celle-ci. Cela réduit l'asymétrie d'information, facilite le processus d'évaluation et favorise, par conséquent, l'efficacité et la stabilité des marchés. Les investisseurs sont aussi mieux protégés, car ils sont à même de prendre des décisions éclairées et soumis à des règles plus équitables. L'incertitude planant sur la valeur des actifs s'en trouve amoindrie, ce qui accroît la confiance des marchés, diminue la probabilité d'une volatilité induite des prix et réduit le risque de contagion, les spirales de liquidité et la paralysie des marchés.

Les référentiels centraux de données constituent un élément fondamental des engagements du G20 visant à accroître la transparence des marchés des produits dérivés négociés de gré à gré. Ils permettraient de réduire le risque systémique et favoriseraient l'intégrité du marché et la protection des investisseurs en fournissant notamment de l'information sur l'encours total des positions, le volume des transactions, les données agrégées sur les règlements et l'établissement du niveau des prix des transactions. Le recours accru aux plateformes de négociation électroniques pourrait aussi améliorer la transparence des prix et, ce faisant, concourir à la liquidité et à l'efficacité du marché et en uniformiser les règles du jeu pour les participants.

La nécessité d'une transparence renforcée concerne aussi les autres marchés d'importance systémique, dont celui de la titrisation. La nature des produits titrisés milite en faveur d'exigences de déclaration différentes de celles des titres de sociétés traditionnels (et probablement plus grandes). L'OICV a reconnu ce fait, à juste titre, dans les principes de déclaration relatifs aux émissions publiques et aux inscriptions de titres adossés à des actifs qu'elle a fait paraître dernièrement⁷. La façon dont les organismes de réglementation des valeurs mobilières appliqueront ces principes sur leur territoire de compétence respectif pourrait avoir des implications notables pour le niveau de risque systémique au sein des marchés de la titrisation.

La collaboration entre les autorités prudentielles, les organismes de réglementation des valeurs mobilières et les banques centrales est indispensable. Pour tirer pleinement parti des avantages de la nouvelle infrastructure, nous devons unir nos efforts afin d'établir des contreparties centrales et des référentiels centraux de données à l'échelle du globe et de mettre en place une surveillance et des ententes juridiques appropriées. Il faudra peut-être ajouter à cela des modalités nationales dans les cas où l'accès local est inadéquat.

Tout est lié

Tout comme le risque systémique est le produit d'interrelations au sein du système financier, les réformes du G20 se renforcent mutuellement.

En particulier, il faudrait que les exigences de fonds propres augmentent les incitatifs au traitement centralisé de produits standardisés. En d'autres termes, le recours aux produits dérivés standardisés devrait comporter des avantages au titre des exigences de fonds propres, et un risque de base limité ne devrait pas mener à l'imposition d'exigences exagérées. Les transactions « sur

⁷ <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD318.pdf>

mesure » auront encore leur place, mais elles devraient être soumises à des exigences de fonds propres plus élevées afin que le régime incitatif soit cohérent.

On peut recourir à un certain nombre de stratégies pour accroître la liquidité. Des processus de résolution plus efficaces aideront les marchés à résister aux défaillances des participants, favorisant ainsi la liquidité quelles que soient les conditions du marché. Des mesures pour développer des marchés de financement toujours ouverts, comme l'établissement de contreparties centrales de compensation, devraient multiplier les options en matière de liquidité, de même qu'une amélioration de l'efficacité de la titrisation. Les mécanismes d'octroi de liquidités des banques centrales devraient renforcer le fonctionnement continu des marchés et, peut-être, les réformes au chapitre de la titrisation. Cette dernière accroîtra elle aussi les options en matière de liquidité.

Fondamentalement, plus l'infrastructure de marché et les mécanismes de résolution sont efficaces, plus les exigences globales en matière de fonds propres pour les banques sont faibles et plus l'ensemble du système est efficient.

Conclusion

Les dirigeants des pays membres du G20 ont prescrit une série de réformes visant à solidifier le système financier mondial. Il s'agit non pas de changements mineurs, mais bien de changements radicaux.

Il est essentiel d'accorder la priorité à la réduction efficace du risque systémique. Cela signifie qu'il faut veiller à ce que chaque institution financière soit à la fois plus forte et moins importante sur le plan systémique, que plus d'options soient offertes en matière de liquidité quelles que soient les conditions du marché, et que la somme des réformes se renforce elle-même et mette à contribution les marchés pour atténuer le risque systémique. Les organismes de réglementation et les banques centrales sont en train d'élaborer ces solutions en collaboration plus étroite.

Les efforts déployés par l'OICV sont au cœur de cette activité. Je vous suis reconnaissant de l'importance que vous accordez à ce programme primordial et je vous remercie de votre attention.