



**Discours prononcé par Tiff Macklem  
premier sous-gouverneur  
de la Banque du Canada  
à la Conférence nationale  
sur l'assurance au Canada  
Vancouver (Colombie-Britannique)  
le 27 septembre 2011**

LE TEXTE PRONONCÉ FAIT FOI

## La gestion des risques dans le nouveau paysage économique mondial

C'est un grand plaisir pour moi de prendre la parole ici, à Vancouver, dans le cadre de la Conférence nationale sur l'assurance au Canada de cette année. Peu d'industries en savent plus sur les conséquences personnelles, économiques et financières des catastrophes, ou des « événements extrêmes », comme les spécialistes de l'assurance se plaisent à les appeler. Et peu s'y connaissent plus en matière de gestion des risques.

J'aimerais aujourd'hui aborder ces deux sujets : les événements extrêmes et la gestion publique et privée des risques qui s'ensuit.

Ce matin, vous avez discuté de l'assurance contre les tremblements de terre. Les séismes, tout comme les autres catastrophes naturelles (tsunamis, ouragans ou tempêtes de pluie verglaçante, par exemple) sont des événements extrêmes entièrement exogènes – des cas de force majeure, si vous préférez. On ne peut les prévenir, mais on peut en limiter les conséquences en renforçant notre résilience et en y réagissant rapidement et efficacement. Votre industrie, bien entendu, joue un rôle vital à cet égard en aidant les ménages et les entreprises à atténuer les répercussions des catastrophes naturelles.

Les autres événements extrêmes sont endogènes, c'est-à-dire d'origine humaine. La crise financière récente entre dans cette catégorie. La crise qui a débuté en août 2007 et explosé à l'automne 2008 est une catastrophe que nous nous sommes infligée à nous-mêmes. Le système financier était fragile et il s'est effondré. Nous en payons encore la note. Et nous continuerons de la payer pendant de nombreuses années.

La récession mondiale qui a suivi la crise financière a été la plus profonde que l'on ait connue depuis la Grande Dépression. Et nous nous retrouvons aujourd'hui deux ans après le début de ce qui s'annonce être la reprise la plus faible depuis la Grande Dépression. Voilà le nouveau paysage économique et financier auquel nous sommes confrontés. Et s'il n'est peut-être pas à la hauteur de nos attentes, il ne devrait pas particulièrement nous étonner.

L'histoire nous enseigne que la récession qui suit une crise financière est plus grande qu'une récession normale. En moyenne, la perte de production pendant une récession qui succède à une crise financière est deux à trois fois supérieure à ce qu'elle serait durant une récession normale. La production recule davantage pendant une récession issue d'une crise financière. En temps normal, plus la récession est profonde, plus la reprise est vigoureuse. Ce n'est cependant pas le cas lorsqu'il y a crise financière. La reprise qui fait suite à une crise financière est plus lente. En règle générale, la production prend deux fois plus de temps pour retourner au niveau auquel elle se situait avant la récession après une crise financière qu'au cours d'une reprise normale, et elle subit une réduction permanente par rapport au profil de croissance qu'elle affichait avant la crise.

La principale raison en est que la crise financière laisse derrière elle une dette considérable, et le remboursement de cette dette agit comme un boulet sur l'économie, boulet dont on ne parvient à se libérer qu'après de nombreuses années. Si nous avions oublié cette leçon de l'histoire, les données économiques et financières récentes sont venues nous rappeler que, dans un monde submergé par les dettes, l'assainissement du bilan des banques, des ménages et des États va prendre des années.

Le Canada a mieux résisté à la crise que la plupart des économies avancées. Ici, la récession, quoique grave, a été moins profonde et plus brève que dans bien d'autres pays, et la reprise se heurte à peu d'obstacles internes. Les banques canadiennes comptent parmi les plus robustes du monde, et notre pays est celui du G7 qui affiche la meilleure situation budgétaire. Cela dit, la reprise anémique aux États-Unis, la vigueur persistante du dollar canadien ainsi que les risques élevés à l'échelle du globe pèsent tous sur la croissance de notre économie.

Ce nouveau paysage économique mondial plus modeste comporte des implications pour certains enjeux. Je développerai trois d'entre eux sous les rubriques du risque souverain, du déplacement du centre de gravité économique et de la persistance des bas taux d'intérêt. Je dirai ensuite quelques mots au sujet de la gestion privée des risques dans ce nouveau paysage, et des priorités qu'il faut fixer sur le plan des politiques publiques pour soutenir la reprise et favoriser la stabilité financière.

## **Le risque souverain**

Commençons par le risque souverain. L'enjeu immédiat concerne l'Europe. Je ne vous apprendrai rien en vous disant que les tensions budgétaires et financières sur le vieux continent sont vives.

L'élargissement des écarts souverains sur un ensemble croissant d'obligations de pays de la zone euro remet en cause la viabilité budgétaire de ces pays. La principale conséquence est l'accentuation des difficultés de financement des banques européennes. La plupart ont vu leurs coûts de financement augmenter fortement, leur accès aux marchés financiers diminuer et leurs actions s'échanger à des cours historiquement bas par rapport à la valeur de leurs actifs. Ces difficultés se trouvent aggravées par l'impossibilité d'un réalignement des devises au sein d'une union monétaire. Sans l'option de dévaluation, des ajustements déflationnistes prolongés s'imposent dans les pays qui doivent rétablir leur compétitivité.

Si la situation en Europe exige une attention immédiate, la nécessité de mesures convenues visant à restaurer la viabilité des finances publiques aux États-Unis et au Japon n'en est pas moins importante. L'incertitude entourant la capacité du processus politique à réaliser les ajustements nécessaires s'est accrue, comme en témoignent les récentes rétrogradations de notes de crédit souveraines.

Ces difficultés budgétaires sont gérables si la volonté politique nécessaire existe et que les mesures sont mises en œuvre correctement, mais tant qu'il leur faudra refinancer des dettes importantes, les emprunteurs souverains demeureront vulnérables aux fluctuations de la croissance mondiale et aux changements d'opinion des investisseurs. Nous sommes en présence d'un contexte fondamentalement différent, dans lequel la dette publique ne peut plus être considérée comme un actif sans risque dans de nombreux pays avancés. Compte tenu du rôle central que jouent les engagements de l'État dans le système financier, des préoccupations prolongées quant au risque souverain pourraient avoir de profondes implications pour le fonctionnement du système financier. En particulier, le rôle des obligations d'État en tant que point de référence pour les prix d'un vaste éventail d'actifs financiers risque de s'éroder.

## **Le déplacement du centre de gravité économique**

Une deuxième conséquence d'une faible reprise dans les pays avancés est l'accélération du déplacement du centre de gravité économique vers les marchés émergents. Cette tendance n'est pas nouvelle, mais elle s'est amplifiée considérablement.

L'écart entre le rythme d'expansion des pays avancés et celui des pays émergents s'est fortement creusé. Les économies de marché émergentes comptent maintenant pour près de 80 % de la croissance à l'échelle du globe, contre seulement le tiers au début du millénaire.

L'amélioration de la gestion économique dans les marchés émergents a eu pour effet d'augmenter leur croissance potentielle et de réduire le risque qu'ils présentent. Et comme la plupart des portefeuilles sont sous-exposés à ces marchés, accroître cette exposition est susceptible de stimuler les rendements sans prise de risques excessifs. Évidemment, les économies de marché émergentes ne constituent pas une catégorie d'actifs homogène. Elles offrent une marge de volatilité plus grande et une gamme de possibilités plus étendue que les investisseurs doivent prendre en considération.

Les fortes entrées et les sorties soudaines de capitaux peuvent poser des défis tant pour les marchés émergents que pour les investisseurs. En particulier, il y a un risque que des afflux de capitaux entraînent la formation de bulles d'actifs. Une réaffectation de seulement 5 % des portefeuilles d'investissements des économies avancées vers les marchés émergents se traduirait par un flux potentiel de 1,6 billion de dollars, soit huit fois les flux d'investissements de portefeuille sous forme de participations vers toutes les économies émergentes. Il s'agit là d'un choc considérable.

La croissance robuste des pays émergents est une source de vigueur qui vient à point nommé pour l'économie mondiale. Rappelons toutefois qu'une croissance vigoureuse s'accompagne du risque d'une surchauffe suivie d'une correction

abrupte. Il pourrait y avoir cohue à la sortie pour les investisseurs. Ce sont là des risques que les investisseurs privés et les autorités publiques doivent gérer.

## **La persistance des bas taux d'intérêt**

Le dernier élément de ce nouveau paysage économique que je voulais aborder est la persistance du bas niveau des taux d'intérêt.

Étant donné la faiblesse de la reprise aux États-Unis et en Europe et le fait que la demande privée hésite encore à prendre le relais des mesures publiques de relance, on peut raisonnablement s'attendre à ce que les taux directeurs demeurent inférieurs à la normale pendant encore un bon moment. Bien qu'elles fournissent une impulsion nécessaire, les périodes prolongées de taux inhabituellement bas peuvent contribuer à une prise de risques excessifs. Elles peuvent embrouiller l'évaluation des risques financiers, provoquer une quête de rendement et retarder les ajustements des bilans.

Les périodes prolongées de bas taux d'intérêt sont particulièrement préoccupantes pour les compagnies d'assurance et les fonds de pension qui garantissent à leurs bénéficiaires des rendements ou des prestations. Vous avez fait des promesses que vous devez tenir. Et en réduisant le rendement des actifs et en augmentant la valeur actuelle nette des passifs, une longue période de bas taux d'intérêt rend ces garanties plus difficiles à honorer.

Afin d'éviter les manques à gagner potentiels, les investisseurs en quête de rendement pourraient transférer leurs fonds dans des actifs plus risqués. Au premier semestre de 2011, on a assisté à un accroissement marqué de l'exposition à un large éventail d'actifs risqués offrant des rendements plus élevés – et affichant une plus grande volatilité –, notamment des obligations à rendement élevé, des prêts à effet de levier, des actions et des titres d'emprunt de marchés émergents ainsi que des produits de base. Les données relatives aux émissions, aux cours et aux flux dans plusieurs marchés ont mis en évidence la tolérance croissante au risque, ce qui a permis le retour des instruments financiers plus risqués et plus complexes sur les marchés financiers.

L'appétit des investisseurs pour le risque ayant fortement diminué ces dernières semaines, la quête de rendement s'est transformée en une quête de sécurité. Ce revirement a eu pour effet de faire chuter considérablement les prix des actifs risqués et de propulser ceux des actifs perçus comme des valeurs refuges à des sommets historiques. De fait, dans un monde caractérisé par une dette souveraine élevée, une croissance atone et une quête de rendement provoquée par une longue période de bas taux d'intérêt, l'incidence d'une nouvelle information aura tendance à être amplifiée. Pour les investisseurs, cela signifie faire face à une volatilité accrue.

Bref, la crise nous a laissé en héritage un paysage économique hérissé de pièges, où l'on met l'accent sur la gestion des risques dans le secteur privé et l'atténuation des risques dans le secteur public. Permettez-moi de dire quelques mots sur chacun de ces points.

## **Le renforcement de la gestion des risques dans le secteur privé**

L'investisseur à long terme doit modifier fondamentalement son comportement. Il doit cesser de se fixer un objectif de rendement et examiner son seuil de tolérance au risque, puis mesurer et gérer celui-ci en fonction de ce seuil. La crise permet de tirer des enseignements clairs en matière de mesure et de gestion des risques et fait ressortir la nécessité de se doter d'outils d'évaluation des risques plus performants et de systèmes d'information plus perfectionnés, de favoriser une meilleure mise en commun de l'information et une communication plus efficace, et d'adopter des pratiques de gouvernance et de rémunération améliorées.

Pour évaluer le risque que se produise un événement extrême, comme un tremblement de terre de grande amplitude, les spécialistes de l'assurance n'utilisent pas de brèves périodes de données, car celles-ci contiendraient très peu de séismes de ce type, voire aucun. Pourtant, les gestionnaires de risques financiers se servent couramment d'outils comme des modèles de valeur exposée au risque (VaR), qui utilisent des périodes relativement limitées de données récentes, pour évaluer la probabilité d'une perte financière. Il y aurait donc lieu de faire appel à de meilleurs outils pour mesurer correctement le risque financier, des outils capables de cerner les événements extrêmes et d'atténuer la procyclicité. En particulier, il faut utiliser des périodes de données plus longues et jumeler les outils standards à d'autres méthodes, comme les simulations de crise, qui permettent aux gestionnaires de risques d'explorer les implications d'événements extrêmes.

Des systèmes d'information plus perfectionnés aideront les entreprises à mesurer les risques et à cerner les vulnérabilités. La crise financière a mis en évidence la nécessité de faire preuve de vigilance en ce qui a trait aux nouveaux produits et instruments et, en particulier, d'éviter ceux comportant un effet de levier intrinsèque qui est extrêmement difficile à mesurer. Nous devons être capables de mesurer et de quantifier les risques, et ceux-ci doivent être compris et pris en considération d'un secteur d'activité à l'autre. Il faut pour ce faire établir des limites et des contrôles qui tiennent compte de l'ampleur des risques que l'entreprise peut assumer et mettre en place des mécanismes de conformité fiables.

Une gouvernance rigoureuse est indispensable pour garantir un investissement approprié dans la gestion des risques et l'application des principes connexes. Les conseils d'administration doivent prendre part à l'établissement de seuils de tolérance au risque et à la surveillance de la gestion des risques. Les administrateurs doivent s'interroger sur les taux de croissance dans l'entreprise et évaluer si les contrôles sont adaptés aux risques et si l'entreprise est résiliente aux chocs. Les membres des conseils d'administration doivent donc posséder une expertise dans les domaines bancaire, de l'assurance et de la gestion des risques.

Les conseils d'administration ont aussi un rôle important à jouer pour s'assurer que les systèmes de rémunération font partie d'une stratégie intégrée de gestion des risques. Lier les primes aux profits à court terme sans tenir compte comme il se doit des risques à long terme ouvre la porte à une prise de risques excessifs.

Le Conseil de stabilité financière a défini des principes menant à de saines pratiques de rémunération qui rattachent la rémunération à la prudence en matière de prise de risques. Ces principes doivent être appliqués à l'ensemble du système de façon à ce que les règles du jeu soient uniformisées pour les professionnels et les entreprises.

Enfin, les entreprises financières, les agences de notation du crédit et les conseillers financiers doivent mieux informer leurs clients sur la qualité et les risques inhérents des produits. Pour ce faire, il faudra utiliser des termes plus simples, améliorer la compréhension qu'a le public des questions financières et accroître la protection des consommateurs. Il s'agit d'une responsabilité que partagent les secteurs privé et public, qui ont tous deux beaucoup à apprendre à propos des méthodes les plus efficaces.

## **Les priorités en matière de politiques publiques**

Dans la situation qui nous occupe, une saine gestion des risques s'impose et, pour améliorer la situation, il faut atténuer les risques. La contribution que les politiques publiques peuvent apporter est déterminante à cet égard.

L'histoire nous enseigne que les reprises qui succèdent aux crises financières sont malheureusement graduelles et en dents de scie, mais nul ne peut prédire l'avenir. Le rôle des politiques publiques dans la poursuite de la reprise et la stabilité financière est prépondérant.

Il ne fait aucun doute que les importantes mesures de relance monétaire et budgétaire menées de façon concertée et à point nommé par les pays du G20 en 2008-2009 ont permis d'éviter un désastre beaucoup plus grave. Mais aujourd'hui, l'incertitude entourant la volonté d'agir des décideurs publics fait maintenant partie du problème. Cela doit changer.

Les autorités européennes doivent intervenir de manière décisive afin de contenir la crise de leur dette souveraine. Il faut tout d'abord que les principaux pays concernés mettent en œuvre leurs plans d'austérité budgétaire et que l'ensemble des mesures annoncées soient appliquées en vue d'accroître la flexibilité du Fonds européen de stabilité financière. Mais il faudra en faire plus. Les priorités immédiates concernent la mise en place d'un filet de sécurité en matière de financement destiné aux pays souverains vulnérables d'Europe qui soit adapté à l'ampleur du problème et d'un plan détaillé en matière de fonds propres pour les banques européennes. À notre avis, on doit pour ce faire tirer parti plus efficacement des ressources européennes existantes. À ces mesures devront s'ajouter une refonte des normes de gouvernance et la mise en œuvre de mécanismes budgétaires crédibles au sein de l'Union monétaire européenne.

Dans les autres pays avancés, la priorité doit être accordée à la conclusion d'une entente concernant des plans crédibles, concrets et réalisables afin de restaurer la viabilité des finances publiques, conformément aux engagements pris lors du sommet du G20 l'an dernier à Toronto.

Dans bien des économies émergentes, une plus grande flexibilité des taux de change s'impose afin de mieux gérer les pressions de la demande et les risques inflationnistes tout en facilitant un rééquilibrage de la demande mondiale. Une flexibilité accrue du taux de change de la devise chinoise par rapport au dollar

américain est nécessaire pour favoriser la reprise aux États-Unis et maîtriser l'inflation en Chine.

Enfin, les pays avancés et émergents doivent mettre en place le programme convenu de réforme de la réglementation financière afin d'accroître la résilience du système financier pour que celui-ci réponde mieux aux besoins des ménages et des entreprises.

Face à un contexte extérieur difficile, la Banque du Canada continuera à favoriser l'expansion économique du pays en maintenant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible.

Depuis l'éclatement de la crise il y a quatre ans, la Banque a démontré sa rapidité à réagir dans la conduite de la politique monétaire. Elle est intervenue promptement et de façon énergique durant la récession. À mesure que la reprise au Canada a progressé, elle a insisté sur le fait qu'elle ferait preuve de prudence en ce qui a trait à toute réduction possible du degré de détente monétaire.

## **Conclusion**

Permettez-moi de conclure.

Les reprises consécutives à des crises financières ressemblent davantage à une convalescence. Pour les investisseurs du secteur privé, les principes de base d'une saine gestion de portefeuilles n'ont pas changé, contrairement au paysage économique. La dette souveraine n'est plus considérée comme un actif sans risque, le déplacement du centre de gravité économique vers les économies émergentes s'est accéléré et la persistance du bas niveau des taux d'intérêt modifie les comportements et met à l'épreuve certains modèles d'affaires. Le secteur privé est en grande partie responsable des excès qui ont été commis au cœur de la crise financière en 2008-2009. La gestion des risques peut et devrait être renforcée et adaptée aux nouvelles réalités.

La contribution des politiques publiques à l'atténuation des risques macroéconomiques systémiques est cruciale. D'autres mesures sont nécessaires pour contenir les risques souverains, favoriser un rééquilibrage de la demande mondiale et mettre en place la réforme de la réglementation financière.

L'avenir s'annonce prometteur pour le nouveau paysage économique. Il est encore loin mais, si nous progressons résolument dans la bonne direction, nous y parviendrons en toute sécurité.

Je vous remercie de votre attention.