



**Discours prononcé par Mark Carney  
gouverneur de la Banque du Canada  
devant la Chambre de commerce  
Canada–Royaume-Uni  
Londres (Royaume-Uni)  
le 8 novembre 2011**

LE TEXTE PRONONCÉ FAIT FOI

## La liquidité mondiale

### Introduction

C'est un plaisir pour moi d'être à Londres et un honneur de prendre la parole à Drapers' Hall.

Cet immeuble magnifique a été pendant des siècles le lieu de rencontre des marchands de textile. Aux XV<sup>e</sup> et XVI<sup>e</sup> siècles, la Drapers' Company était l'une des plus importantes corporations de la City. Elle détenait des pouvoirs étendus de réglementation du commerce du drap dans la City de Londres, établissant l'étafelon de mesure du prix de vente du drap et contrôlant la vente de celui-ci dans les foires tenues dans la City. Les négociants pouvaient vendre leur drap uniquement à un membre de la corporation et, comme en témoignent les portraits qui ornent ces murs, ce monopole était très profitable pour les gens de l'intérieur. Il était, toutefois, nettement moins avantageux pour les gens de l'extérieur et c'est ainsi que la Drapers' Company a fini par perdre la mainmise sur ce marché.

Au XVII<sup>e</sup> siècle, le commerce s'est déplacé à l'extérieur de la City et les pouvoirs des corporations en matière de réglementation ont diminué. À la longue, libérée des restrictions des guildes, une industrie mondiale du textile très concurrentielle est devenue l'un des piliers de l'Empire britannique. Même si la laine avait bien rapporté, le textile a été à l'origine d'un siècle de prospérité inégalée.

Il existe un parallèle avec la place qu'occupe Londres au sein de la finance internationale. La City a rétabli sa suprématie à la suite de la déréglementation, au milieu des années 1980, du milieu fermé que constituait le système financier britannique. La réduction subséquente des contrôles des capitaux, premièrement dans les économies avancées puis dans les économies émergentes, a fait exploser les flux de capitaux transfrontières. À une époque où les échanges commerciaux ont été multipliés par sept, les flux de capitaux l'ont été par plus de trente.

Aujourd’hui, la City est le centre de la finance internationale et son sort est lié aux cycles de l’économie du globe et, plus particulièrement, aux fluctuations importantes et parfois brusques des flux financiers transfrontières.

Voilà le thème de mon discours aujourd’hui : l’incidence des cycles de la liquidité mondiale sur la stabilité financière et la croissance économique et le rôle des politiques publiques à cet égard<sup>1</sup>.

Au cours des cinq dernières années, la liquidité mondiale a fluctué énormément, passant d’un accroissement rapide, qui a alimenté une « quête de rendement » inconsidérée pendant la Grande Modération, à une diminution marquée, qui a donné lieu à une « ruée vers les abris » désespérée après l’effondrement de Lehman. À la faveur des mesures massives de relance monétaire et budgétaire mises en œuvre à la suite de cette débâcle, les liquidités ont afflué de nouveau, poussant à la hausse les prix des actifs et stimulant la croissance partout dans le monde.

À présent, le cycle s’inverse de nouveau. La réduction en cours du levier d’endettement au sein du système bancaire européen fait reculer la liquidité mondiale, le crédit transfrontière étant en repli sur de nombreux marchés émergents et s’éloignant de certaines catégories d’actifs libellés en dollars américains. L’activité de tenue de marché fléchit et le financement privé ralentit à l’échelle du globe.

La volatilité de la liquidité mondiale ces dernières années fait ressortir l’importance de politiques structurelles et cycliques pouvant atténuer ces cycles et canaliser les flux de capitaux vers leurs usages les plus productifs.

## Définir la liquidité mondiale

La liquidité mondiale est un concept mouvant. Suspect habituel pour tout événement ou dynamique trop compliqué à expliquer, la liquidité mondiale est le Keyser Söze de la finance internationale. Elle ne possède aucune définition convenue et, par conséquent, aucune approche uniforme en matière de politique n’a été utilisée afin de maîtriser ses tendances plus violentes.

Fondamentalement, la liquidité représente la facilité avec laquelle les institutions financières, les ménages et les entreprises peuvent obtenir du financement<sup>2</sup>.

La liquidité mondiale ne se résume pas à la simple somme des mesures des conditions financières de chaque pays. Les composantes internationales de la liquidité (comme le crédit transfrontière) influeront sur l’évolution des marchés ou

---

<sup>1</sup> Le présent discours s’inspire largement du rapport qui paraîtra sous peu intitulé *Global Liquidity – Concept, Measurement and Policy Implications*, préparé par un groupe relevant du Comité sur le système financier mondial, présidé par Jean-Pierre Landau, de la Banque de France.

<sup>2</sup> Pour les fins qui nous occupent, il importe de faire la distinction entre la liquidité de financement et la liquidité de marché. La liquidité de marché reflète la facilité avec laquelle un actif ou un instrument financier peut être échangé dans de brefs délais sans perte de valeur notable. La liquidité de financement désigne la capacité de se procurer des fonds en vendant un actif ou en souscrivant un emprunt. Ces concepts de liquidité sont étroitement interreliés.

les résultats macroéconomiques des pays bénéficiaires et peuvent jouer un rôle démesurément important dans les fluctuations de la stabilité financière.

Pour saisir toutes les dimensions de la liquidité mondiale, il faut faire appel à une combinaison de mesures de prix et de quantité. Les indicateurs de prix, comme le niveau général des taux d'intérêt ou des écarts de crédit, nous renseignent sur les conditions dans lesquelles des liquidités sont fournies, tandis que les mesures de quantité, comme les agrégats du crédit, indiquent le degré auquel de telles conditions se traduisent par une accumulation des risques.

### ***L'apport officiel de liquidités***

Les niveaux globaux de la liquidité mondiale sont le produit de l'apport officiel de liquidités et de la création de liquidités par le secteur privé, ainsi que des interactions complexes entre les deux.

L'apport officiel de liquidités désigne le financement accordé inconditionnellement pour régler des créances par l'entremise des autorités monétaires. Cet apport ne peut être fourni que par les banques centrales. L'apport officiel fondamental de liquidités représente la base monétaire, ou la monnaie en circulation augmentée des fonds détenus par les institutions financières à la banque centrale.

L'apport officiel de liquidités a toujours été relativement faible par rapport à l'activité économique. Avant la crise financière, il se chiffrait à environ 5 % du PIB au Royaume-Uni et aux États-Unis. Ces dernières années, les banques centrales des économies en crise ont presque triplé la base monétaire afin de contrebalancer le recul de la liquidité du secteur privé.

Outre le monopole qu'elles exercent sur l'apport officiel de liquidités, les banques centrales ont recours à divers mécanismes pour *redistribuer* les liquidités sur leurs marchés intérieurs. Pendant les périodes de tensions, les banques centrales, par l'entremise de leurs mécanismes de prise en pension, acceptent des liquidités d'institutions privées réfractaires au risque et les offrent (en contrepartie de garanties sûres) à d'autres institutions privées.

C'est de cette façon que la Banque centrale européenne (BCE) a permis d'éviter les effets les plus graves des pénuries de liquidités auxquelles étaient confrontées les banques européennes. En partie en réaction à l'ampleur des craintes concernant le risque de contrepartie, le bilan de la BCE est passé de 13 % à environ 20 % du PIB depuis le début de la crise. Bien que sans précédent, la conjugaison des interventions énergiques de la BCE et des garanties de premier rang se chiffrant à quatre billions d'euros mises à la disposition des banques européennes devrait assurer qu'une situation à la Lehman ne se produise pas en Europe.

Cependant, les mesures qui permettent d'éviter la catastrophe ne sont pas nécessairement suffisantes pour favoriser la reprise.

Les autorités publiques disposent aussi de divers moyens de fournir un apport officiel de liquidités en monnaies étrangères au secteur privé. La plus courante consiste à recourir aux réserves de change. Dernièrement, les banques centrales

ont ajouté des accords de swap bilatéraux à leur arsenal. À la limite, ces ressources pourraient être complétées par des prêts conditionnels accordés par le Fonds monétaire international (FMI).

### ***La création de liquidités par le secteur privé***

Dans l'ensemble, les conditions de liquidité mondiale découlent d'interactions complexes entre plusieurs facteurs, dont les politiques macroéconomiques (comme l'orientation de la politique monétaire et le régime de change), la réglementation microprudentielle (par exemple, les règles sur les fonds propres et la liquidité), l'innovation sur les marchés financiers et l'appétit pour le risque.

L'un des déterminants clés est la volonté du secteur financier d'octroyer du financement transfrontière. Celui-ci peut prendre la forme 1) de prêts directs, 2) d'injection de liquidités de marché par les banques sur les marchés des titres au moyen d'activités de tenue de marché ou 3) d'offre de liquidité de financement aux autres institutions financières au moyen d'opérations de pension. Les conditions dans lesquelles ces intermédiaires peuvent financer leur propre bilan sont pour leur part fonction de la volonté d'autres participants du secteur privé d'assurer la liquidité de financement ou de marché.

Ces interrelations et les variations de la propension au risque impliquent que la création de liquidités par le secteur privé est très cyclique. Lorsque tout va bien et que la volatilité économique est faible, l'appétit pour le risque et le levier financier augmentent. L'assouplissement des conditions financières qui s'ensuit favorise une hausse de la liquidité privée caractérisée par des asymétries d'échéances et de monnaies plus grandes dans les institutions financières, des primes de risque réduites, une croissance du crédit plus rapide dans l'économie réelle ainsi que le renchérissement marqué des actifs. À leur tour, les prix plus élevés des actifs facilitent davantage la liquidité de financement à mesure que le cycle progresse.

Cette dynamique peut être particulièrement prononcée si des attentes de périodes prolongées de taux d'intérêt exceptionnellement bas se forment. En outre, certaines des mesures de politique destinées à atténuer les effets des pénuries de liquidités peuvent elles-mêmes influencer le comportement des flux de capitaux, les prix des actifs financiers et, naturellement, l'accroissement de la liquidité mondiale. Par exemple, l'accumulation massive et prévisible de réserves par les banques centrales asiatiques a fait baisser les taux d'intérêt à long terme, favorisé les opérations de portage et alimenté la création de liquidité mondiale. Les efforts déployés par certaines pour se protéger ont rendu l'ensemble du système plus vulnérable.

Quand le cycle s'inverse, la réduction du levier d'endettement amplifie le mouvement de baisse. Durant des périodes d'incertitude économique accrue – comme celle que nous traversons actuellement –, le recul marqué de l'appétit pour le risque réduit la liquidité de financement, forçant les acteurs du marché à vendre des actifs plus risqués afin de se procurer des liquidités. De telles ventes en catastrophe peuvent donner lieu à une baisse généralisée des prix des actifs,

ce qui accroît davantage le risque de liquidité de financement des investisseurs par l'entremise des appels de marge. À la limite, l'incertitude généralisée entourant la viabilité des banques peut entraîner un tarissement complet du financement privé, ce qui exerce des effets négatifs importants sur le système financier et l'ensemble de l'économie.

La liquidité mondiale est fortement procyclique, car l'excès de confiance provoqué par des périodes de liquidité mondiale excessive contribue à l'accumulation d'importantes asymétries entre les monnaies, les échéances et les pays. L'histoire nous enseigne que plus le recours à la liquidité de financement transfrontière est grand, plus ces cycles sont extrêmes et plus les perturbations sont prononcées lorsqu'ils s'inversent.

## L'évolution récente de la liquidité mondiale

Étant donné l'intégration financière grandissante, l'incidence de la liquidité mondiale sur les conditions financières et économiques nationales s'accroît<sup>3</sup>. Ce qu'a vécu l'Irlande récemment montre comment la liquidité mondiale peut amplifier la dynamique du cycle du crédit et des prix des actifs à l'*intérieur* du pays. Les flux transfrontières directs de crédit bancaire vers des sociétés non financières irlandaises ont grimpé d'environ 40 % par an durant les trois années qui ont précédé la crise<sup>4</sup>. Ces flux, conjugués à l'important encours du crédit intérieur, ont entraîné une hausse importante de la dette intérieure privée et une croissance insoutenable des prix des maisons et de l'activité dans le secteur du logement.

Le cas de l'Irlande n'était pas unique. À l'échelle du globe, le rythme d'expansion annuel du crédit bancaire transfrontière (en particulier du financement interbancaire) a été rapide entre 2003 et 2007, atteignant 20 % juste avant la crise. Cette poussée a contribué à l'accentuation des asymétries de monnaies, notamment dans le cas des transactions des banques européennes en dollars américains. Après le déclenchement de la crise, l'octroi de prêts interbancaires transfrontières a enregistré une baisse notable se traduisant par une réduction de la liquidité de financement, l'obligation de vendre des actifs en catastrophe et une diminution plus prononcée de la liquidité de l'ensemble du secteur privé.

Même si les banques centrales sont intervenues en proposant un éventail de facilités, les dommages sur le plan de la confiance et plus généralement du financement ont été considérables. Étant donné l'ampleur de la réduction du levier d'endettement dans l'économie réelle, la variation de la liquidité des banques centrales (la base monétaire) des États-Unis, du Royaume-Uni et de la zone euro n'a représenté qu'environ 70 % de la baisse du crédit du secteur privé depuis le sommet atteint avant la crise.

---

<sup>3</sup> Les flux de capitaux transfrontières en termes bruts sont passés de moins de 5 % du PIB mondial au milieu des années 1980 à quelque 20 % avant la crise financière.

<sup>4</sup> En 2008, la somme de l'encours des prêts transfrontières directs et du financement bancaire sur les marchés transfrontières représentait plus de la moitié du crédit bancaire total accordé à des entités non bancaires en Irlande.

D'autres cycles du crédit transfrontière montrent comment des vulnérabilités peuvent surgir dans des conditions semblables à celles que nous connaissons actuellement. Rappelons-nous qu'à la fin des années 1990, la détermination du Japon à réduire le levier d'endettement de son système bancaire, qui était sous-capitalisé, a déclenché l'inversion des entrées de capitaux qui avaient contribué à alimenter le boom en Asie.

## **L'incidence de la réduction du levier d'endettement en Europe sur la liquidité mondiale**

Les difficultés actuelles du secteur bancaire européen doivent être envisagées sous cet angle. Les tensions dans ce secteur pourraient déclencher de vives fluctuations de la liquidité mondiale, dont les conséquences se feraient sentir au sein de tous les systèmes financiers et de toutes les économies.

Les conditions de financement en Europe se sont resserrées de façon notable ces derniers mois, en raison des préoccupations grandissantes concernant le risque souverain. L'écart entre le taux EURIBOR à trois mois et le taux des swaps correspondants indexés sur le taux à un jour a plus que triplé, et l'accès des banques au financement à plus long terme non garanti a été, pour le moins, sporadique. Le repli des flux transfrontières fut le facteur déterminant. Ainsi, des fonds du marché monétaire aux États-Unis ont réduit considérablement leur exposition aux banques européennes. Par conséquent, les tensions sur les marchés du financement en dollars américains ont été particulièrement vives, ce qui a incité la BCE à reconduire ses mécanismes de liquidité en dollars américains.

En Europe, la détérioration des marchés du financement a eu d'importantes répercussions sur les conditions financières en général. Les critères d'octroi de prêts aux entreprises et aux ménages se sont nettement resserrés, ce qui, en partie, a contribué à ralentir la vigueur de l'économie. De fait, malgré les mesures draconiennes prises ces dernières semaines par les autorités européennes, la Banque du Canada s'attend maintenant à ce qu'en conséquence la zone euro connaisse au moins une brève récession.

Les effets ne se limitent pas à l'Europe. Les conditions financières se sont nettement durcies à l'échelle mondiale. L'activité de tenue de marché a diminué; en effet, les stocks d'obligations de société des négociants principaux aux États-Unis ont baissé de quelque 40 % depuis avril et s'établissent maintenant environ au quart du sommet qu'ils avaient atteint avant la crise. Mais ce qui est plus important, par rapport aux niveaux observés les deux années précédentes, le volume de nouvelles émissions a reculé de quelque 80 % sur le marché américain des titres à rendement élevé et d'environ 25 % sur les marchés des obligations de société de bonne qualité au cours des trois derniers mois.

À mesure que la liquidité mondiale se tarit, la volatilité augmente et l'activité décline. Les effets se feront bientôt sentir sur l'économie réelle.

## Les implications en matière de politiques

Les autorités surveillent de près cette évolution et interviendront si nécessaire pour les neutraliser<sup>5</sup>. En l'absence de mesures énergiques visant à régler les problèmes fondamentaux liés à la dette souveraine, il existe plusieurs solutions permettant d'en atténuer les effets.

La première ligne de défense consiste à limiter l'ampleur même de la réduction des leviers d'endettement. La gravité du ralentissement économique sera déterminée en partie par la *manière* dont les banques européennes procèdent à cette réduction. Pour satisfaire à la nouvelle exigence prévoyant le relèvement du ratio de fonds propres de catégorie 1 à 9 % d'ici juin prochain, elles peuvent employer une combinaison de stratégies axées sur l'accroissement des bénéfices non répartis, la levée de nouveaux capitaux et la vente d'actifs. À la limite, si seules les ventes d'actifs étaient utilisées, jusqu'à 2,5 billions d'euros d'actifs devraient être cédés dans les mois à venir. En se fondant sur les bénéfices enregistrés l'an dernier et en supposant qu'aucun dividende n'est versé, la limite inférieure des ventes d'actifs serait de 1,4 billion d'euros.

Ces opérations seraient probablement concentrées dans les activités non stratégiques, notamment dans les marchés émergents et concernant les actifs en dollars américains. Mais ce qui n'est peut-être pas surprenant, c'est que ces derniers mois, les flux de capitaux vers les pays émergents ont ralenti et se sont inversés dans certains cas. Cette évolution attendue ainsi que la baisse généralisée de l'appétit pour le risque pourraient accentuer cette dynamique. Maintenant, il est peut-être temps que les autorités asiatiques puissent dans leurs réserves officielles pour contrebalancer le repli de la liquidité privée.

Les banques européennes ont manifestement intérêt à vendre des actifs en dollars américains. Elles pourraient ainsi réduire l'asymétrie des monnaies de financement qui les désavantage depuis plusieurs années. Les créanciers non européens voient des occasions à saisir dans les produits structurés, le financement du commerce et de projets ainsi que dans les mécanismes conventionnels de crédit aux entreprises. Cela aura des répercussions négatives sur la création de crédit aux États-Unis.

L'un des moyens à la disposition des autorités européennes pour atténuer ces répercussions négatives serait d'exiger que les banques qui relèvent d'elles satisfassent au moins en partie à leurs exigences en se procurant des capitaux privés, notamment des fonds propres conditionnels à seuil de déclenchement élevé. Cela limiterait la dilution de capital des actionnaires existants tout en fournissant une réserve pour absorber les pertes. La situation actuelle se prête très bien à l'utilisation de cet instrument puisque ces capitaux sont obtenus en prévision d'événements extrêmes, comme des pertes sur des emprunts

---

<sup>5</sup> Dans leur récent communiqué, les ministres des finances et les gouverneurs de banque centrale du G20 ont recommandé au G20 de poursuivre les efforts en vue d'étudier l'évolution de la liquidité mondiale (15 octobre 2011).

souverains très bien notés, qui, du fait qu'ils sont publics, ne comportent pas de risque lié à la tolérance des autorités de réglementation.

La deuxième ligne de défense se rapporte aux mesures concertées visant à fournir des liquidités en devises. Ces dernières années, les banques centrales, à l'instigation de la Réserve fédérale des États-Unis, ont instauré des accords de swap permettant de redistribuer des liquidités officielles en dollars américains afin d'atténuer les asymétries de monnaies dans le secteur financier<sup>6</sup>.

La première série d'accords de swap en dollars américains conclus en 2008 et 2009 a effectivement permis de contenir les écarts entre les taux des swaps de devises de référence et les taux des swaps indexés sur le taux à un jour et, en définitive, a contribué à mettre fin à la période de destruction de liquidité et à stabiliser les marchés financiers mondiaux.

Depuis l'intensification de la crise européenne cet été, les accords de swap ont été complémentés par le rétablissement des opérations d'injection de liquidités illimitées à trois mois en dollars américains à la Banque centrale européenne, la Banque du Japon, la Banque d'Angleterre et la Banque nationale suisse<sup>7</sup>.

Compte tenu du lien étroit entre la liquidité mondiale et la liquidité nationale, les banques centrales se tiennent également prêtes à mettre en branle leurs mécanismes, au besoin<sup>8</sup>.

Lorsque des chocs de liquidité se produisent dans une région ou un pays donné, les mécanismes du Fonds monétaire international (FMI) peuvent également être utiles. Le FMI joue déjà un rôle important dans les programmes s'adressant aux pays périphériques, qui pourraient être élargis au moyen de l'octroi de nouveaux prêts conventionnels et conditionnels si la situation l'exigeait.

Toutefois, le FMI peut seulement redistribuer les liquidités. Il ne peut pas contrer le repli des liquidités du secteur privé en créant des liquidités officielles.

La dernière ligne de défense réside dans la réorientation de la politique monétaire si les perspectives concernant l'activité économique et l'inflation le

---

<sup>6</sup> Ces mécanismes ont été mis en œuvre avec une certaine souplesse, les pays visés et les montants de liquidité étant modifiés au moment voulu selon les conditions du marché. Ce qui est plus important, c'est qu'ils ont aussi été conçus de manière à limiter l'aléa moral : l'accès à ces mécanismes est assorti d'un taux dissuasif pour que les participants aux marchés retournent s'approvisionner en liquidités auprès du secteur privé lorsque les conditions s'améliorent sur les marchés.

<sup>7</sup> Ces banques centrales offriront des liquidités illimitées en dollars américains à un taux fixe correspondant au taux des swaps indexés sur le taux à un jour majoré de 100 points de base, dans le cadre de trois opérations effectuées sur une période qui va au-delà de la fin de l'année. Elles offraient déjà des facilités de liquidité à sept jours en dollars américains d'un montant illimité et elles continuent de le faire.

<sup>8</sup> Par exemple, en réaction à la récession prononcée et synchronisée à l'échelle du globe, la Banque du Canada a presque doublé la taille de son bilan afin de fournir des liquidités exceptionnelles en dollars canadiens au secteur financier du pays. Elle se tient prête à prendre des mesures similaires si la situation en Europe génère de graves retombées à l'échelle internationale. À ce stade-ci, compte tenu des liens directs limités entre nos deux secteurs financiers, cela est peu probable à moins qu'une réduction plus généralisée de l'appétit pour le risque ne touche les marchés mondiaux.

justifient. Pour ce qui est des économies où le taux directeur frôle la borne du zéro, cela supposerait probablement un apport officiel direct de liquidités supplémentaires au moyen de l'assouplissement quantitatif, comme l'ont fait la Banque du Japon et la Banque d'Angleterre ces dernières semaines.

## Conclusion

En conclusion, les événements récents ont montré de manière éloquente que la liquidité mondiale a une incidence importante sur la stabilité financière et la croissance économique.

La liquidité mondiale a énormément fluctué au cours des cinq dernières années, et nous sommes très près d'une nouvelle contraction. Des mesures peuvent être prises pour atténuer les effets négatifs de la présente vague, mais pas les éliminer. La manière dont les banques européennes vont réduire leur levier d'endettement déterminera quelles mesures les autorités de par le monde devront prendre.

Les banques centrales sont encore les mieux placées pour affronter les poussées et pénuries futures de liquidités mondiales. Leurs dirigeants tiennent des rencontres régulières en privé qui leur permettent de comprendre les perspectives économiques et fonctions de réaction des uns et des autres et de situer le contexte dans lequel ils peuvent formuler leur propre politique monétaire. À la dernière réunion du G20, ils se sont engagés à redoubler d'efforts, à commencer par un meilleur suivi de l'évolution de la liquidité mondiale.

Même si les mesures adoptées par les banques centrales peuvent aider à faire face à la volatilité actuelle, une telle situation n'est vraiment pas idéale. À moyen terme, la poursuite de tels cycles extrêmes de liquidité, si on ne s'emploie pas mieux à les atténuer, pourrait finir par menacer les marchés de capitaux ouverts et le système de libre-échange.

L'amélioration de la surveillance et de la réglementation offre l'avantage de réduire la procyclicité de la liquidité mondiale et de rendre le système plus résilient.

Une fois que le programme de réforme financière du G20 sera entièrement mis en œuvre, il atténuerà les cycles mondiaux de la liquidité privée. Les mesures destinées à accroître la résilience des institutions financières, telles que les nouvelles règles de Bâle III en matière de fonds propres et de liquidité, réduiront la probabilité et la fréquence des chocs de liquidité soudains. Celles qui diminuent la procyclicité du système financier contribueront à stabiliser les flux de liquidité mondiaux. Les principaux éléments à cet égard sont notamment les volants de fonds propres contracycliques, la mise en place d'une infrastructure de marché financier plus résiliente, la réduction de la variabilité des marges appliquées aux opérations de pension et d'autres politiques macroprudentielles telles que les rapports prêt-valeur dans les marchés immobiliers.

Bien entendu, l'incidence des réformes financières sera affaiblie dans la mesure où la nouvelle réglementation aura pour effet de détourner l'activité vers des segments non réglementés du système financier. Dans les périodes de forte expansion surtout, les institutions non réglementées ont tendance à accroître constamment leur part de l'activité d'intermédiation et de l'offre de crédit transfrontière. C'est pour cette raison que l'amélioration de la surveillance et de la réglementation du secteur bancaire parallèle sera l'une des grandes priorités du Conseil de stabilité financière pour les prochains mois.

À cet égard, nous devons tenir compte d'un des enseignements qui a été tiré dans ces murs : nous n'améliorerons pas les choses en réglementant fortement un marché si cela suppose que l'essentiel de l'activité échappe à notre portée.