

Revue du système financier

Décembre 2012



La Revue du système financier de la Banque du Canada peut être consultée dans le site Web de la Banque, à l'adresse banqueducanada.ca.

**Pour de plus amples renseignements,
veuillez communiquer avec le :**

Service d'information publique
Département des Communications
Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

Téléphone : [613 782-8111](tel:6137828111);
[1 800 303-1282](tel:18003031282) (sans frais en Amérique du Nord)

Courriel : info@banqueducanada.ca
Site Web : banqueducanada.ca

ISSN 1705-1290 (version papier)
ISSN 1705-1312 (Internet)
© Banque du Canada 2012

Revue du système financier

Décembre 2012

La section « Évaluation des risques » est produite sous la supervision du Conseil de direction de la Banque du Canada, qui réunit Mark Carney, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane et Agathe Côté.

Les données utilisées dans le présent document sont celles qui étaient disponibles au 30 novembre 2012.

Table des matières

Préface	iii
Vue d'ensemble	1

Évaluation des risques

Les conditions macrofinancières.....	5
Principaux risques.....	9
Crise au sein de la zone euro.....	9
Faiblesse de la demande mondiale.....	16
Situation financière des ménages canadiens et marché du logement	21
Bas niveau des taux d'intérêt dans les grandes économies avancées.....	33
Préserver la stabilité financière	41

Rapports

Introduction.....	43
Approche canadienne à l'égard de la compensation centralisée des transactions sur produits dérivés de gré à gré <i>Nikil Chande, Jean-Philippe Dion, Darcey McVanel et Joshua Slive</i>	45
Approche de la Banque du Canada à l'égard des Principes relatifs aux infrastructures des marchés financiers <i>Darcey McVanel et Joey Murray</i>	55
Liste des abréviations utilisées	61

Préface

Le système financier contribue grandement au bien-être économique de tous les Canadiens. La capacité des ménages et des entreprises de détenir et de transférer en toute confiance des actifs financiers constitue en effet l'un des fondements de l'économie canadienne. Un système financier stable concourt à l'expansion de l'activité et à l'amélioration du niveau de vie. Sous cet angle, la stabilité financière traduit la résilience du système financier face à des chocs inattendus, résilience qui permet de maintenir le bon fonctionnement du processus d'intermédiation financière.

Conformément à l'engagement qu'elle a pris de favoriser la prospérité économique et financière du pays, la Banque du Canada s'attache à promouvoir activement la stabilité et l'efficience du système financier. À l'appui de cet objectif, elle offre des services de banque centrale — notamment diverses facilités de trésorerie et de prêt de dernier ressort —, exerce une surveillance générale des principaux systèmes de compensation et de règlement au pays, effectue et publie des analyses et des recherches et collabore avec diverses organisations nationales et internationales à l'élaboration de politiques publiques. L'apport de la Banque sur tous ces plans vient compléter celui d'autres organismes fédéraux et provinciaux, qui ont chacun leur propre mandat et leur propre expertise.

La *Revue du système financier* est l'un des instruments par lesquels la Banque du Canada cherche à favoriser la résilience à long terme du système financier canadien. Elle rassemble les travaux que la Banque effectue régulièrement pour suivre l'évolution de ce système et déceler précocelement les risques susceptibles d'en menacer la solidité globale. Partant de cette analyse, la *Revue du système financier* met en lumière les efforts que la Banque ainsi que d'autres autorités réglementaires nationales et internationales déploient afin de limiter ces risques. C'est pourquoi l'accent y est mis davantage sur l'évaluation des risques à la baisse que sur l'évolution future la plus probable du système financier. On y trouve également un résumé des travaux récents effectués par des spécialistes de la Banque sur certaines politiques touchant le secteur financier et sur certains aspects de la structure et du fonctionnement du système financier. De façon générale, le but de la publication est de promouvoir un débat public éclairé sur toutes les facettes du système financier.

Vue d'ensemble

La présente section de la *Revue du système financier* résume le jugement des membres du Conseil de direction de la Banque du Canada sur les principaux risques menaçant la stabilité du système financier canadien et sur les mesures publiques requises pour les atténuer.

Les conditions au sein du système financier international restent difficiles. Un ralentissement synchronisé de l'activité économique est en cours dans les pays développés et les économies émergentes, et les perspectives de croissance demeurent modestes. Même si les conditions financières se sont améliorées à l'échelle internationale depuis juin, grâce surtout aux mesures d'envergure annoncées par les grandes banques centrales et les autorités européennes, l'incertitude règne. Elle traduit les inquiétudes des marchés au sujet de la vigueur sous-jacente des grandes économies ainsi que leurs doutes quant à la détermination des décideurs de régler de manière durable la crise qui ébranle la zone euro et de s'attaquer au « préci-pice budgétaire » imminent qui guette les États-Unis.

Au Canada, en dépit du contexte extérieur difficile, le système financier conserve sa robustesse. Les banques, dont les bilans sont sains, ont toujours accès à des sources de financement à faible coût sur toute la gamme des échéances. Les marchés financiers intérieurs affichent une plus grande stabilité que ceux des autres pays. Le levier d'endettement des sociétés canadiennes se situe à un creux historique, et les entreprises peuvent se procurer des fonds facilement à la fois auprès des banques et des marchés de capitaux. Néanmoins, le système financier canadien demeure vulnérable à un certain nombre de risques liés entre eux et se renforçant mutuellement.

Le Conseil de direction estime que les risques pesant sur la stabilité du système financier canadien restent élevés, tout comme ils l'étaient en juin dernier, au moment de la parution de la dernière livraison de la *Revue du système financier*. Les sources desquelles émanent ces risques sont en gros les mêmes qu'alors¹ et résultent surtout du contexte extérieur (*Tableau 1*).

Une recrudescence de la crise qui sévit dans la zone euro demeure la principale menace à la stabilité financière au Canada. Trois facteurs interdépendants alimentent cette crise : la trajectoire potentiellement insoutenable des finances publiques de certains États de la périphérie européenne, les fragilités du système bancaire des États en question et les déséquilibres

¹ Le périmètre de certains de ces risques a été redéfini depuis juin. Les déséquilibres mondiaux en particulier ne figurent plus parmi les principaux risques énumérés au Tableau 1; ils sont plutôt incorporés aux risques que posent la faiblesse de la demande mondiale et le bas niveau des taux d'intérêt dans les grandes économies avancées. Ces changements sont expliqués de manière détaillée dans la section consacrée à la description des principaux risques.

Tableau 1 : Principaux risques menaçant la stabilité du système financier canadien

Crise au sein de la zone euro	↔
Faiblesse de la demande mondiale ^a	
Situation financière des ménages canadiens et marché du logement	↔
Bas niveau des taux d'intérêt dans les grandes économies avancées	↔
Niveau de risque global	↔

a. Cette source de risque ayant été redéfinie, il n'est pas possible de comparer l'évaluation qui en est faite ici avec celle de la livraison de juin de la *Revue du système financier*.

Légende

Niveau de risque	Évolution du risque (depuis juin)
Très élevé	↑ En hausse
Élevé	↔ Inchangé
Moyennement élevé	↓ En baisse
Modéré	

sous-jacents à l'intérieur de la zone euro. Une croissance modeste et inégale de l'économie mondiale représente aussi un risque pour le système financier canadien. Ce dernier se ressentirait en effet d'une aggravation ou d'un maintien prolongé de la faiblesse de la demande mondiale, une évolution que pourrait provoquer, à court terme, le précipice budgétaire aux États-Unis; à moyen terme, la situation pourrait se détériorer si le processus d'assainissement budgétaire se déroule de façon désordonnée dans les économies avancées ou encore si la demande mondiale n'en vient pas à reposer davantage sur la consommation en Chine et dans les autres pays en excédent. Au pays, les hauts niveaux d'endettement des ménages et les prix élevés dans certains segments du marché du logement sont une source de préoccupation majeure. Les déséquilibres dans le secteur des ménages pourraient soit engendrer des tensions au sein du système financier, soit amplifier d'éventuels chocs économiques d'origine extérieure. Enfin, les bas taux d'intérêt dans les grandes économies avancées constituent un autre risque pour la stabilité financière, aussi bien nationale que mondiale. Le danger ici est que la vulnérabilité des institutions financières dont les engagements sont à long terme (comme les compagnies d'assurance vie et les caisses de retraite) ne s'accentue et que la quête de rendement n'incite les établissements à la prise de risques excessifs, qui pourrait induire une distorsion des prix des actifs, tant réels que financiers.

La concrétisation de l'un ou l'autre des principaux risques externes se répercuterait sur le système financier du Canada par trois grands canaux : le commerce, les liens financiers et la confiance². Première voie de transmission, le **canal commercial** traduit l'incidence qu'aurait un recul des échanges internationaux de biens et de services sur le système financier. Les chocs freinant la croissance de l'économie mondiale ont pour effet de réduire la demande de produits canadiens et de déprimer l'activité intérieure, ce qui entraîne une dégradation de la situation financière des entreprises et des ménages canadiens ainsi que de la qualité du crédit des portefeuilles de prêts bancaires. Le **canal financier** capte les trois grandes sources d'interdépendance entre les institutions financières canadiennes et l'économie mondiale. Premièrement, les institutions pourraient subir

² Les risques internes liés à la situation des ménages canadiens, pour leur part, se transmettraient par la voie des liens financiers et de la confiance.

des pertes directes ou indirectes à cause de leur exposition aux régions ou secteurs en difficulté. En deuxième lieu, le risque de contrepartie et la contagion pourraient pousser à la hausse les coûts du financement bancaire et perturber gravement l'offre de financement sur certains marchés. Les bilans des établissements financiers canadiens s'en trouveraient affaiblis, ce qui donnerait probablement lieu à un resserrement des conditions de prêt consenties aux entreprises et aux ménages. Troisièmement, les tensions financières pourraient provoquer une perte généralisée d'appétit pour le risque et, en raison justement de l'existence de liens financiers, amplifier d'autres retombées négatives. Le dernier canal est celui par lequel les chocs défavorables peuvent miner la confiance des consommateurs, des entreprises et des investisseurs et causer, par ricochet, une baisse de la demande intérieure et un durcissement des conditions de crédit. Ces trois canaux de transmission sont, à l'instar des principaux risques, intimement liés et ils pourraient se renforcer mutuellement.

Depuis juin, des mesures importantes destinées à atténuer les risques énoncés au Tableau 1 ont été mises en œuvre. Tout particulièrement, plusieurs banques centrales, notamment la Réserve fédérale des États-Unis, la Banque centrale européenne (BCE), la Banque du Japon et la Banque d'Angleterre, ont accru la détente monétaire afin de stimuler l'expansion économique mondiale. Les initiatives des autorités européennes pour contenir la crise ont tempéré les risques à court terme de chocs négatifs majeurs et favorisé un assouplissement notable des conditions financières.

Malgré l'importance de ces mesures, d'autres actions sont requises. Dans la zone euro, le projet de création d'un mécanisme de surveillance bancaire unique devra être complété par d'autres volets essentiels d'une union bancaire, comme un cadre commun de garantie des dépôts et un régime de résolution des défaillances bancaires transfrontières. Le rétrécissement des écarts de compétitivité dans la zone euro passe par des réformes structurelles supplémentaires. Il faut s'atteler aussi à approfondir l'intégration budgétaire, en mettant en place, par exemple, un système de transfert financier entre les États membres et une forme quelconque de mutualisation des dettes souveraines. Aux États-Unis, un programme clair et crédible de redressement doit être adopté pour éviter le précipice budgétaire et surmonter à moyen terme les problèmes budgétaires de ce pays.

Au Canada, on s'attend à ce que les modifications apportées aux règles applicables aux prêts hypothécaires assurés bénéficiant de la garantie de l'État et l'instauration de lignes directrices pour la souscription des prêts hypothécaires³ contribuent à soutenir la stabilité à long terme du marché canadien du logement et à limiter le risque d'excès financiers. Au cours des six derniers mois, le rythme de croissance des crédits aux ménages a encore diminué, les reventes de maisons ont fléchi et la hausse du prix des logements a ralenti. Il y a toutefois un danger que le tassement du marché de l'immobilier résidentiel ne soit que temporaire et que les déséquilibres restent prononcés et même s'aggravent. Pour atténuer ce risque, les ménages doivent faire en sorte que le niveau de leurs emprunts corresponde à leur capacité projetée de rembourser leurs dettes. Les institutions financières doivent de leur côté s'assurer de la rigueur de leurs pratiques en matière de prêt et surveiller activement les risques auxquels elles s'exposent,

³ Le 21 juin 2012, le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) a publié la version définitive de la *Ligne directrice B-20, Pratiques et procédures de souscription de prêts hypothécaires résidentiels*. On peut consulter celle-ci à l'adresse www.osfi-bsif.gc.ca/app/DocRepository/1/fra/directrices/saines/directrices/b20_f.pdf. Les changements apportés aux règles de l'assurance hypothécaire sont décrits dans l'Encadré 2, à la page 25.

conformément aux lignes directrices du Bureau du surintendant des institutions financières concernant la souscription des prêts hypothécaires. Quant aux autorités, elles continueront de suivre attentivement la situation financière des ménages et l'évolution du marché du logement au pays.

Le climat économique actuel ne doit pas servir de prétexte pour retarder ou alléger le programme de réforme financière mondiale. Il est tout particulièrement impératif que les règles de Bâle III soient adoptées uniformément et intégralement dans l'ensemble des pays. On prévoit que les banques canadiennes respecteront les exigences de fonds propres de ce dispositif d'ici janvier 2013, soit dès le début de la période de mise en œuvre graduelle devant se terminer en 2018. L'établissement d'une infrastructure de marché solide est crucial également si l'on veut réduire les risques d'éclosion d'autres épisodes de turbulence financière et les dégâts dont ils s'accompagnent. Des progrès appréciables ont été accomplis à cet égard depuis juin, aussi bien au Canada qu'ailleurs dans le monde. En octobre, les autorités canadiennes ont annoncé que les opérateurs canadiens pourront confier la compensation des contrats de dérivés de gré à gré standardisés à toute contrepartie centrale reconnue par elles, ce qui inclut les contreparties centrales mondiales. De plus, la Banque du Canada exerce maintenant sa surveillance des infrastructures de marché revêtant une importance systémique en conformité avec les nouvelles normes internationales de gestion des risques. À l'échelle internationale, les travaux vont bon train pour remédier au problème des établissements financiers jugés trop gros pour qu'on les laisse faire faillite et pour renforcer la surveillance et la réglementation du secteur bancaire parallèle.

Évaluation des risques

La présente section expose l'évaluation que fait le Conseil de direction des principaux risques pesant sur le système financier canadien. Elle débute par un survol des conditions macrofinancières et se poursuit par un examen de ces risques. La *Revue du système financier* n'a pas pour objet d'anticiper l'évolution la plus probable du système financier, mais plutôt de mettre promptement en lumière les facteurs les plus menaçants pour la stabilité et de promouvoir des mesures correctives.

Les conditions macrofinancières

La reprise de l'économie mondiale reste fragile et inégale. Si l'activité progresse à un rythme graduel aux États-Unis, l'Europe est de nouveau en récession. En Chine et dans les autres grandes économies émergentes, la croissance a décéléré, mais elle semble vouloir se stabiliser autour des taux d'expansion actuels. Au Canada, une expansion modérée est en cours, les facteurs internes contrebalançant les vents contraires extérieurs.

La plupart des indicateurs de marché ont augmenté depuis juin

Malgré le tassement de l'activité dans les économies avancées et émergentes, les conditions financières mondiales se sont embellies depuis la parution de la livraison de juin de la *Revue du système financier*. Cette évolution est largement attribuable aux importantes mesures de politique monétaire prises par les grandes banques centrales.

En juillet, la BCE a déclaré qu'elle était prête à faire tout le nécessaire pour préserver l'euro⁴, et le 6 septembre, elle annonçait les modalités de son programme d'opérations monétaires sur titres (OMT). Ce programme, dans le cadre duquel la BCE peut acquérir des obligations souveraines sur le marché secondaire, vise à éliminer la prime de risque liée à la possibilité que des pays abandonnent l'euro et à étayer le mécanisme de transmission de la politique monétaire au sein de la zone euro⁵. Ces initiatives ont tempéré les appréhensions qu'un événement extrême se produise dans cette partie du monde. Les mesures du risque de sortie de l'euro établies à partir des prix des contrats d'option sur devises ont fléchi⁶, et on a constaté un renversement partiel de

⁴ La version intégrale du discours du président de la BCE, Mario Draghi, peut être consultée (en anglais seulement) à l'adresse suivante : www.ecb.int/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html.

⁵ La BCE a indiqué que les opérations monétaires sur titres seront envisagées uniquement si elles sont justifiées du point de vue de la politique monétaire, et dans la mesure où les conditions établies en vertu du programme du Fonds européen de stabilité financière ou du Mécanisme européen de stabilité sont entièrement respectées.

⁶ Par exemple, la résultante des risques – soit la différence entre la probabilité que l'euro se déprécie fortement et celle qu'il s'apprécie vivement (donnée par les prix des contrats d'option faisant intervenir l'euro et le dollar É.-U.) – indique que le risque d'une dépréciation sensible de l'euro a diminué après l'instauration du programme d'opérations monétaires sur titres.

la ruée vers les valeurs refuges. Par conséquent, les rendements des titres souverains de plusieurs pays périphériques de la zone euro ont diminué considérablement, particulièrement dans le compartiment du court terme, sur lequel les OMT porteront. L'euro s'est apprécié d'environ 4 % par rapport au dollar américain depuis juin, et les cours des actions des banques de la zone euro se sont redressés en partie. De plus, certains établissements bancaires de pays périphériques de la zone euro ont été en mesure, dernièrement, de se procurer des fonds sur les marchés du financement non garanti.

En septembre, la Réserve fédérale des États-Unis a annoncé qu'elle procéderait à des achats supplémentaires, pour une valeur de 40 milliards de dollars É.-U. par mois, de titres hypothécaires émis par les agences de refinancement américaines et augmenterait au besoin ses achats d'actifs jusqu'à ce que les perspectives du marché de l'emploi donnent de nets signes d'amélioration. Elle a également indiqué que le taux des fonds fédéraux serait maintenu à des niveaux exceptionnellement bas au moins jusqu'au milieu de 2015, précisant qu'elle s'attendait à ce que cette orientation fortement expansionniste de la politique monétaire reste appropriée longtemps après que la reprise économique se sera consolidée. L'ensemble de ces mesures d'assouplissement quantitatif⁷ (communément appelé « QE3 ») a grandement contribué à revitaliser les marchés du crédit en Amérique du Nord et sur l'ensemble du globe. Ainsi, les écarts de crédit observés sur le marché des titres hypothécaires se sont rétrécis de façon notable et les volumes d'émissions d'obligations des sociétés américaines, en particulier dans le segment à haut rendement, ont été soutenus ces derniers temps (**Graphique 1**).

Au Canada également, les conditions financières sont plus favorables qu'elles ne l'étaient en juin. L'indice composite S&P/TSX a progressé d'environ 6 % depuis. Les taux de rendement des obligations de sociétés canadiennes avoisinent leurs plafonds historiques (**Graphique 2**), les volumes d'émissions de ce type d'obligations demeurent robustes et la croissance du crédit bancaire aux entreprises s'est accélérée. Par ailleurs, les résultats de la plus récente enquête menée par la Banque auprès des responsables du crédit⁸ portent à croire que les conditions d'octroi des prêts aux entreprises se sont encore assouplies ces derniers mois.

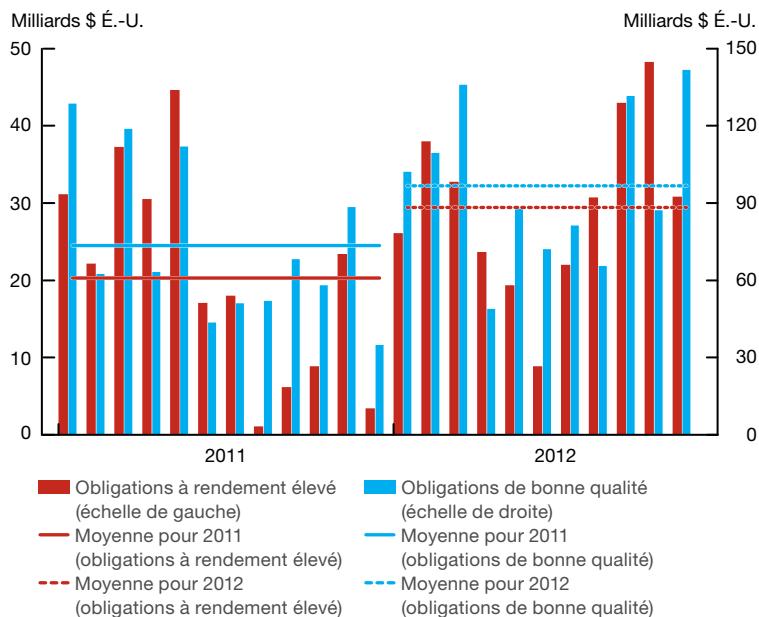
Parallèlement, les banques canadiennes maintiennent leur bonne santé financière et ont toujours accès à des sources de financement, en dollars canadiens et en monnaies étrangères, à un coût avantageux sur toute la gamme des échéances. Depuis la fin de 2007, les grandes banques du pays ont accru de 70 % leur capital-actions ordinaire, de sorte que leurs ratios de fonds propres ont augmenté de trois points de pourcentage (**Graphique 3**), tandis que leurs pertes sur prêts sont restées modestes. Les actions des banques canadiennes se négocient à des prix supérieurs de 85 % en moyenne à leur valeur comptable, un taux qui dépasse nettement celui enregistré dans bien des pays (**Graphique 4**). On peut en déduire que les investisseurs continuent de croire que les banques canadiennes sont en meilleure posture que leurs homologues étrangères.

⁷ Ces mesures sont décrites dans l'Encadré 1 de la livraison d'octobre 2012 du *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada, que l'on trouvera à l'adresse www.banquedcanada.ca/2012/10/publication/periodiques/rapport-sur-la-politique-monetaire/rpm-octobre-2012/.

⁸ Les résultats de l'enquête du troisième trimestre de 2012 sont présentés dans le site Web de la Banque du Canada, sous l'onglet « Publications et recherches », à la rubrique « Périodiques ».

Graphique 1 : Les volumes d'émissions d'obligations des sociétés américaines ont été robustes récemment

Émission à l'échelle du globe d'obligations de sociétés libellées en dollars É.-U.



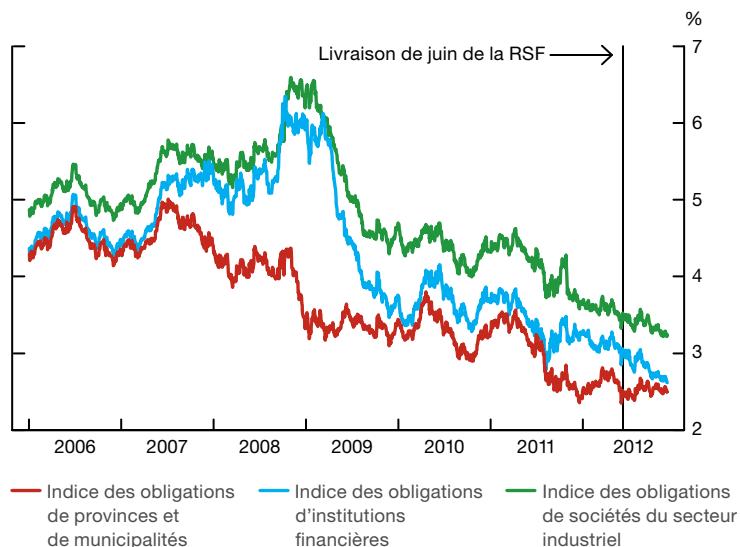
Nota : Les données sur lesquelles se fondent les chiffres de novembre 2012 s'arrêtent le 29 de ce mois.

Source : Bloomberg

Dernière observation : novembre 2012

Graphique 2 : Les émetteurs canadiens continuent d'avoir accès aux marchés de capitaux à des taux avantageux

Rendement à l'échéance des indices obligataires Bank of America Merrill Lynch



Sources : Bloomberg et Bank of America Merrill Lynch

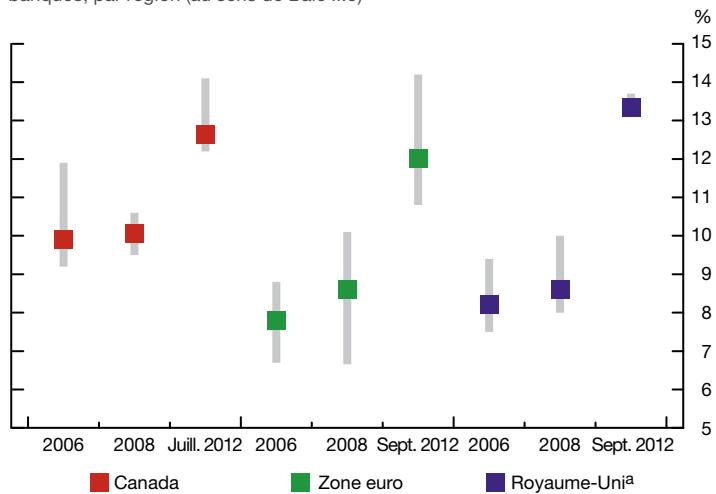
Dernière observation : 30 novembre 2012

Néanmoins, l'incertitude demeure vive

Malgré la montée récente des prix des actifs risqués et la faible volatilité sur les marchés financiers, la confiance des investisseurs reste fragile. Il se peut que, dans les circonstances actuelles, les mesures traditionnelles de la volatilité des marchés (comme l'indice VIX) ne reflètent pas fidèlement le climat ambiant, car elles peuvent être très sensibles aux injections exceptionnelles de liquidités effectuées par les banques centrales. D'autres indicateurs

Graphique 3 : Les niveaux de fonds propres se sont améliorés au Canada et dans les autres pays

Ratios de fonds propres de catégorie 1 maximal, médian et minimal des grandes banques, par région (au sens de Bâle II.5)



Nota : Les carrés correspondent à la médiane du ratio de fonds propres de catégorie 1; les lignes verticales illustrent les ratios maximal et minimal d'un échantillon de banques représentatif de chacune des régions (6 banques pour le Canada, 9 pour la zone euro et 5 pour le Royaume-Uni).

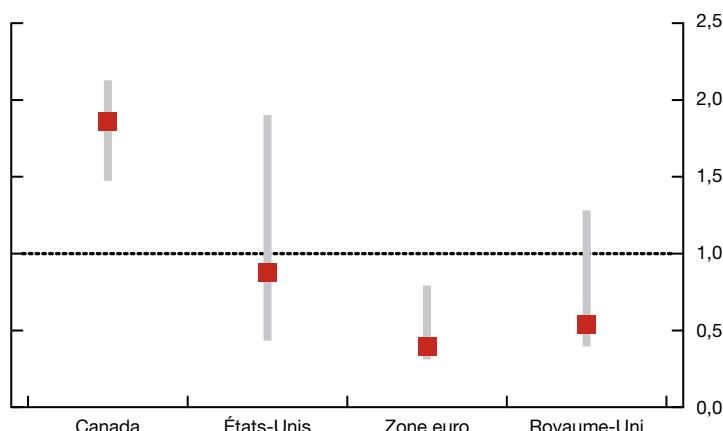
a. Les données relatives au Royaume-Uni pour septembre 2012 excluent la banque Standard Chartered.

Dernières observations : juillet 2012 (Canada) et septembre 2012 (zone euro et Royaume-Uni)

Source : Bloomberg

Graphique 4 : Les banques canadiennes sont évaluées plus favorablement que leurs homologues étrangères

Ratios cours / valeur comptable maximal, médian et minimal des grandes banques, par région

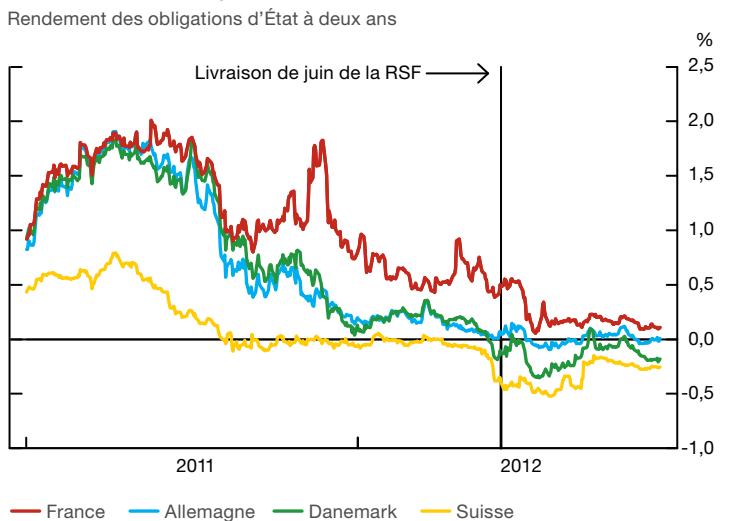


Nota : Les carrés correspondent à la médiane du ratio cours / valeur comptable; les lignes verticales illustrent les ratios maximal et minimal d'un échantillon de banques représentatif de chacune des régions (6 banques pour le Canada, 8 pour les États-Unis, 9 pour la zone euro et 5 pour le Royaume-Uni).

Source : Bloomberg

Dernière observation : 2012T3

Graphique 5 : La vigueur soutenue de la demande a maintenu les rendements des obligations à court terme de certains pays européens près de zéro, voire en deçà



Source : Bloomberg

Dernière observation : 30 novembre 2012

donnent à penser qu'il subsiste encore beaucoup d'incertitude. Les volumes de transactions pour diverses catégories d'actifs ont été faibles, et, malgré leur recul récent, les rendements des obligations à long terme émises par les États périphériques de la zone euro se maintiennent à des niveaux élevés. De plus, les taux de rendement à court terme dans certains pays européens sont presque nuls, sinon négatifs, ce qui signifie que la demande d'actifs sûrs et liquides est toujours anormalement vigoureuse (Graphique 5).

Principaux risques

Nous passons ici en revue les risques que le Conseil de direction de la Banque considère comme les plus importants pour l'évaluation de la stabilité du système financier canadien. Les sources de risques majeurs sont en gros celles que nous décrivions dans la livraison de juin de la *Revue du système financier* et résultent surtout du contexte extérieur. Bien que ces risques soient reliés entre eux et se renforcent mutuellement, notre analyse cherche à dégager les vulnérabilités sous-jacentes propres à chacun.

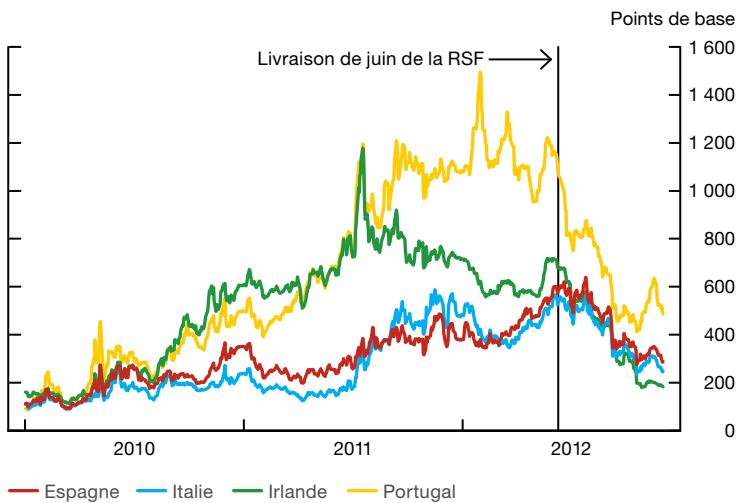
Crise au sein de la zone euro

La stabilité financière au Canada est menacée principalement par une possible recrudescence des perturbations qui secouent la zone euro⁹ et qui sont dues à trois facteurs interdépendants : la trajectoire potentiellement insoutenable des finances publiques de certains États périphériques, les fragilités du système bancaire de ces États — compte tenu des liens étroits entre les banques et les marchés de la dette souveraine — et les déséquilibres sous-jacents à l'intérieur de la zone euro. Bien que la crise ait été contenue grâce aux actions des autorités de la zone euro depuis juin, qui sont ainsi parvenues à contrer l'accentuation des tensions financières au début de l'été, on peut encore craindre que ces tensions se ravivent et

⁹ Il s'agit d'une nouvelle désignation pour cette source de risque, appelée « dette souveraine au sein de la zone euro » dans la livraison de juin. Ce changement vise à mieux appréhender le caractère multi-forme de ce risque.

Graphique 6 : Les inquiétudes au sujet de la dette souveraine dans les pays périphériques de la zone euro se sont atténuées depuis juin

Primes des swaps sur défaillance à cinq ans relatifs aux titres d'emprunteurs souverains



Source : Markit

Dernière observation : 30 novembre 2012

se propagent à toute l'Europe et à d'autres régions du globe. Si ce risque devait se matérialiser, cela pourrait avoir de sérieuses conséquences pour le système financier canadien, par le truchement des échanges commerciaux, des liens financiers et de la confiance.

Le Conseil de direction juge que les risques liés à une recrudescence de la crise dans la zone euro demeurent très élevés et n'ont essentiellement pas changé depuis juin dernier.

Les mesures publiques annoncées ont atténué les risques à court terme

Le programme d'opérations monétaires sur titres, dont il a été question précédemment, a grandement contribué à tempérer les risques menaçant la zone euro à court terme (Graphique 6). Il marque un changement de cap dans la stratégie d'achat d'actifs de la Banque centrale européenne. Alors que les opérations d'acquisition menées précédemment par cette dernière comportaient des limites quantitatives et temporelles, le programme d'opérations monétaires sur titres n'est assorti d'aucune restriction de cette nature¹⁰. Son instauration donne aux décideurs européens plus de temps pour mettre en œuvre d'autres réformes.

Des progrès ont été réalisés dans la résolution des problèmes du système bancaire, spécialement en Espagne. Le 20 juillet, la Commission européenne (CE) a convenu d'apporter aux banques espagnoles un soutien financier pouvant atteindre 100 milliards d'euros afin de les aider à se recapitaliser¹¹. Une revue ultérieure, effectuée selon l'approche ascendante, a révélé que les besoins à cet égard se chiffraient à 53,8 milliards d'euros¹². Cet effort de

¹⁰ Des achats d'obligations ne seraient entrepris que si le pays respecte le programme établi au titre du Mécanisme européen de stabilité ou du Fonds européen de stabilité financière.

¹¹ On trouvera la version anglaise du communiqué de la CE à l'adresse www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ecofin/131914.pdf.

¹² Cet examen se fondait sur un test de résistance postulant un nouveau repli important de l'économie espagnole et des prix de l'immobilier. L'estimation de 53,8 milliards d'euros requis en fonds propres tient compte des fusions en cours et de leurs répercussions fiscales. Pour plus de renseignements, lire le communiqué de la Banque d'Espagne à ce sujet à l'adresse www.bde.es/f/webbde/SSICOM/20120928/presbe2012_41e.pdf (pour la version anglaise) ou www.bde.es/f/webbde/SSICOM/20120928/presbe2012_41.pdf (pour la version espagnole).

recapitalisation, conjugué à la création par les autorités espagnoles d'une structure de défaisance devant prendre en charge les prêts immobiliers toxiques, devrait contribuer à assainir les bilans des banques nationales et à rétablir le fonctionnement des marchés de crédit intérieurs¹³.

Le 27 novembre 2012, les ministres des Finances des pays de la zone euro (l'Eurogroupe) ont convenu de verser à la Grèce la prochaine tranche du prêt accordé par le Fonds européen de stabilité financière, sous réserve de l'achèvement des procédures nationales nécessaires telles que l'approbation parlementaire. De plus, afin de faire en sorte que la dette souveraine de la Grèce redevienne viable à long terme, ils se sont entendus sur plusieurs mesures concrètes : 1) le taux appliqué aux prêts bilatéraux sera réduit de 100 points de base; 2) les échéances des prêts bilatéraux et des prêts consentis par le FESF seront allongées de quinze ans; 3) les paiements d'intérêts sur les prêts du FESF seront reportés de dix ans; et 4) un programme de rachat de la dette souveraine de la Grèce sera créé¹⁴.

Outre la Grèce, un certain nombre de pays, dont l'Espagne et le Portugal, ont annoncé des plans d'austérité budgétaire en vue de redresser leurs finances¹⁵. Conscients que de tels plans doivent être mis en place à une cadence qui ne doit pas compromettre outre mesure la reprise économique, les trois pays ont allongé l'horizon sur lequel doit s'opérer l'assainissement de leur situation budgétaire, avec l'appui de leurs créanciers (qu'il s'agisse de pays ou d'organismes internationaux).

De sérieux risques menacent la mise en œuvre des réformes annoncées

Les mesures annoncées par les autorités depuis juin constituent certes un pas important dans la bonne voie, mais pour qu'elles soient pleinement efficaces, il est indispensable qu'elles soient mises en œuvre dans un délai raisonnable. Les inquiétudes entourant la capacité du Mécanisme européen de stabilité (MES) de rompre les liens nocifs entre les banques et les marchés de la dette souveraine ont été alimentées par les constants désaccords au sujet de la portée du MES¹⁶. De plus, à cause de la clause de conditionnalité qui y est rattachée et de la peur de jugements négatifs, on craint que les pays en difficulté ne fassent pas appel au MES et au programme d'opérations monétaires sur titres au moment voulu. La création d'un mécanisme de surveillance unique pour les banques de la zone euro a en outre été reportée d'un an et est maintenant prévue pour la fin de 2013. Si ce délai a pour avantage d'accorder plus de temps à la résolution d'importantes questions relatives au fonctionnement de ce mécanisme¹⁷, il signifie aussi que la recapitalisation directe des banques par le MES ne

¹³ On trouvera une description de cette structure de défaisance et des plans de recapitalisation à l'adresse www.frob.es/index_en.html (pour la version anglaise) et à l'adresse www.frob.es/index.html (pour la version espagnole).

¹⁴ Voir www.eurozone.europa.eu/media/854890/eurogroup_statement_greece_27_november_2012.pdf.

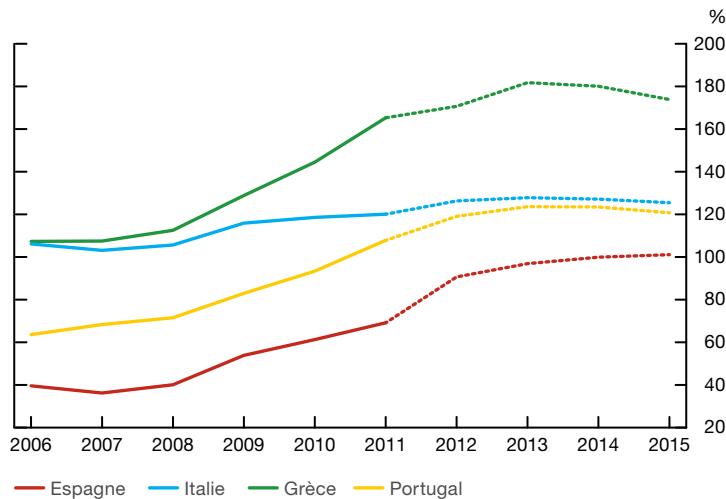
¹⁵ Le budget de la Grèce pour l'exercice 2013, adopté par le Parlement en novembre, comporte des réductions supplémentaires de 9,4 milliards d'euros au titre des salaires, des pensions et des avantages sociaux, une majoration des impôts et le relèvement de l'âge d'admissibilité à la retraite. L'Espagne, dans son budget pour l'exercice 2012-2013, prévoit des compressions additionnelles de quelque 40 milliards d'euros, dont une réduction de 8,9 % des dépenses des ministères et un gel de la rémunération des fonctionnaires. En octobre, le Portugal a annoncé d'autres mesures budgétaires rigoureuses, notamment des augmentations substantielles de l'impôt sur le revenu et une nouvelle amputation des dépenses publiques.

¹⁶ Pensez, par exemple, aux déclarations contradictoires de dirigeants européens au sujet du traitement à accorder aux actifs toxiques accumulés avant la crise.

¹⁷ Parmi ces questions complexes, mentionnons la définition du rôle des organismes de réglementation nationaux par rapport à celui de l'instance commune, l'applicabilité des règles de surveillance aux institutions financières européennes établies à l'extérieur de la zone monétaire et la séparation entre les mandats respectifs de la BCE au titre de la politique monétaire et de la surveillance bancaire; certaines questions pratiques doivent aussi être réglées, par exemple, l'embauche du personnel.

Graphique 7 : La dette souveraine d'un certain nombre de pays de la zone euro devrait demeurer élevée

Dette brute des administrations publiques en pourcentage du PIB nominal



Nota : La dette brute des administrations publiques regroupe les créances sur tous les ordres de gouvernement. Les traits discontinus correspondent aux projections du Fonds monétaire international.

Source : FMI, *Fiscal Monitor*, octobre 2012

Dernière valeur du graphique : 2015

pourra probablement commencer qu'au début de 2014, et non dans les premiers mois de 2013 comme on l'avait d'abord escompté. Une fois en place, le cadre de surveillance unifiée favorisera une évaluation plus exhaustive de la santé du secteur bancaire de la zone euro, puisqu'il permettra de mieux prendre en compte les intérêts de l'ensemble de ses participants.

Les projections d'une croissance anémique en Europe rendent très ardu l'assainissement des finances publiques. La dette souveraine de la Grèce, de l'Espagne et du Portugal devrait continuer d'augmenter, malgré les plans de redressement budgétaire en place (Graphique 7). La stagnation de l'économie pourrait aussi miner la volonté publique et politique d'effectuer les nécessaires réformes des programmes de droits à prestations (comme les régimes de retraite).

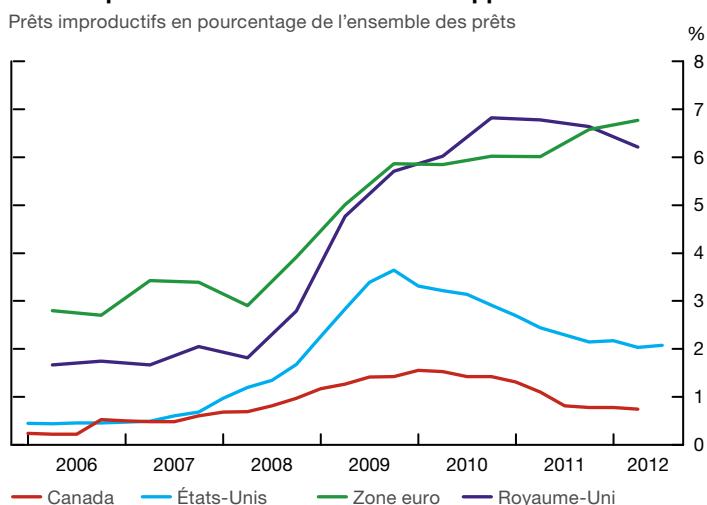
La faiblesse de l'activité économique rend le système financier plus vulnérable

La morosité de l'activité économique est l'un des facteurs qui pèsent sur la rentabilité des banques de la zone euro¹⁸. Plus précisément, la qualité du crédit des portefeuilles de prêts bancaires s'est dégradée (Graphique 8), une évolution dont se ressentent surtout les banques fortement exposées aux États de la périphérie. En Espagne, les charges de prêts douteux ont presque doublé au cours des trois dernières années, ce qui s'explique principalement par la hausse des charges pour prêts immobiliers douteux (Graphique 9). Malgré les nombreuses passations en charges et les importantes provisions pour dépréciation déjà comptabilisées, on peut s'attendre à ce que l'affaiblissement de plus en plus marqué de l'économie espagnole donne lieu à de nouvelles pertes.

¹⁸ Les autres facteurs sont les tensions sur les dettes souveraines, l'incertitude sur le plan macroéconomique et la faiblesse persistante des taux d'intérêt. De plus, les banques devront assumer d'importants coûts de transition liés à leurs efforts de restructuration, de réduction de leur levier et de conformité aux nouvelles règles (notamment, les normes de fonds propres, la directive européenne sur les exigences de fonds propres [CRD IV] et la mise en œuvre du dispositif de Bâle III à l'échelle européenne).

Les marchés du crédit de la zone euro ont continué de se fragmenter. Cela tient en partie à la réduction des leviers d'endettement, l'épreuve de la crise et le renforcement des normes de fonds propres ayant amené les institutions financières à détenir moins d'actifs risqués et davantage d'obligations émises par les gouvernements des pays où elles sont établies¹⁹. Cette fragmentation concourt aux écarts entre les taux débiteurs pratiqués d'un

Graphique 8 : Le volume des prêts improductifs dans les portefeuilles des banques de la zone euro est encore appréciable

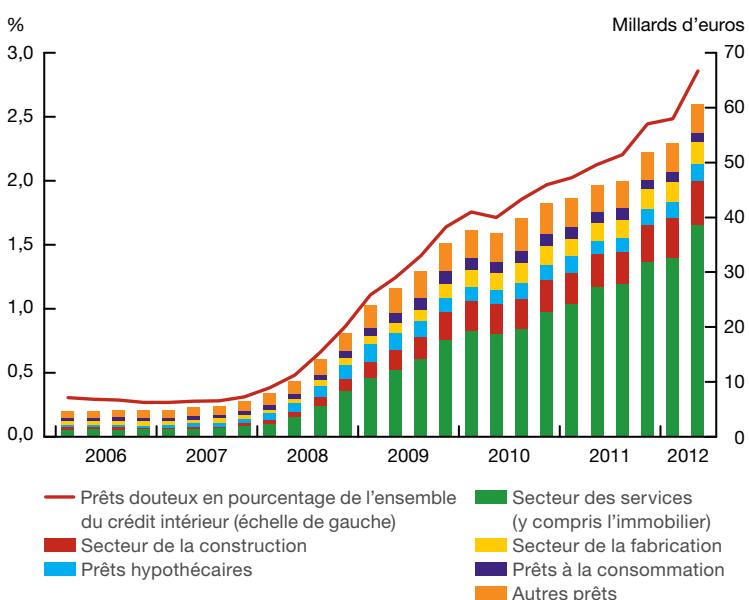


Nota : L'échantillon est composé de 6 banques du Canada, 8 des États-Unis, 9 de la zone euro et 5 du Royaume-Uni.

Dernières observations : juillet 2012 (Canada); septembre 2012 (États-Unis) et juin 2012 (autres pays)

Sources : relevés réglementaires soumis par les banques canadiennes et Bloomberg

Graphique 9 : Les charges de prêts douteux comptabilisées par les banques espagnoles sont en hausse



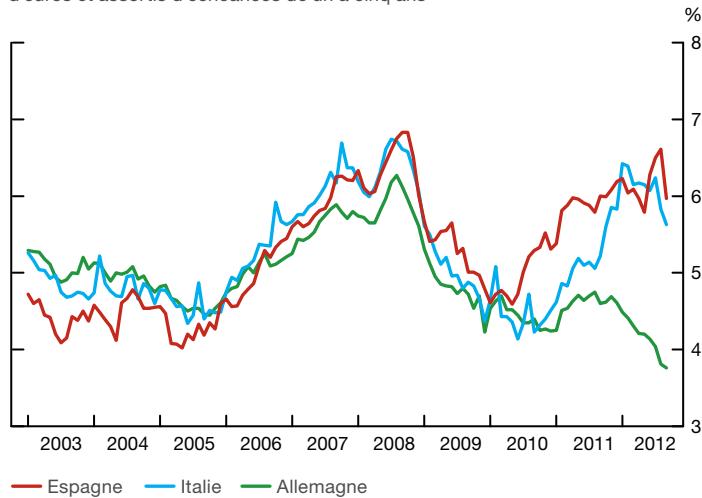
Source : Banque d'Espagne

Dernière observation : 2012T2

¹⁹ D'autres facteurs ayant alimenté la fragmentation des marchés du crédit en 2011 et au premier semestre de 2012 ont été le risque (perçu) que des pays quittent la zone euro et les retombées des précédents programmes d'acquisition d'actifs de la BCE.

Graphique 10 : Les écarts se creusent entre les taux des prêts aux petites entreprises au sein de la zone euro

Taux convenu annualisé; prêts dont la valeur nominale est inférieure à 1 million d'euros et assortis d'échéances de un à cinq ans



Source : Banque centrale européenne

Dernière observation : septembre 2012

pays à l'autre — les taux des prêts aux petites entreprises (ceux de moins de 1 million d'euros) sont considérablement plus élevés dans les États périphériques que dans les principaux pays de la zone euro (Graphique 10). Les plus récentes enquêtes indiquent qu'au troisième trimestre, les banques ont encore durci les conditions des prêts qu'elles octroient aux entreprises.

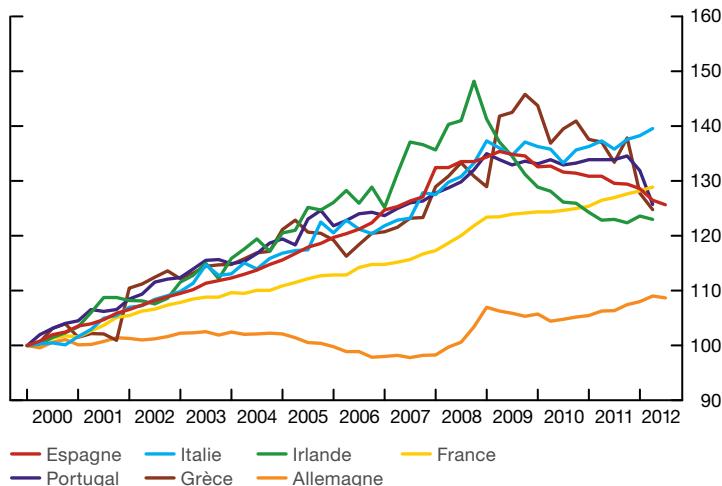
Enfin, on s'interroge sur la capacité des banques de générer des bénéfices soutenus à l'avenir (Graphique 4). Bien que la réduction des leviers d'endettement et des portefeuilles d'actifs non stratégiques ait contribué à améliorer les ratios de fonds propres et les profils de liquidité des banques à court terme, elle pourrait aussi brider la croissance future des revenus.

Les dirigeants européens doivent continuer à promouvoir les réformes

La mise en œuvre d'un cadre complet de politiques inspirées de certaines des mesures déjà annoncées est indispensable à la résolution des déséquilibres au sein de la zone euro. Ces déséquilibres sont causés par les écarts de compétitivité substantiels entre les États périphériques et les grandes économies de la zone euro (l'Allemagne surtout) qui se sont formés avant la crise (Graphique 11). Bien que certains progrès aient été faits pour amenuiser ces écarts, il faut que tous les pays, qu'ils soient débiteurs ou créanciers, poursuivent les réformes structurelles, dans le but notamment d'accroître la flexibilité du marché du travail et la mobilité de la main-d'œuvre. Parallèlement, il importera d'assurer aux États vulnérables un accès à du financement à un coût raisonnable pendant la mise en œuvre de ces réformes structurelles. Il faut également que l'union bancaire entre les membres de la zone monétaire soit pleinement déployée. Cela nécessitera la réalisation du projet actuel de surveillance bancaire par une instance unique, auquel devront se greffer un système commun de garantie des dépôts et une stratégie de résolution des défaillances transfrontières de banques. Une attention additionnelle devra être accordée aussi aux ajustements constitutionnels et institutionnels requis pour régler les questions soulevées par la surveillance budgétaire et la mutualisation des dettes

Graphique 11 : Pour de nombreux pays de la zone euro, la compétitivité est encore un problème

Coûts unitaires de main-d'œuvre en termes nominaux (base 100 de l'indice : 2000T1)



Sources : Eurostat, Institut national de statistique du Portugal et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : 2012T3 (Espagne et Allemagne) et 2012T2 (autres pays)

souveraines. Le cadre opérationnel qui en résultera devra être crédible et clairement expliqué si l'on veut que l'incertitude élevée qui règne actuellement à ce sujet puisse être dissipée.

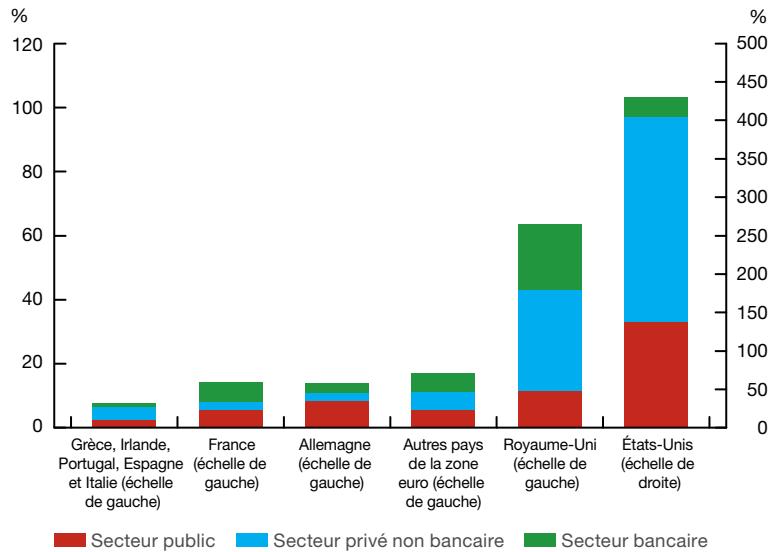
Les institutions financières canadiennes pourraient souffrir d'une recrudescence de la crise dans la zone euro

Jusqu'à maintenant, le Canada n'a pas été ébranlé par les turbulences qui ont secoué la zone euro, principalement grâce à la situation relativement saine de ses finances publiques et au fait que son secteur bancaire est bien doté en capital et solide (Graphique 3). Néanmoins, un regain des tensions au sein de la zone euro et leur propagation à tout le continent européen et au reste du monde pourraient avoir des répercussions notables sur le système financier canadien. Comme il a été indiqué précédemment, les effets d'une telle détérioration se transmettraient à l'économie canadienne non seulement par la voie des échanges commerciaux, mais surtout par les canaux des liens financiers et de la confiance.

L'exposition directe du système financier du Canada aux émetteurs des pays en difficulté de la zone euro est limitée et elle s'atténue depuis 2009 (Graphique 12); en revanche, le volume des prêts accordés à des entités américaines et britanniques, important déjà, s'est accru. Si la crise devait toucher ces entités de plein fouet, les conséquences pour les banques canadiennes (qui accuseraient des pertes sur ces créances) pourraient être considérables. Les craintes liées au risque de contrepartie pourraient provoquer une majoration brutale des coûts de financement des banques, lesquelles pourraient à leur tour relever les taux auxquels elles consentent des prêts aux entreprises et aux ménages. Selon un scénario extrême, il pourrait même en résulter une paralysie des marchés mondiaux du crédit qui empêcherait les institutions financières canadiennes de faire appel au financement de gros. Ces effets pourraient être amplifiés par le fort degré d'interconnexion qui existe entre les banques canadiennes.

Graphique 12 : Les banques canadiennes sont peu exposées de façon directe aux créances sur des entités des pays de l'Europe périphérique

Ventilation sectorielle des créances transfrontières des banques canadiennes mesurées en fonction du risque final et calculées en pourcentage des fonds propres de catégorie 1



Dernières observations : créances transfrontières — juin 2012 (toutes les banques); fonds propres de catégorie 1 — juin 2012 (banques dont l'exercice se termine en décembre) et juillet 2012 (banques dont l'exercice se termine en octobre)

Source : relevés réglementaires soumis par les banques canadiennes

Faiblesse de la demande mondiale

L'économie mondiale traverse actuellement une période marquée par une insuffisance de la demande causée, en partie, par l'ajustement asymétrique des déséquilibres mondiaux des balances courantes qui se sont développés avant la crise financière. Cette asymétrie s'explique par la réduction des leviers d'endettement dans plusieurs économies confrontées à des déficits courants, et par l'absence de mesures qui soient suffisantes pour stimuler la demande dans les pays affichant des excédents de leurs comptes courants. Le risque est que la faiblesse de la demande mondiale s'aggrave ou qu'elle s'enracine davantage, ce qui pourrait encore ralentir le redressement des bilans des secteurs public et privé dans les pays avancés, et accroître les vulnérabilités des institutions financières face à une évolution macroéconomique défavorable. Le système financier canadien serait alors touché par la voie des canaux du commerce, des liens financiers et de la confiance décrits précédemment.

Dans ce cas de figure, le niveau élevé de la dette publique et sa trajectoire insoutenable dans certaines économies avancées constituent un problème sous-jacent majeur pour le processus de désendettement. À court terme, le risque le plus important concerne le précipice budgétaire aux États-Unis, qui, s'il n'était pas évité, provoquerait une récession dans ce pays et un ralentissement marqué de la croissance à l'échelle internationale. Même si le précipice budgétaire est évité, les efforts d'assainissement budgétaire qu'il faudra fournir pour amener le ratio dette publique/PIB de certaines des grandes économies à un niveau viable freineront sensiblement la croissance mondiale à moyen terme.

Il serait possible d'atténuer les effets de la réduction des leviers d'endettement sur la demande mondiale par une reprise de la croissance de la demande intérieure au sein des pays affichant un excédent. De fait, dans la foulée de la crise financière mondiale, l'énorme programme de relance intérieure mis en place en Chine a fourni un soutien considérable à l'expansion dans le monde. Cette fois, parce que les autorités craignent d'accentuer les déséquilibres financiers, la réaction sur le plan de la politique budgétaire a été relativement limitée. Or, sans réformes structurelles, le taux de croissance de l'économie chinoise pourrait ralentir encore et affaiblir davantage la demande mondiale.

La Banque estime qu'une faiblesse croissante de la demande mondiale pose un risque moyennement élevé pour le système financier canadien²⁰.

Le précipice budgétaire, un risque majeur pour les perspectives à court terme de l'économie américaine et de l'économie mondiale

L'ampleur et le calendrier de l'assainissement budgétaire qui sera mis en œuvre à court terme aux États-Unis continuent de donner lieu à beaucoup d'incertitude. Dans son scénario de référence, la Banque prend pour hypothèse que le freinage budgétaire équivaudra à environ 1,5 point de pourcentage en 2013 et en 2014. Toutefois, il est possible que la législation en vigueur induise un resserrement très important de la politique budgétaire américaine au début de 2013, puisqu'une partie des baisses d'impôts et la prolongation des allocations de chômage sont censées prendre fin au moment où devraient s'appliquer les réductions automatiques des dépenses associées aux compressions budgétaires. L'effet modérateur qui en découlerait en 2013 — que beaucoup qualifient de « précipice budgétaire » — retrancherait quelque 4 points de pourcentage à la croissance du PIB réel des États-Unis l'an prochain²¹. Une telle situation ébranlerait l'état toujours fragile de la demande intérieure privée et pousserait l'économie américaine dans une récession.

Une récession, à son tour, exacerberait les fragilités présentes actuellement au sein du secteur bancaire et du secteur du logement aux États-Unis et serait amplifiée par elles. Malgré l'amélioration de leurs bilans (le ratio des capitaux propres en actions ordinaires au total de l'actif ayant grimpé de 25 % depuis le quatrième trimestre de 2007), les principales banques américaines restent aux prises avec certaines difficultés. Premièrement, elles détiennent encore un parc imposant de propriétés saisies²², qui font partie du stock « caché » de logements. Si le précipice budgétaire devait se produire, il provoquerait une augmentation importante des pertes sur prêts et une aggravation du problème que pose le stock caché de logements. Deuxièmement, une incertitude considérable entoure la possibilité que de nouvelles poursuites judiciaires soient engagées contre des banques américaines (ce qui pourrait éventuellement grever leurs futurs revenus), et également la

²⁰ L'étendue de ce risque a été redéfinie depuis la livraison de juin de la RSF et englobe désormais les préoccupations soulevées tant par les déséquilibres mondiaux des comptes courants que par la faiblesse de l'activité dans d'autres économies avancées. Par conséquent, ce risque ne se compare pas directement aux risques exposés en juin dans la section « Faiblesse de l'activité dans d'autres économies avancées » ou « Déséquilibres mondiaux ». Ce changement s'explique surtout par le fait que les risques associés à une correction désordonnée des déséquilibres des comptes courants (croissance atone et inégale de l'économie mondiale) coïncident avec les inquiétudes reliées au maintien de la faiblesse de l'activité dans les économies avancées.

²¹ Voir le *Rapport sur la politique monétaire* paru en octobre 2012 : www.bankeducanada.ca/2012/10/publication/periodiques/rapport-sur-la-politique-monetaire/rpm-octobre-2012/.

²² Ces propriétés ont été saisies à la suite de défauts de paiement hypothécaire et sont restées invendues.

capacité et la volonté de ces établissements de prêter aux entreprises et aux ménages²³. Un durcissement des critères de prêt par les institutions financières intensifierait les vents contraires qui freinent l'activité réelle.

Bien qu'aux États-Unis, le ratio de la dette au revenu des ménages ait nettement diminué par rapport à son sommet, l'endettement des ménages demeure élevé en regard du passé, et la réduction continue des leviers d'endettement devra se poursuivre pour que la vulnérabilité de ce secteur face aux chocs macroéconomiques défavorables s'atténue. Cependant, au vu des niveaux de dette actuels, une récession induite par le précipice budgétaire pourrait conduire à un désendettement rapide et désordonné, un nombre accru de ménages manquant alors à leurs obligations tandis que d'autres comprimeraient leurs dépenses. Une telle situation amplifierait le ralentissement de l'activité réelle.

Étant donné l'importance de l'économie américaine dans l'expansion de l'économie mondiale, une décélération marquée et abrupte de l'activité aux États-Unis pourrait causer une panne de croissance dans le reste du monde, ce qui aurait des retombées négatives sur le système financier international.

Les efforts d'assainissement budgétaire nécessaires à moyen terme dans plusieurs économies avancées présentent des risques macroéconomiques importants

L'endettement des administrations publiques est élevé et affiche une trajectoire ascendante insoutenable dans un certain nombre de grandes économies avancées, notamment aux États-Unis et surtout au Japon (**Graphique 13**). D'après les estimations du Fonds monétaire international (FMI), les ajustements que devront apporter à moyen terme les grandes économies avancées pour parvenir à un ratio d'endettement viable seront considérables²⁴.

S'ils devaient être menés de manière désordonnée — comme l'illustre le précipice budgétaire qui vient d'être évoqué —, ces ajustements accentueraient la faiblesse de la demande mondiale. Un changement de la perception des marchés à l'endroit du risque souverain pour une ou plusieurs économies avancées pourrait hâter un assainissement désordonné, et conduire à une hausse du coût du service de la dette ainsi qu'à un recul de l'activité économique. Selon ce scénario, la réduction des leviers d'endettement budgétaire serait à terme plus importante et plus pénible pour l'économie mondiale et le système financier.

Sans un déplacement de la demande vers la consommation, les perspectives de croissance à moyen terme de l'économie chinoise pourraient s'assombrir et accentuer les fragilités du système financier

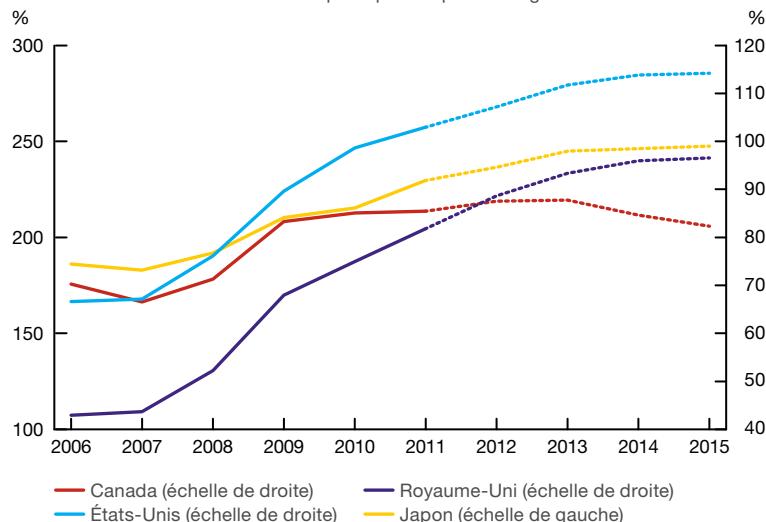
Pendant la crise financière, la robuste croissance en Chine — soutenue par un énorme programme de relance intérieure — et dans d'autres économies émergentes avait permis de modérer la baisse d'activité dans le monde. Par contre, la modération en cours de la croissance du PIB en Chine n'a pas suscité la même réaction de la part des autorités, notamment parce que celles-ci craignent un retour des déséquilibres engendrés dans le secteur

23 Ces poursuites viendraient s'ajouter aux procédures de litige déjà engagées contre des banques américaines, notamment des procès qui mettent en cause des pratiques contestables relativement à l'octroi de prêts et aux normes de souscription des prêts hypothécaires, l'émission frauduleuse de titres adossés à des créances hypothécaires et la manipulation du LIBOR, taux interbanques offert à Londres.

24 Voir la livraison d'octobre 2012 du *Fiscal Monitor* (FMI).

Graphique 13 : Les finances publiques d'un certain nombre d'économies avancées devraient rester sous tension

Dette brute des administrations publiques en pourcentage du PIB nominal



Nota : La dette brute des administrations publiques regroupe les créances sur tous les ordres de gouvernement. Les traits discontinus correspondent aux projections du Fonds monétaire international.

Source : FMI, *Fiscal Monitor*, octobre 2012

Dernière valeur du graphique : 2015

du logement et les finances des collectivités locales par les précédentes mesures de relance. Dans ce contexte, il existe un risque que les taux de croissance actuels ne puissent être maintenus à moyen terme.

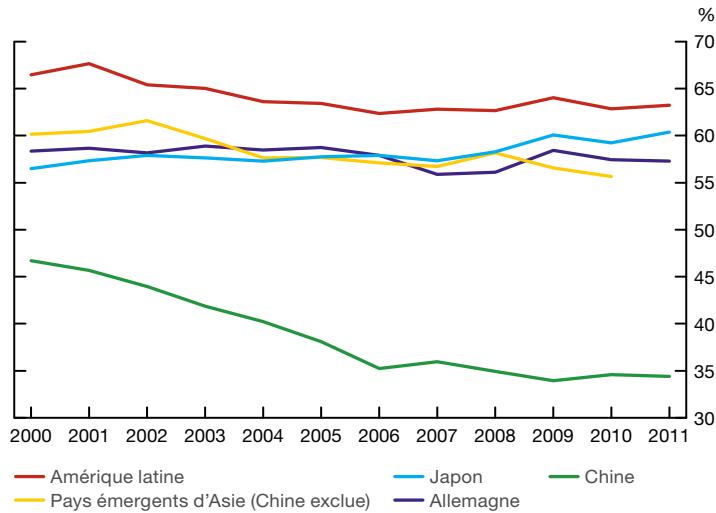
Compte tenu de la faiblesse des perspectives économiques dans le reste du monde et du niveau déjà élevé des investissements, ce n'est que par des changements structurels que la demande chinoise peut s'orienter vers la consommation afin de favoriser une croissance durable. La part de la consommation dans la production est beaucoup plus basse en Chine que dans les autres pays émergents, et également dans les économies avancées qui enregistrent un excédent de leur balance courante (Graphique 14). Le phénomène tient en partie à la rigidité du régime de change nominal chinois et aux hauts niveaux d'épargne de précaution. Un déplacement de la demande en temps opportun exigera une flexibilité accrue du taux de change et des réformes structurelles pour accélérer les ajustements réels.

Les fragilités du secteur financier de la Chine, telles que les déséquilibres observés sur le marché du logement, pourraient accentuer un ralentissement de l'activité économique du pays. Les mesures supplémentaires de politique monétaire non traditionnelles mises en œuvre récemment dans les économies avancées sont susceptibles d'amplifier les déséquilibres de prix des actifs en augmentant les flux de capitaux en direction de la Chine (et d'autres marchés émergents), les investisseurs étant en quête de rendements plus lucratifs.

Le système financier chinois montre des signes de tension : le montant des prêts bancaires improductifs est en hausse, particulièrement dans les établissements de petite et moyenne taille. Le cas échéant, une décélération rapide du rythme de l'activité réelle pourrait entraîner une correction prononcée des prix des logements et une détérioration correspondante accélérée de la qualité du crédit des prêts, surtout s'agissant du financement des infrastructures des collectivités locales car celui-ci est largement adossé à l'actif immobilier. Le durcissement des critères d'octroi du crédit

Graphique 14 : La part de la consommation dans le PIB de la Chine est très faible

Dépenses de consommation des ménages en pourcentage du PIB (en termes nominaux)



Nota : Le groupe des pays émergents d'Asie se compose de l'Inde, de l'Indonésie, de la Corée du Sud, de la Malaisie, des Philippines et de la Thaïlande. Les pondérations accordées à chacun des pays pour le calcul de la moyenne ont été établies sur la base des PIB respectifs pour 2011.

Sources : base de données *World Development Indicators*
de la Banque mondiale et Bureau du Cabinet (Japon)

Dernières observations :
2010 (pays émergents d'Asie) et 2011 (autres pays)

bancaire qui s'ensuivrait intensifierait le ralentissement de l'activité, étant donné que depuis dix ans, l'expansion de l'économie chinoise dépend fortement de la croissance du crédit.

Une autre source de fragilité du système financier est le secteur bancaire parallèle, dont la croissance a été favorisée par la lenteur des réformes ou l'absence de réformes dans certains compartiments du système financier. Les réglementations qui ont maintenu la rémunération des dépôts à des taux artificiellement bas et les restrictions sur les flux de capitaux trans-frontaliers ont alimenté la demande de produits financiers non traditionnels, qui tendent à offrir de meilleurs rendements²⁵. La principale inquiétude concerne le manque de transparence et d'encadrement des contreparties qui évoluent dans ce segment du secteur bancaire parallèle. Par ailleurs, la liquidité de ce segment de marché pourrait se révéler éphémère en cas d'assombrissement des perspectives économiques.

Un nouvel affaiblissement de la demande mondiale pourrait mener à une détérioration du bilan des banques canadiennes

Comme il a été indiqué plus haut, les banques canadiennes ont accru ces dernières années leur résilience aux chocs défavorables en haussant le niveau et la qualité de leurs fonds propres. Un affaiblissement de la croissance de l'économie mondiale se répercute néanmoins sur le système financier canadien de plusieurs façons. En premier lieu, la diminution des échanges commerciaux avec les régions touchées aurait pour effet de brider l'activité économique au pays, d'augmenter le chômage et d'accroître les pertes sur prêts des banques. Le canal du commerce serait particulièrement important si les États-Unis connaissaient une baisse de régime marquée. Un

²⁵ Il convient en particulier de signaler la croissance des prêts intermédiaires (*entrusted loans*) et des prêts fiduciaires (*trust loans*). Les prêts intermédiaires sont organisés par les banques, qui agissent comme intermédiaire entre un prêteur et un emprunteur visé. Ces prêts s'adressent, dans une proportion importante, aux promoteurs immobiliers et sont comptabilisés hors bilan. Les prêts fiduciaires sont le plus souvent restructurés en titres de placement (gestion de patrimoine) et vendus à des particuliers fortunés.

ralentissement de la croissance en Chine entraînerait une baisse des prix des matières premières qui pourrait avoir une incidence considérable sur l'économie réelle. En second lieu, le repli de la croissance mondiale pourrait provoquer sur les marchés une aversion au risque, ce qui diminuerait les revenus que les banques canadiennes tirent des marchés de capitaux tout en alourdisant leurs coûts de financement. Ces conséquences pourraient à leur tour conduire à une hausse des coûts des emprunts et à un durcissement des conditions de crédit pour les entreprises et les ménages au Canada, et également créer des interactions négatives entre l'affaiblissement de l'activité économique et les tensions au sein du système financier.

Situation financière des ménages canadiens et marché du logement

Le haut niveau d'endettement des ménages et les prix élevés dans certains segments du marché du logement demeurent le risque intérieur le plus important pour la stabilité financière au Canada. Ces fragilités pourraient elles-mêmes provoquer des tensions financières ou amplifier considérablement les effets défavorables d'autres chocs sur le système financier.

Au cours des six derniers mois, le rythme de progression des crédits aux ménages a continué de ralentir, mais il est resté supérieur à celui du revenu disponible. Par conséquent, le ratio global de la dette au revenu disponible a encore grimpé. Les simulations de crise effectuées par la Banque indiquent toujours que les ménages sont vulnérables à des chocs économiques négatifs. Sur le marché de l'habitation, les ventes de maisons existantes se sont repliées, ce qui tient en partie aux changements apportés aux règles régissant l'assurance hypothécaire, et la croissance des prix des logements s'est modérée. Toutefois, les forts niveaux d'activité actuels dans la construction, en particulier de logements multiples dans certaines régions, avivent les craintes de déséquilibres futurs de l'offre. Dans ce contexte, le risque appréhendé comporte deux dimensions : d'une part, la possibilité qu'un rebond sur le marché du logement aggrave encore plus les déséquilibres et, d'autre part, celle que le ralentissement actuel du marché se transforme en une correction plus marquée.

Dans l'ensemble, le Conseil de direction estime que les risques liés aux hauts niveaux d'endettement des ménages et aux déséquilibres du marché du logement sont moyennement élevés et demeurent essentiellement inchangés par rapport à juin.

L'endettement des ménages continue d'augmenter

Les données révisées des comptes du bilan national publiées par Statistique Canada montrent que le niveau d'endettement des ménages, mesuré selon le ratio de la dette au revenu disponible, a été plus élevé ces dernières années que ne l'indiquaient les séries précédentes. Pour les raisons mentionnées à l'*Encadré 1*, cette information donne à penser que la vulnérabilité du secteur des ménages est légèrement plus grande qu'estimé antérieurement.

Les données du deuxième trimestre révèlent que le ratio de la dette au revenu disponible des ménages s'est accru de 1 1/2 point de pourcentage pour atteindre 163 %²⁶, tandis que l'écart du ratio crédit total / PIB par rapport à sa tendance est resté élevé (*Graphique 15*)²⁷.

²⁶ À partir de la présente livraison, la Banque utilisera le ratio entre la dette contractée sur le marché du crédit et le revenu disponible des ménages (série CANSIM V62698064), sans le corriger.

²⁷ Des données internationales montrent que l'écart du ratio crédit/PIB peut servir à détecter un éventuel creusement des déséquilibres dans le secteur bancaire. Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a proposé d'utiliser cet indicateur comme guide pour mettre en œuvre le volant de fonds propres contracyclique. Pour obtenir des précisions sur le calcul de cet écart et son utilité, voir l'*Encadré 3* de la livraison de juin 2011 de la *Revue du système financier*, page 25.

Encadré 1

Révision des comptes du bilan national de Statistique Canada

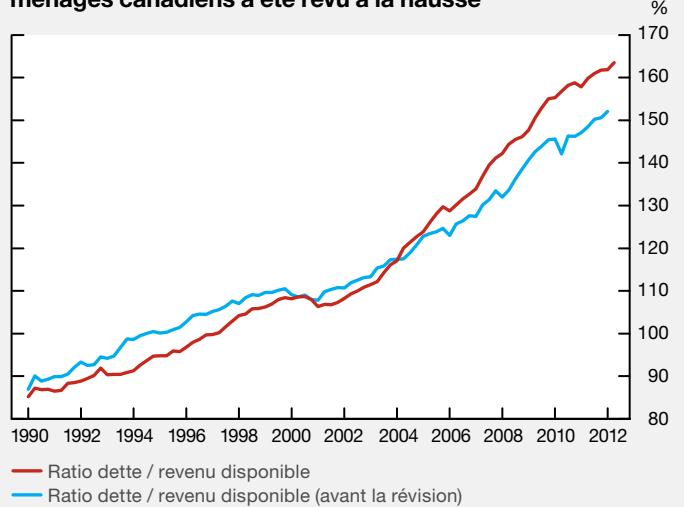
En octobre 2012, Statistique Canada a publié une révision des comptes du bilan national pour la période allant du premier trimestre de 1990 au deuxième trimestre de 2012. Les nouvelles données reflètent la mise en œuvre de nouvelles normes comptables internationales, ainsi que la modification de classifications sectorielles et l'intégration de nouvelles données sources et de méthodes améliorées¹.

Plusieurs de ces modifications présentent un intérêt pour l'analyse de la vulnérabilité des ménages. Tout d'abord, la définition du secteur des ménages exclut désormais les administrations publiques autochtones et les institutions sans but lucratif au service des ménages, ce qui permet une évaluation plus précise du revenu du secteur des ménages et de la situation de son bilan². Ensuite, le revenu personnel disponible a été redéfini de manière à en retrancher, entre autres, les paiements d'intérêts sur la dette à la consommation³. Enfin, une répartition plus exacte des prêts hypothécaires entre le secteur des ménages et celui des entreprises a donné lieu à une légère augmentation du niveau de l'endettement des ménages à la fin de la période.

Ces changements se sont traduits par un ratio de la dette au revenu disponible des ménages canadiens sensiblement plus élevé au premier trimestre de 2012 (**Graphique 1-A**) et un rythme de croissance de la dette pour les dix dernières années supérieur à celui estimé avant la révision⁴. Les modifications des chiffres du revenu disponible des ménages expliquent l'essentiel de la révision à la hausse de ce ratio. Certaines d'entre elles sont d'ordre conceptuel (p. ex., le retranchement des paiements d'intérêts sur la dette à la consommation) et ne fournissent aucune information nouvelle sur la vulnérabilité des ménages⁵, tandis que d'autres tiennent à la plus grande exactitude de la mesure du revenu (p. ex., en raison de la définition mieux circonscrite du secteur des ménages).

Statistique Canada a par ailleurs fourni de l'information sur une méthode permettant de calculer une série corrigée du ratio canadien de la dette au revenu disponible qui est

Graphique 1-A : Le ratio de la dette au revenu disponible des ménages canadiens a été revu à la hausse



Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2012T2

fondée sur des concepts et des définitions comparables à ceux établis pour les mêmes besoins aux États-Unis⁶. Selon cette série, la valeur actuelle est de 151 au pays, contre 140 au sud de la frontière, et elle est inférieure de quelque 13 points de pourcentage au sommet enregistré au quatrième trimestre de 2007 aux États-Unis (**Graphique 1-B**).

D'autres révisions des comptes du bilan national ont eu pour effet de relever le niveau de la valeur nette des ménages (**Graphique 1-C**). Cela s'explique par un changement méthodologique consistant à évaluer les actions non cotées en bourse et la richesse immobilière au prix du marché. S'il est vrai que la hausse de la valeur nette des ménages est un élément favorable dans une perspective de stabilité financière, il peut être difficile de liquider ces actifs dans les périodes de tension sur les marchés.

Les données révisées des comptes du bilan national laissent entrevoir un secteur des ménages un peu plus vulnérable qu'on ne le croyait. Il reste que ces données ne constituent que l'une des sources d'information (dont les microdonnées sur les ménages) que la Banque utilise pour évaluer l'ensemble des risques liés à la situation financière des ménages.

(suite à la page suivante)

¹ Certaines de ces révisions ainsi que les modifications apportées aux comptes nationaux sont traitées dans l'Encadré 3 de la livraison d'octobre 2012 du *Rapport sur la politique monétaire*, que l'on peut consulter à l'adresse suivante : www.banquedcanada.ca/2012/10/publication/periodiques/rapport-sur-la-politique-monetaire/rpm-octobre-2012.

² Cependant, le secteur des ménages comprend encore les entreprises individuelles.

³ Les paiements d'intérêts sur les prêts hypothécaires ont toujours été exclus du calcul du revenu disponible.

⁴ La dynamique de la dette des ménages (selon la série révisée des comptes du bilan national) est maintenant mieux représentée dans la série de la Banque du Canada concernant la croissance de l'ensemble des crédits aux ménages. Cette série repose pour une bonne part sur les relevés réglementaires soumis par les banques.

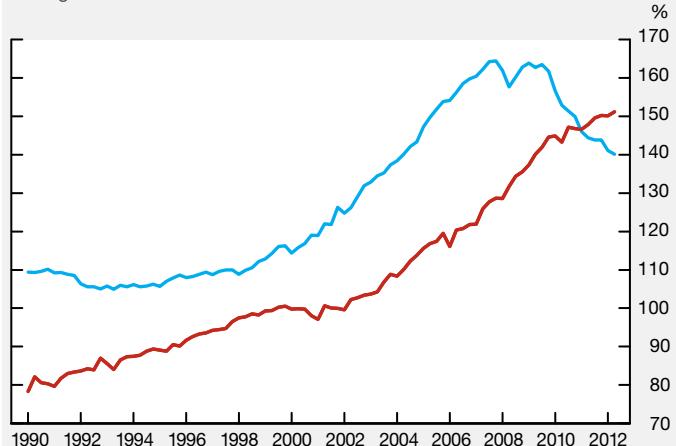
⁵ Comme la série du revenu disponible dont se sert Statistique Canada pour calculer le nouveau ratio du service de la dette (RSD) ne fait pas abstraction du revenu consacré aux paiements d'intérêts sur la dette à la consommation, la révision à la hausse du RSD est relativement faible.

⁶ Le ratio canadien corrigé à des fins de comparaison avec le ratio américain est plus bas que le ratio de la dette au revenu disponible des ménages publié par Statistique Canada, et ce, pour deux raisons principales : 1) les paiements d'intérêts sur la dette à la consommation ne sont pas retranchés du revenu disponible utilisé dans la série corrigée; 2) celle-ci englobe la dette et le revenu des institutions sans but lucratif au service des ménages. On trouvera l'information nécessaire pour l'élaboration de cette série à l'adresse www.statcan.gc.ca/pub/13-605-x/2012005/article/11748-fra.htm.

Encadré 1 (suite)

Graphique 1-B : Compte tenu de définitions comparables, l'endettement des ménages canadiens dépasse actuellement celui des ménages américains, mais il demeure inférieur au sommet enregistré en 2007 aux États-Unis

Ratio global de la dette au revenu



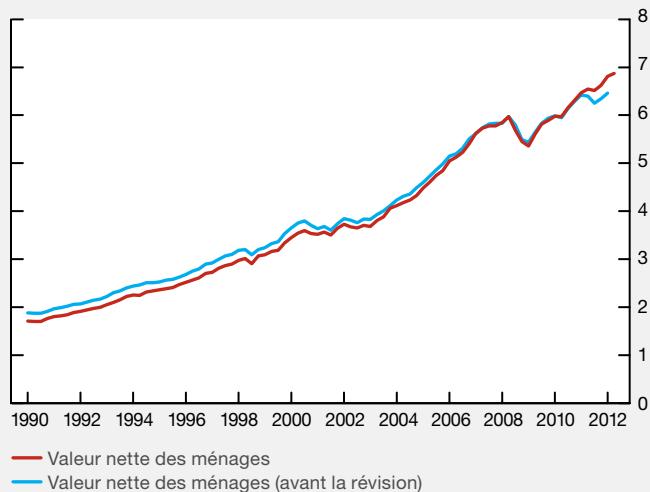
— Ratio canadien ajusté, comparable au ratio américain
— États-Unis

Nota : Le secteur des entreprises individuelles est pris en compte dans le calcul du ratio américain.

Sources : Statistique Canada, Réserve fédérale des États-Unis et calculs de la Banque du Canada Dernière observation : 2012T2

Graphique 1-C : La valeur nette estimée des ménages canadiens est plus élevée après la révision

Billions \$ CAN

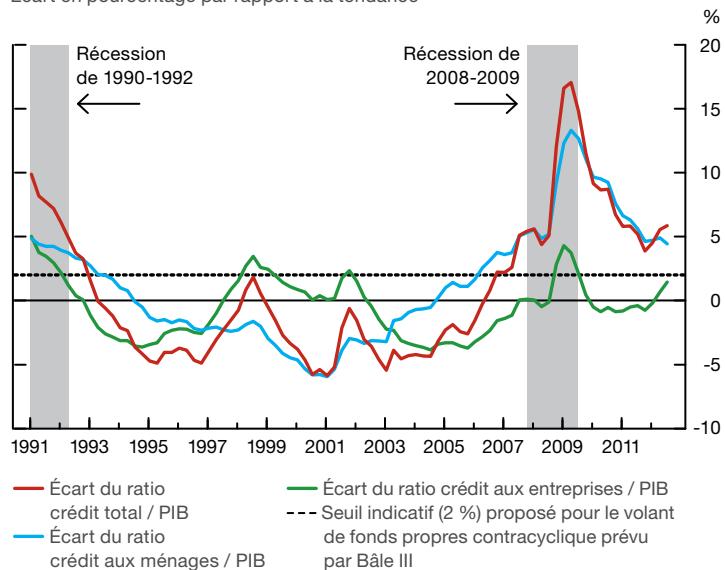


Source : Statistique Canada

Dernière observation : 2012T2

Graphique 15 : L'écart du ratio crédit total / PIB reste élevé

Écart en pourcentage par rapport à la tendance

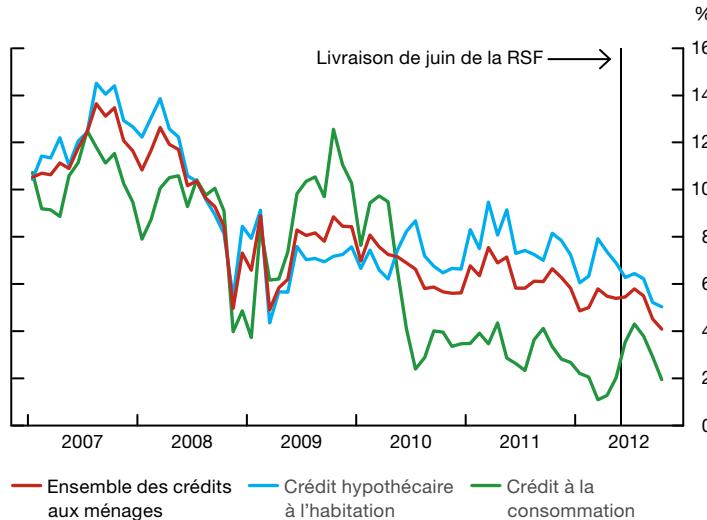


Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2012T3

Graphique 16 : Le rythme de progression des crédits aux ménages a ralenti depuis juin

Taux de croissance calculés sur trois mois et annualisés



Source : Banque du Canada

Dernière observation : octobre 2012

D'après les plus récents chiffres mensuels publiés par la Banque²⁸, le taux de croissance calculé sur trois mois et annualisé de l'ensemble des crédits aux ménages est passé de 5,5 % en juin, au moment de la parution de la *Revue du système financier*, à quelque 4 % en octobre (Graphique 16), à cause d'un tassement de la croissance du crédit hypothécaire et de la faiblesse persistante de la progression du crédit à la consommation. Même si le taux d'augmentation tendanciel dépasse peut-être quelque peu celui observé récemment, les nouvelles données indiquent que le ralentissement survenu dans la croissance du crédit depuis 2010 se poursuit. Cette évolution est imputable à plusieurs facteurs, dont le devancement de l'activité sur le marché du logement, à la faveur de l'amélioration des conditions d'accès à la propriété, ainsi que les effets cumulatifs des changements apportés aux règles de l'assurance hypothécaire (Encadré 2) et le resserrement des lignes directrices en matière de souscription de prêts hypothécaires.

Pour l'avenir, la Banque s'attend à ce que le taux d'accroissement tendanciel du crédit fléchisse encore, l'activité dans le secteur de l'habitation devant retourner à un niveau qui cadre avec les facteurs démographiques. Ce point de vue est compatible avec une stabilisation du ratio de la dette au revenu disponible au cours des quelques années à venir.

Par ailleurs, les arriérés de paiement ont diminué au deuxième trimestre de 2012, tant au titre des prêts hypothécaires qu'au titre de s prêts à la consommation, mais ils demeurent supérieurs aux niveaux d'avant la crise (Graphique 17).

Les bilans des ménages restent exposés au risque de taux d'intérêt

Sous l'effet conjugué de prêts hypothécaires assortis de taux d'intérêt fixes intéressants et de la possibilité d'un resserrement évoquée par la Banque du Canada, la part des nouveaux prêts hypothécaires à taux d'intérêt fixe s'est maintenue à près de 90 % depuis le début de 2012. Cette proportion est bien au-dessus de la moyenne de 55 % établie sur les années 2010 et 2011. Néanmoins, comme le tiers environ de la dette totale existante est actuellement à taux variable, le secteur des ménages

²⁸ Ce document peut être consulté à l'adresse www.banquedcanada.ca/publications-et-recherches/periodiques/sbf.

Encadré 2

Les règles de l'assurance hypothécaire au Canada

Depuis 2008, le gouvernement du Canada a posé des gestes prudents et mesurés pour raffermir les normes minimales applicables aux prêts hypothécaires assurés qui bénéficient de sa garantie, en vue d'appuyer la stabilité à long terme du marché du logement. Le **Tableau 2-A** résume les principales modifications apportées aux règles. La dernière série de changements est entrée en vigueur en juillet 2012.

Tableau 2-A : Principales modifications apportées aux règles relatives aux prêts hypothécaires assurés bénéficiant de la garantie de l'État entre 2008 et 2012

	2008	2010	2011	2012
Date d'annonce	9 juillet	16 février	17 janvier	21 juin
Date d'entrée en vigueur	15 octobre	19 avril	18 mars	9 juillet
Période d'amortissement maximale	Raccourcie de 40 à 35 ans		Raccourcie de 35 à 30 ans	Raccourcie de 30 à 25 ans
Ratio prêt-valeur maximal pour les nouveaux prêts hypothécaires	Réduit de 100 % à 95 %			
Ratio prêt-valeur maximal pour le refinancement des prêts hypothécaires		Réduit de 95 % à 90 %	Réduit de 90 % à 85 %	Réduit de 85 % à 80 %
Ratio prêt-valeur maximal pour les immeubles de placement		Réduit de 95 % à 80 %		
Critères relatifs à la capacité de rembourser	Plafonnement du ratio de remboursement total à 45 %	Pour déterminer l'admissibilité à l'assurance hypothécaire d'un emprunteur qui a opté pour un prêt hypothécaire à taux variable ou d'une durée de moins de cinq ans, il faut dorénavant utiliser le plus élevé des deux taux suivants : le taux prévu au contrat ou le taux d'intérêt fixe applicable au prêt hypothécaire à cinq ans.		Plafonnement du ratio de remboursement brut à 39 % et du ratio de remboursement total à 44 %
Autres modifications	1) Établissement d'une exigence uniforme relativement à la cote de crédit minimale (sauf quelques exceptions limitées) 2) Renforcement des normes de documentation des prêts pour garantir la vraisemblance de la valeur foncière des logements ainsi que des sources et du niveau du revenu de l'emprunteur		Depuis le 18 avril 2011, la garantie d'assurance de l'État ne s'applique plus aux lignes de crédit hypothécaires sans amortissement.	Limitation de la garantie d'assurance de l'État aux habitations dont le prix d'achat est inférieur à 1 million de dollars

demeure exposé au risque de taux d'intérêt. Selon un scénario hypothétique où le taux directeur augmente de 325 points de base d'ici le milieu de 2015 et où les ménages ne gèrent pas leur exposition à la variabilité des taux d'intérêt de façon proactive²⁹, la part de la dette totale du secteur des ménages revenant à ceux dont le ratio du service de la dette (RSD) est égal ou supérieur à 40 % monterait de 12 % en 2011 à quelque 20 % d'ici 2017 (**Graphique 18**), ce qui accentuerait la vulnérabilité du secteur aux chocs défavorables sur le revenu.

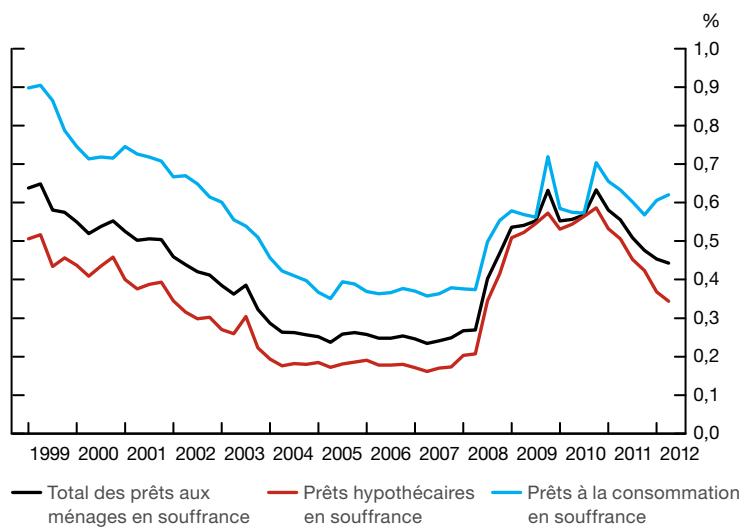
²⁹ Par exemple, on suppose que les ménages ayant souscrit un prêt hypothécaire à taux variable ne passent pas à un taux fixe avant les dates de renouvellement normales et qu'ils ne modifient pas le rythme de remboursement du capital.

*L'essor des prix des maisons et du marché de la revente a ralenti,
mais les mises en chantier restent solides*

L'activité dans le secteur du logement est élevée au regard de ses niveaux historiques depuis près d'une décennie, soutenue en particulier par la robustesse des reventes et de la rénovation (Graphique 19). Les ventes de maisons existantes ont reculé récemment pour s'établir en-deçà de leur moyenne sur dix ans au troisième trimestre. Ce fléchissement tient en partie au resserrement des règles applicables aux prêts hypothécaires. Il est encore trop tôt pour dire si ce repli sera durable.

Graphique 17 : Les arriérés de paiement des ménages sont en baisse, mais ils demeurent supérieurs aux niveaux d'avant la crise

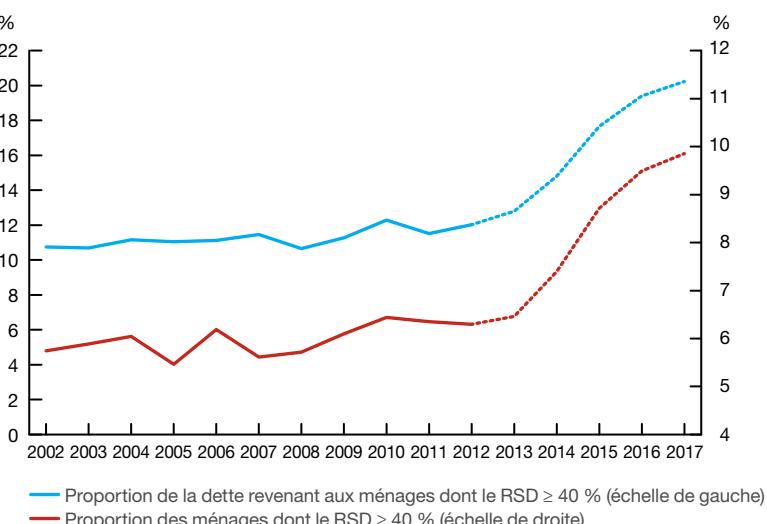
Prêts en souffrance depuis plus de 90 jours, en pourcentage de l'encours des prêts



Sources : relevés réglementaires soumis par les banques canadiennes et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2012T2

Graphique 18 : Une hausse des taux d'intérêt entraînerait une augmentation des mesures de la vulnérabilité



Nota : Les traits discontinus correspondent aux résultats de la simulation. RSD : ratio du service de la dette.
Sources : Ipsos Reid et calculs de la Banque du Canada

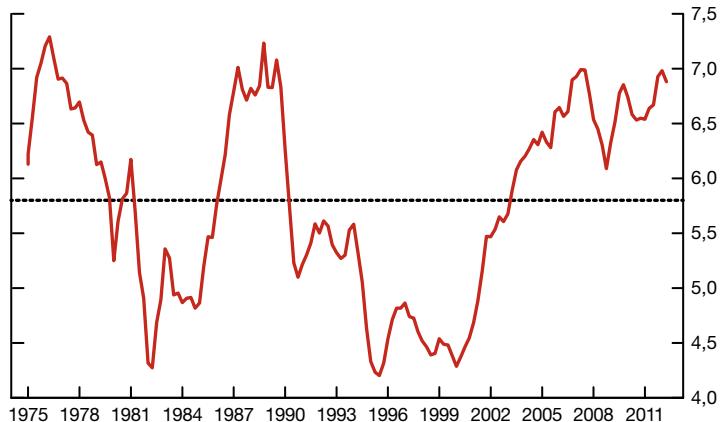
Dernière valeur du graphique : 2017

Entre-temps, le niveau des mises en chantier de logements est demeuré élevé, et les données récentes sur les permis de construire laissent entrevoir que cette vigueur se maintiendra à court terme. Les mises en chantier, qui dépassent depuis le deuxième trimestre de 2011 les niveaux estimés sur la base de la demande d'origine démographique³⁰, ont été particulièrement nombreuses dans le segment des logements multiples.

Bien que la progression des prix des maisons ait ralenti depuis la fin de 2011 au Canada (Graphique 20), ils sont présentement supérieurs d'environ 16 % au sommet antérieur atteint en août 2008³¹. Les mesures

Graphique 19 : La part de l'investissement résidentiel dans le PIB est élevée

Investissement résidentiel en pourcentage du PIB (en termes nominaux)



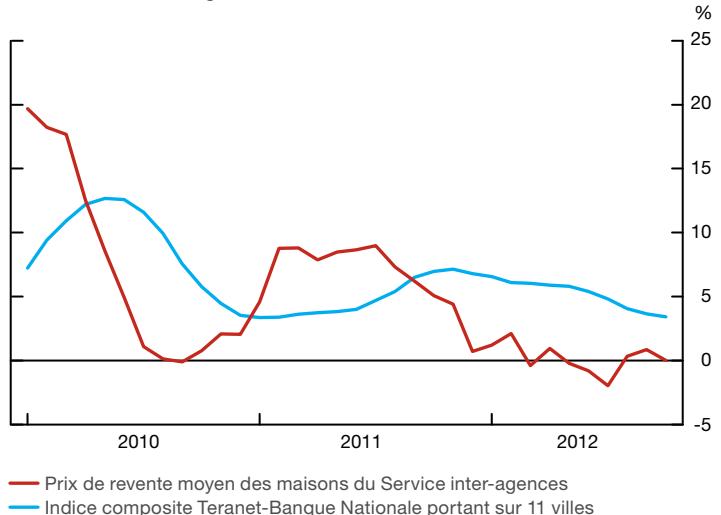
Nota : Le trait discontinu correspond à la moyenne observée depuis 1975.

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2012T3

Graphique 20 : La progression du prix de revente des maisons a ralenti depuis la fin de 2011

Taux de croissance en glissement annuel



Sources : Association canadienne de l'immeuble et Teranet-Banque Nationale

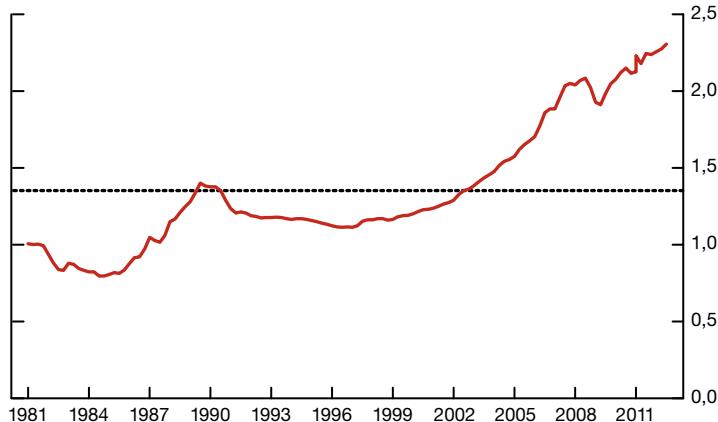
Dernière observation : octobre 2012

³⁰ La demande liée à l'évolution démographique est estimée à environ 185 000 logements en 2012. Cette estimation est calculée par extrapolation selon la méthode des taux de chef de ménage, qui est expliquée dans le Manuel VII (1973) des Nations Unies intitulé *Méthodes de projection des ménages et des familles*.

³¹ D'après l'indice composite des prix des maisons Teranet-Banque Nationale portant sur 11 villes.

Graphique 21 : Le ratio du prix des maisons au loyer est nettement supérieur à sa moyenne historique

Ratio du prix des maisons au loyer



Nota : Le trait discontinu correspond à la moyenne observée depuis 1981.

Sources : Teranet-Banque Nationale, Statistique Canada, Association canadienne de l'immeuble et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2012T3

de l'accessibilité à la propriété sont restées à peu près inchangées depuis juin dernier et continuent de dénoter une certaine surévaluation : les prix des maisons sont élevés tant par rapport aux loyers (**Graphique 21**) que par rapport au revenu disponible (**Graphique 22**). La question de l'accessibilité à la propriété pourrait aussi devenir préoccupante si les taux d'intérêt commençaient à revenir à la normale (**Graphique 23**).

Les ménages sont vulnérables aux chocs économiques négatifs

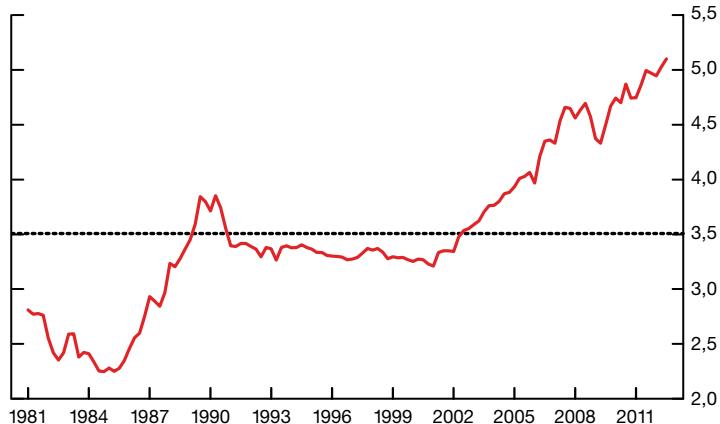
Les ménages canadiens sont vulnérables à deux chocs interdépendants, soit une baisse substantielle des prix des maisons et une détérioration marquée des conditions sur le marché du travail. Leur vulnérabilité s'intensifiera d'autant plus que les déséquilibres persisteront (ou s'accentueront) dans le marché du logement et que leur endettement continuera de croître.

Dans le contexte actuel, le fait que le nombre total de logements en construction ait augmenté et dépasse de beaucoup sa moyenne historique compte tenu de la population suscite une préoccupation particulière (**Graphique 24**). Cette évolution est entièrement attribuable aux logements multiples (qui incluent les logements en copropriété), notamment dans les grandes régions métropolitaines³². L'**Encadré 3** donne des renseignements supplémentaires sur le marché des logements en copropriété à Toronto, qui a connu un vif essor ces dernières années. Si la demande des investisseurs a contribué à propulser la construction sur ce marché à des niveaux supérieurs à ceux que dicterait la demande d'origine démographique, ce marché sera davantage exposé aux revirements d'humeur des acheteurs. Si les logements en chantier ne sont pas absorbés par la demande lorsqu'ils seront terminés dans les 18 à 36 prochains mois, le déséquilibre entre l'offre et la demande deviendra plus prononcé, et le risque d'une correction soudaine des prix s'accentuera.

³² La courbe correspondant aux logements multiples en construction dans le Graphique 24 prend en compte la croissance de la population, mais non tous les facteurs susceptibles d'avoir une incidence sur l'équilibre entre l'offre et la demande sur le marché de la copropriété. Ces autres facteurs sont notamment une évolution des préférences vers la copropriété, une offre limitée de terrains et la présence accrue des appartements en copropriété sur le marché de la location. Il est peu probable toutefois que ces facteurs omis expliquent la majeure partie de l'écart des mises en chantier de logements multiples par rapport à la moyenne historique.

Graphique 22 : Au Canada, les prix des maisons sont encore élevés par rapport au revenu disponible...

Ratio du prix des maisons au revenu

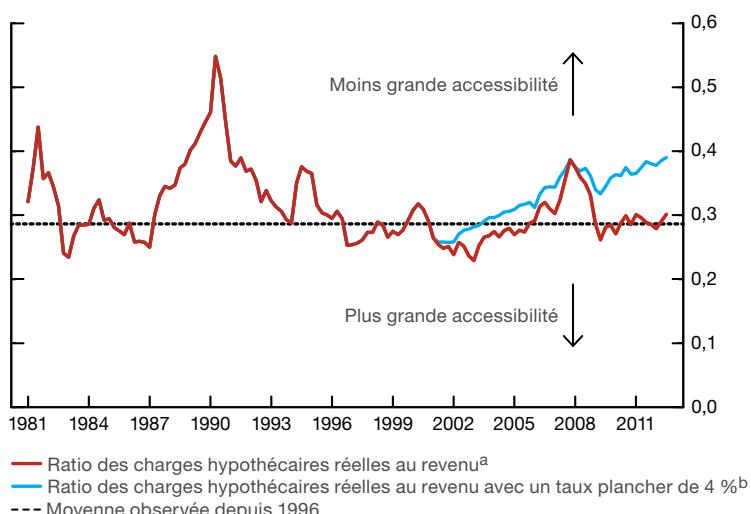


Nota : Le trait discontinu correspond à la moyenne observée depuis 1981.

Sources : Teranet-Banque Nationale, Statistique Canada, Association canadienne de l'immeuble et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2012T3

Graphique 23 : ... et l'accessibilité à la propriété reculerait si les taux d'intérêt se rapprochaient de leur moyenne historique



— Ratio des charges hypothécaires réelles au revenua

— Ratio des charges hypothécaires réelles au revenu avec un taux plancher de 4 %b

- - - Moyenne observée depuis 1996

a. Estimation des charges hypothécaires qu'un acheteur typique d'une première maison, calculées sur la base des taux d'intérêt en vigueur et du prix des maisons, puis rapportées au revenu disponible par travailleur.

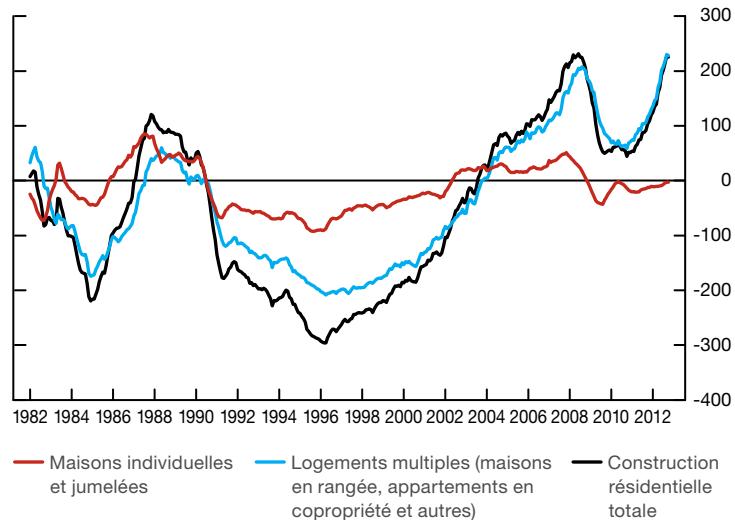
b. Afin d'illustrer à quel niveau s'établirait la mesure de l'accessibilité si les taux d'intérêt avoisinaient des valeurs plus normales, un plancher de 4 % (la moyenne des taux hypothécaires réels enregistrée depuis 1996) a été défini pour le taux d'intérêt réel. Lorsque la valeur observée pour une période donnée est inférieure à 4 %, c'est ce dernier taux qui a été utilisé.

Sources : Teranet-Banque Nationale, Statistique Canada, Association canadienne de l'immeuble et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2012T3

Graphique 24 : Le nombre de logements multiples en construction dépasse de beaucoup sa moyenne historique

Écart calculé par rapport à la moyenne historique; nombre d'unités par 100 000 habitants âgés de 25 ans et plus; principales régions métropolitaines



Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement,
Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : octobre 2012

Des corrections de prix dans des segments déterminés du marché de l'habitation pourraient exercer des pressions à la baisse sur les prix des logements en général. Il s'ensuivrait probablement un repli de l'activité sur le marché résidentiel, qui aurait un effet négatif sur les revenus et l'emploi de même que sur la confiance et l'avoir net des ménages, lesquels réduiraient alors leurs dépenses. Du fait que le recul des revenus et de l'emploi affaiblirait la capacité des ménages à rembourser leurs dettes, les pertes sur prêts des institutions financières s'alourdiraient vraisemblablement. Ces effets pourraient être amplifiés par un resserrement des conditions du crédit, les prêteurs étant soumis à des tensions accrues. Ces facteurs liés entre eux déprimeraient encore davantage l'activité économique et aviveraient les tensions qui pèsent sur les bilans des ménages et des banques. Ils pourraient aussi faire tomber les prix des logements en-deçà du niveau nécessaire pour corriger la surévaluation initiale, le cas échéant.

Dans le cas où un choc toucherait directement le marché du travail, une nette aggravation du taux de chômage produirait des effets macrofinanciers défavorables semblables à ceux décrits à l'égard du choc sur les prix des logements. Les incidences d'une dégradation des conditions du marché du travail sont examinées ci-après dans le cadre d'une actualisation du scénario de simulation de crise exposé dans la livraison de juin 2012 de la *Revue du système financier*.

Les arriérés de paiement sur les prêts aux ménages augmenteraient de façon marquée selon une simulation de crise faisant intervenir un choc hypothétique sur le marché du travail

À l'instar des simulations de crise précédentes, le scénario de choc postule une hausse de trois points de pourcentage du taux de chômage et une augmentation de la durée moyenne du chômage de six semaines par rapport aux niveaux actuels. Il comporte également des reculs correspondants de l'expansion du crédit, de la progression du revenu et des prix des actifs

Encadré 3

Le marché des logements en copropriété à Toronto

L'offre de logements dans les tours d'habitation sur le marché torontois (des appartements en copropriété pour l'essentiel) n'a cessé de croître ces dernières années. Il s'agit, dans la présente note, d'examiner la possibilité de déséquilibres futurs de l'offre sur ce marché par l'analyse des données disponibles sur les ventes de logements nouvellement construits et sur les logements vendus sur plan. Cette approche se veut complémentaire du suivi qui est effectué des logements multiples en construction (voir le **Graphique 24**).

Les données utilisées, qui proviennent de RealNet Canada Inc.¹, sont recueillies mensuellement auprès d'un échantillon composé d'environ 95 % des entreprises de construction de la région du Grand Toronto, et concernent les ventes et le nombre de logements invendus, le type de projet (tours d'habitation ou immeubles de faible hauteur), le type de logement (nombre de chambres à coucher et superficie) et l'état d'avancement du chantier. Un nouvel indice des prix des logements en fait aussi partie. Les données disponibles se rapportant à la plupart des transactions immobilières résidentielles remontent jusqu'à 2007, voire 2000 dans le cas de certaines séries.

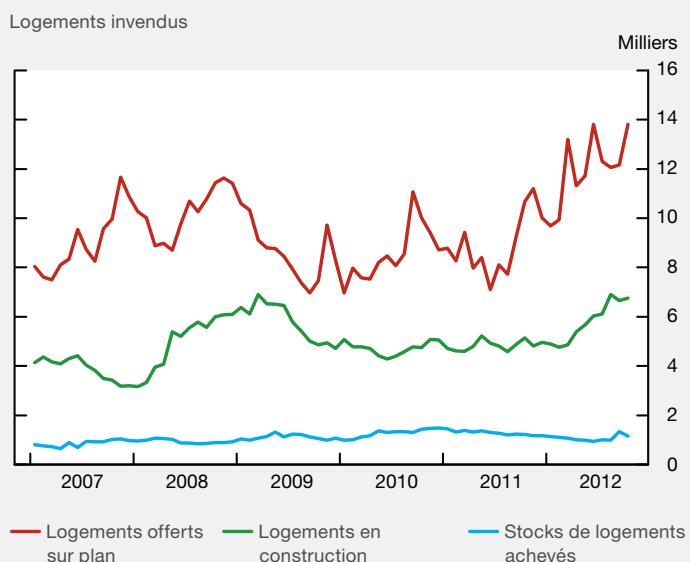
Trois évolutions des toutes dernières années méritent qu'on y accorde une attention soutenue. Premièrement, le nombre de logements en tours d'habitation qui n'ont pas été vendus sur plan avant la construction a progressé depuis juin 2011, passant d'environ 7 000 à 14 000 (**Graphique 3-A**)². Il en va de même des logements invendus avant l'achèvement de ces tours : leur nombre est passé de moins de 5 000 au début de 2012 à près de 7 000. Le stock de logements — à savoir les logements achevés mais invendus — est demeuré faible et à peu près stable comparativement aux deux autres catégories, en dépit de l'augmentation enregistrée ces derniers mois.

Deuxièmement, les prix des logements dans les tours d'habitation se sont stabilisés³ au cours de la dernière année, alors que les ventes dans ce segment ont fléchi (**Graphique 3-B**), ce qui pourrait indiquer que la demande s'essouffle à un moment où l'offre potentielle de logements invendus (y compris les appartements sur plan) reste ferme⁴. Il est ressorti d'entretiens avec des promoteurs que ceux-ci cherchaient à atténuer le risque de surabondance de l'offre immobilière en étalant les projets et en

ajustant à la demande le nombre de logements neufs mis sur le marché. L'ajournement ou l'annulation des projets peut cependant entraîner des coûts élevés. Ainsi, il est prévu en Ontario qu'à partir du moment où le contrat de vente est signé, le constructeur d'habitations en copropriété est tenu au paiement des frais engagés par l'acheteur pour cause d'inachèvement des travaux à la date d'occupation confirmée, jusqu'à concurrence de 7 500 \$.⁵ Il sera donc important de continuer à surveiller la capacité des constructeurs de retarder la mise en chantier des immeubles en cas de contraction plus prononcée que prévu de la demande future.

Enfin, la superficie moyenne des logements vendus en tours d'habitation baisse depuis 2010 (**Graphique 3-C**). Les observations portent à croire que ce phénomène pourrait être attribuable à la progression de la demande des investisseurs⁶, lesquels préfèrent généralement de petits appartements⁷. Une intensification de l'activité de ces derniers pourrait accroître la volatilité des prix et des ventes en cas de tensions dans le secteur du logement.

Graphique 3-A : Le nombre de logements invendus avant la mise en chantier et avant l'achèvement des tours d'habitation s'accroît...



¹ RealNet Canada Inc. est un prestataire indépendant de services de veille immobilière et la source officielle d'information de l'Association des professionnels de l'industrie de la construction et de l'aménagement foncier de la région du Grand Toronto, ainsi que de la section de la région de Calgary de l'Association canadienne des constructeurs d'habitations.

² Le volume total de logements invendus (immeubles de faible comme de grande hauteur) augmente aussi depuis le troisième trimestre de 2011, malgré une baisse des logements invendus dans le secteur des petits immeubles.

³ La croissance du prix au pied carré des logements en tours d'habitation a considérablement ralenti depuis 2010.

⁴ Par le passé, les périodes où les volumes de logements invendus sur plan et durant leur construction ont avoisiné les niveaux actuels n'ont pas été suivies d'un gonflement du stock de logements achevés mais invendus, du fait de la vigueur persistante de la demande.

(suite à la page suivante)

⁵ Des retards considérables dans la mise en chantier d'un projet peuvent causer la perte, pour le promoteur, de son autorisation de construire sur le terrain convoité. L'annulation d'un projet expose le promoteur à la perte des fonds correspondant aux coûts fixes initiaux (frais d'architecture et dépenses de marketing, par exemple).

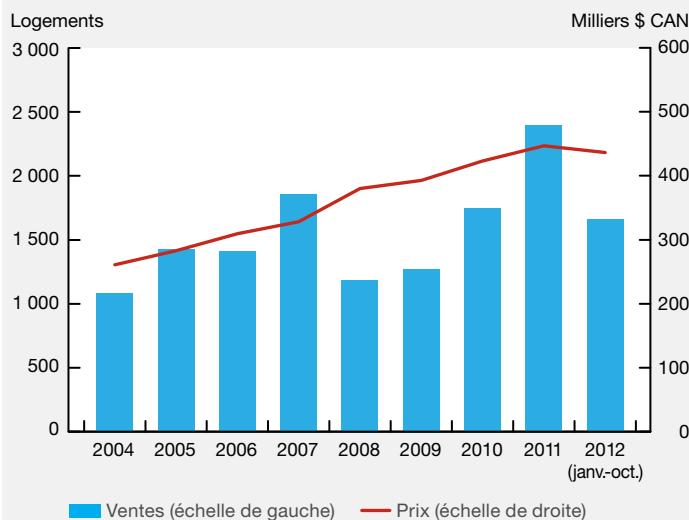
⁶ Il faut entendre ici par « investisseurs » les acheteurs qui acquièrent des logements en copropriété à des fins de location ou de revente.

⁷ Cette réduction de la taille peut aussi tenir à la volonté des promoteurs d'offrir des logements plus abordables, à un changement des restrictions portant sur les terrains résidentiels (p. ex., Plan de la ceinture de verdure) ou encore à une modification de la demande liée à l'évolution démographique.

Encadré 3 (suite)

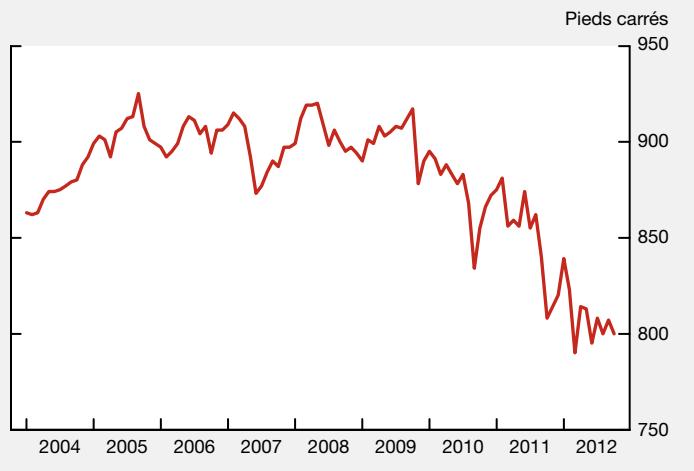
Graphique 3-B : ... alors que les prix de ces logements se stabilisent et que les ventes sont en baisse

Nombre de logements vendus et prix de vente (moyennes mensuelles)



Source : RealNet Canada Inc.

Dernière observation : octobre 2012

Graphique 3-C : Dans les tours d'habitation, la superficie moyenne des logements vendus a diminué

Source : RealNet Canada Inc.

Dernière observation : octobre 2012

financiers, ainsi qu'une majoration de 220 points de base des primes de risque sur les prêts aux ménages (**Tableau 2**). Le taux directeur est maintenu constant pour montrer ce qui se passerait en l'absence de la mise en œuvre de mesures d'atténuation par les autorités monétaires.

Lorsqu'on simule un choc de chômage persistant qui atteint son paroxysme au début de 2014, la proportion des prêts aux ménages en souffrance dans les institutions financières canadiennes monte à 1,2 %, comparativement à environ 0,4 % au deuxième trimestre de 2012 (**Graphique 25**)³³. Ce résultat est conforme à celui de la simulation présentée dans la livraison de juin de la *Revue*, la répartition des vulnérabilités des ménages (mesurées par le ratio du service de la dette) et la valeur initiale des arriérés de paiement sur les prêts ayant peu changé par rapport au mois de juin.

Comme la simulation repose nécessairement sur un certain nombre d'hypothèses simplificatrices, les résultats sont purement indicatifs et ne constituent pas une évaluation complète de tous les canaux de risque possibles. Néanmoins, ils font ressortir la nécessité pour les banques de peser soigneusement le risque global que présente leur portefeuille de prêts aux ménages. En outre, les ménages doivent évaluer leur capacité à rembourser leurs emprunts jusqu'à l'échéance, puisque les taux des prêts finiront un jour par revenir à la normale. La Banque collabore de près avec d'autres autorités fédérales pour évaluer en permanence les risques liés à la situation financière du secteur des ménages.

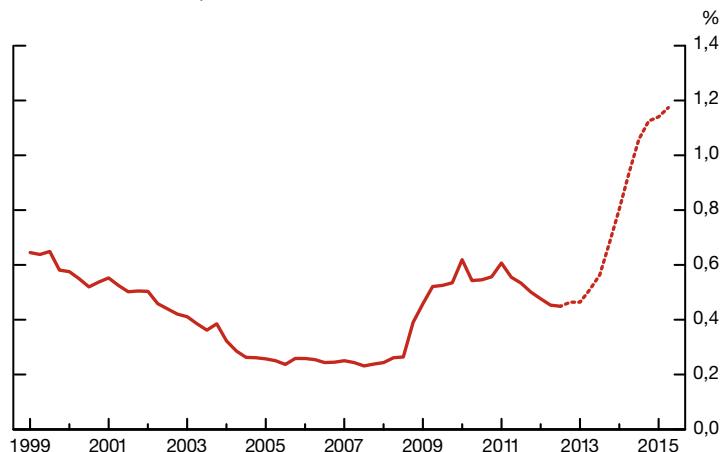
³³ Il n'y a pas de données relatives à la valeur des prêts en souffrance (y compris ceux hors bilan) pour les années antérieures à 1997. Cependant, dans le cas du *nombre* de prêts hypothécaires en souffrance figurant dans les bilans – lequel a tendance à évoluer de pair avec la *valeur* des prêts hypothécaires en souffrance et du total des prêts en souffrance –, on dispose de données qui remontent jusqu'au début des années 1990. Ces données indiquent que la proportion des prêts hypothécaires en souffrance a atteint un sommet de 0,7 % en 1992, comparativement à 1,2 % selon notre scénario de simulation de crise. Aux États-Unis, les prêts aux ménages en souffrance ont représenté jusqu'à 9 % environ du total des prêts aux ménages au début de 2010.

Tableau 2 : Principales hypothèses du scénario de choc

	Crédit et revenu (taux de croissance trimestriel annualisé)		Taux d'intérêt (points de base)		Chômage (en pourcentage)
	Croissance du crédit aux ménages	Croissance du revenu disponible	Taux du financement à un jour	Taux d'emprunt effectif des ménages	Taux
2012T3	4,5	3,0	100	491	7,3
2012T4	4,8	4,0	100	474	7,3
2013T1	5,0	4,0	100	459	7,3
2013T2	1,0	0,0	100	492	8,1
2013T3	1,0	0,0	100	528	8,8
2013T4	1,0	0,0	100	562	9,6
2014T1	1,0	0,0	100	597	10,3
2014T2	2,5	2,0	100	598	10,3
2014T3	2,5	2,0	100	599	10,3
2014T4	2,5	2,0	100	598	10,3
2015T1	2,5	2,0	100	599	10,3
2015T2	2,5	2,0	100	599	10,3

Graphique 25 : Une hausse de trois points de pourcentage du taux de chômage ferait beaucoup augmenter les arriérés de paiement des ménages

Prêts aux ménages en souffrance depuis plus de 90 jours en pourcentage
de l'encours total des prêts



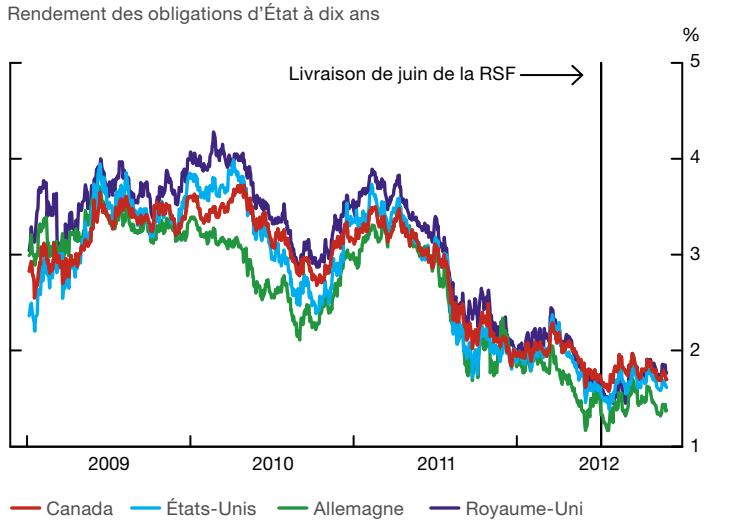
Nota : Le trait discontinu correspond aux résultats de la simulation de crise.

Sources : relevés réglementaires soumis par les banques canadiennes,
Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada Dernière valeur du graphique : 2015T2

Bas niveau des taux d'intérêt dans les grandes économies avancées

Les taux d'intérêt dans plusieurs économies avancées avoisinent des creux historiques, ce qui rend compte en partie de l'incidence des mesures de politique monétaire prises au lendemain de la crise financière mondiale pour contrer le ralentissement prolongé de l'économie (Graphique 26). Bien qu'il soit nécessaire de maintenir les taux d'intérêt à un bas niveau pour soutenir la reprise économique dans le monde, ce contexte peut au fil du temps engendrer des risques pour la stabilité du système financier. Ces risques se manifestent de deux façons. Tout d'abord, la faiblesse des taux exerce des pressions sur les bilans des investisseurs institutionnels dont les engagements s'inscrivent dans la durée (comme les sociétés d'assurance vie et les régimes de pension à prestations déterminées), minant leur situation

Graphique 26 : Les rendements des obligations d'État à long terme se maintiennent à de bas niveaux dans les économies avancées



Source : Reuters

Dernière observation : 30 novembre 2012

financière et les rendant plus vulnérables à des chocs négatifs. Ensuite, des taux d'intérêt faibles fournissent aux investisseurs et aux institutions financières en quête de rendement une incitation supplémentaire à prendre des risques excessifs, ce qui peut fausser la formation des prix des actifs réels ou financiers. Ces deux dimensions du risque sont interreliées puisque la quête de rendement peut être plus forte chez les investisseurs aux prises avec un bilan tendu. Depuis juin, les mesures exceptionnelles de relance monétaire mises en œuvre par certaines banques centrales ont maintenu les rendements à long terme à un bas niveau et exercé une pression à la hausse sur les cours de divers actifs risqués, à la fois en renforçant les attentes des marchés selon lesquelles la période de bas taux d'intérêt sera encore plus longue qu'on ne l'entrevoyait auparavant, et par les effets de portefeuille liés aux opérations elles-mêmes.

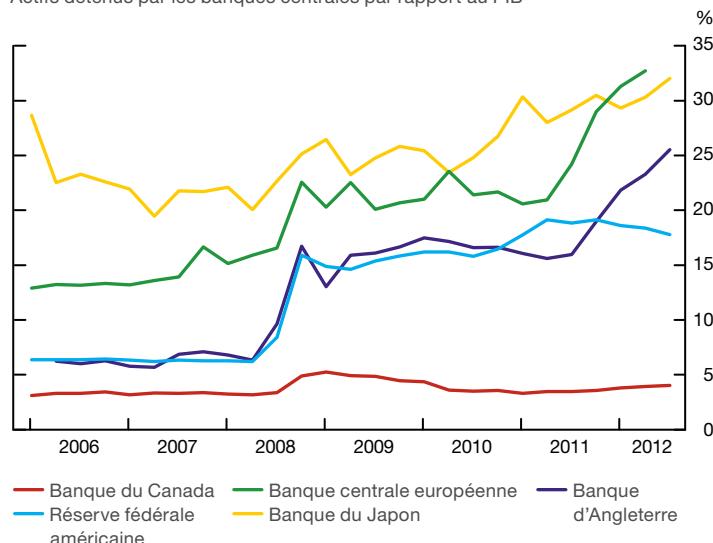
Il existe peu d'éléments indiquant que la prise de risque soit excessive chez les gestionnaires de fonds de pension ou les sociétés d'assurance vie, ou sur les marchés financiers mondiaux en général, mais certains signes donnent à penser que la tolérance des investisseurs à l'égard des risques est en train d'augmenter. Globalement, les risques pesant sur la stabilité financière en raison de la persistance de bas taux d'intérêt sont jugés modérés, malgré une légère montée des préoccupations depuis juin.

On s'attend à ce que les taux d'intérêt dans les grandes économies avancées demeurent bas pendant une période prolongée

Les banques centrales ont considérablement accru la taille de leur bilan au lendemain de la crise financière (Graphique 27). En particulier, dans plusieurs économies avancées, les autorités ont pris des mesures pour renforcer leur politique de détente monétaire. La Réserve fédérale des États-Unis a ainsi annoncé qu'elle allongerait la durée de son programme de prolongation des échéances jusqu'à la fin de 2012 et qu'elle maintiendrait de façon conditionnelle le taux des fonds fédéraux à un niveau exceptionnellement bas, au moins jusqu'au milieu de 2015 — soit environ six mois de plus que selon son engagement conditionnel précédent. Pour assouplir encore davantage sa politique monétaire, la Réserve fédérale a aussi annoncé son intention d'acquérir des

Graphique 27 : Certaines banques centrales ont fortement augmenté la taille de leur bilan ces dernières années

Actifs détenus par les banques centrales par rapport au PIB



Dernières observations : 2012T2 (Banque centrale européenne) et 2012T3 (autres pays)

Sources : Banque du Canada et Statistique Canada; Réserve fédérale et Bureau of Economic Analysis des États-Unis; Banque centrale européenne et Eurostat; Banque d'Angleterre et Office for National Statistics (Royaume-Uni); Banque du Japon et Bureau du Cabinet (Japon)

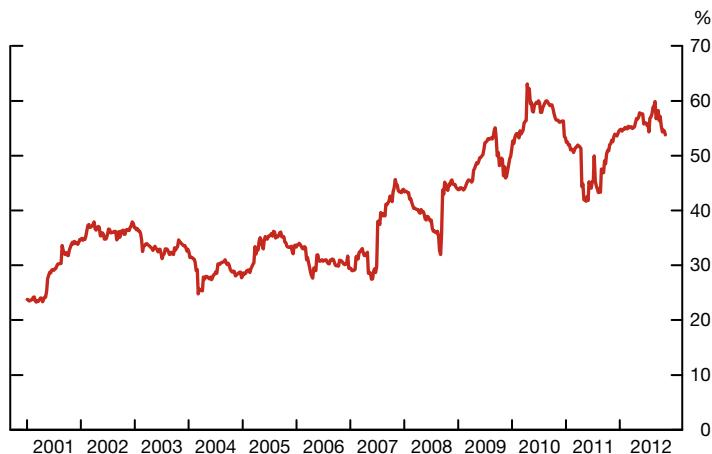
titres hypothécaires émis par des agences fédérales américaines (cette question est abordée page 6). De son côté, en juillet, la Banque centrale européenne a réduit de 25 points de base le taux des opérations principales de refinancement, le faisant passer à 0,75 %, tandis que la Banque d'Angleterre augmentait son programme d'achat d'obligations d'État de 50 milliards de livres pour le porter au total à 375 milliards. Enfin, la Banque du Japon a élargi la taille de son programme d'achat d'actifs, qui est passé de 70 billions à 80 billions de yens en septembre, puis à environ 91 billions en octobre.

Ces mesures sont certes appropriées, mais elles ont contribué à un accroissement des liquidités dans le système financier mondial et pourraient entraîner une distorsion des prix des actifs compte tenu de la quête de rendement à laquelle se livrent les investisseurs et les institutions financières. L'injection exceptionnelle de liquidités par les banques centrales pourrait faire baisser les mesures de la volatilité des marchés financiers et augmenter les corrélations au sein d'un large éventail de classes d'actifs (Graphique 28). Ces corrélations élevées pourraient accroître la probabilité qu'un choc se propage d'une classe d'actifs à une autre, engendrant une plus forte instabilité sur tous les marchés.

Au Canada, les taux d'intérêt à long terme ont reculé pendant une bonne partie des deux dernières années alors même que les taux directeurs restaient inchangés. Ce déclin tient principalement à des facteurs externes, entre autres les effets de débordement de la politique de détente monétaire aux États-Unis et l'assombrissement des perspectives de croissance économique dans le monde. Par ailleurs, la renommée grandissante du Canada en tant qu'économie refuge, liée à la solidité de sa situation budgétaire et de son système financier, provoque un afflux de capitaux étrangers.

Graphique 28 : La covariation des prix des actifs tient peut-être en partie à l'abondance de liquidité au sein du système financier

Estimation de la contribution du premier facteur commun à la variation des rendements au moyen d'une analyse en composantes principales (fenêtre glissante de 52 semaines)



Nota : L'analyse en composantes principales est une méthode statistique décrivant la covariation des variables en fonction d'un petit nombre de facteurs communs non corrélés. Si toutes les données à l'étude étaient parfaitement corrélées, le premier facteur commun expliquerait la totalité des variations observées; inversement, en l'absence de toute corrélation, ce premier facteur ne rendrait compte que d'une petite partie des variations. Les éléments analysés comprennent la plupart des grandes catégories d'actifs comme les actions, les obligations, les produits de base et les produits de change.

Sources : Bloomberg, Bank of America Merrill Lynch et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 30 novembre 2012

Le bas niveau des taux d'intérêt est une source de tensions pour les bilans des assureurs vie

Les résultats financiers pour le troisième trimestre de 2012 montrent que les revenus de base des grandes sociétés d'assurance vie canadiennes sont demeurés modestes, surtout en raison des effets directs et indirects combinés de la persistance de bas taux d'intérêt³⁴. Les effets directs de ces taux se font sentir sur la rentabilité, les sociétés d'assurance vie étant forcées de réinvestir leurs flux de trésorerie à un taux plus faible qu'elles ne l'anticipaient lors de l'établissement initial des polices. De même, les passifs à long terme pourraient devoir être actualisés à un taux de réinvestissement ultime qui diminuera vraisemblablement au fil du temps. Plus une période de bas taux d'intérêt se prolonge, plus les effets directs prennent de l'ampleur. Pour leur part, les effets indirects sont transmis par les décisions de gestion prises pour réagir à la faiblesse des taux.

Les assureurs vie gèrent généralement de manière proactive les risques liés à leurs activités. Au Canada, ils ont mis fin à certaines gammes de produits, en ont remanié d'autres, ont révisé globalement les prix de produits assortis de garanties et ont mis en place de vastes programmes de couverture. De plus, ils ont activement fait valoir des produits qui les exposent à moins de risques financiers.

³⁴ Du fait des normes comptables et actuarielles canadiennes, les sociétés d'assurance canadiennes doivent composer avec le bas niveau des taux d'intérêt depuis beaucoup plus longtemps que nombre d'assureurs étrangers. Il s'ensuit que l'incidence de la faiblesse des taux d'intérêt sur les revenus courants est bien plus marquée chez les assureurs au Canada que dans d'autres pays (en particulier aux États-Unis). Par conséquent, les sociétés canadiennes ont adapté leurs modèles et leurs stratégies d'affaires plus rapidement à ce contexte que leurs homologues étrangères.

Bien que ces mesures aident à rééquilibrer les modèles d'affaires et atténuent l'incidence négative d'instruments qui sont sensibles aux variations des taux d'intérêt, les risques à long terme continuent de présenter un défi de taille pour le secteur. Ainsi, les programmes de couverture importants adoptés pour réduire les risques extrêmes pourraient brider la rentabilité à moyen terme. En outre, bien que les ventes soient demeurées relativement résilientes malgré l'évolution des produits, la persistance de taux d'intérêt faibles pourrait à un moment donné entamer l'attrait global des produits d'assurance. Enfin, même si certains changements mis en œuvre par les sociétés d'assurance vie réduisent la sensibilité de leurs produits au risque de taux d'intérêt, ils pourraient engendrer d'autres risques (*Encadré 4*).

Les stratégies adoptées par les fonds de pension pour contrer le risque de taux d'intérêt peuvent présenter d'autres risques

Le bas niveau des taux d'intérêt continue de créer des problèmes de solvabilité pour les régimes de retraite à prestations déterminées. De par leur nature, ces régimes ont des engagements à long terme dont les échéances sont, dans certains cas, plus éloignées que celles de la plupart des actifs de placement traditionnels. Cette asymétrie les expose à un risque de taux d'intérêt. Lorsque les taux à long terme diminuent, les régimes voient la valeur actuelle de leurs engagements futurs croître dans une plus large mesure que celle de leurs actifs, créant ainsi un déficit de financement.

Pour protéger la situation de capitalisation de leurs régimes contre l'évolution des taux d'intérêt, de nombreux promoteurs ont recours à des stratégies de placement guidées par le passif, qui leur permettent de mieux apparter la sensibilité de leurs passifs et de leurs actifs aux variations des taux d'intérêt. Ainsi, il existe tout un éventail de stratégies de ce type, qui le plus souvent conduisent à allonger la duration moyenne des titres à revenu fixe et à allouer une plus grosse part du portefeuille à des placements à revenu fixe plutôt qu'à des titres de participation, afin d'obtenir une meilleure couverture contre le risque de taux d'intérêt. Certains fonds de pension canadiens plus évolués utilisent le levier financier comme une protection supplémentaire contre le risque de taux d'intérêt, tout en conservant le niveau d'exposition souhaité à d'autres classes d'actifs (notamment les actions) en vue d'accroître les rendements³⁵.

Les stratégies de placement guidées par le passif qui exploitent l'effet de levier reposent en général sur des pensions à plus d'un jour et sur des contrats de produits dérivés comme les swaps de taux d'intérêt et les contrats à terme sur obligations (*Encadré 5*). Bien qu'elles soient efficaces pour réduire l'exposition au risque de taux d'intérêt, ces stratégies soumettent les régimes de pension à des risques supplémentaires, entre autres les risques de refinancement, de liquidité, de contrepartie et de corrélation, qui doivent être bien compris et correctement gérés. Les stratégies à levier financier axées sur le passif ne sont pas encore courantes dans le secteur des fonds de pension au Canada, mais selon certaines indications, de nombreux fonds prévoient de les appliquer quand les taux d'intérêt augmenteront et que leurs ratios de financement s'amélioreront.

³⁵ Cette évolution concerne principalement les grands fonds de pension, quoique des fonds de plus petite taille mettent également en œuvre des stratégies axées sur les passifs et le levier financier par l'entremise de gestionnaires externes.

Encadré 4

L'incidence des facteurs de risque de marché sur le secteur canadien de l'assurance vie

Pour pouvoir respecter leurs engagements, les compagnies d'assurance vie détiennent un grand volume d'actifs, dont la valeur courante peut être influencée par différents facteurs. Par exemple, comme il arrive souvent que leurs placements arrivent à échéance avant que leurs obligations ne deviennent exigibles, les assureurs vie doivent présenter dans leurs rapports financiers des hypothèses sur les taux de rendement des flux de trésorerie qui seront réinvestis. Ces hypothèses sont actualisées tous les trimestres pour tenir compte des changements qui surviennent dans le monde de l'investissement. Par ailleurs, les sociétés d'assurance vie procèdent à des simulations de crise pour évaluer leur exposition à trois facteurs de risque de marché, soit 1) le risque de taux d'intérêt, 2) le risque sur les actions et 3) les hypothèses sur le rendement attendu des actifs à revenu non fixe¹.

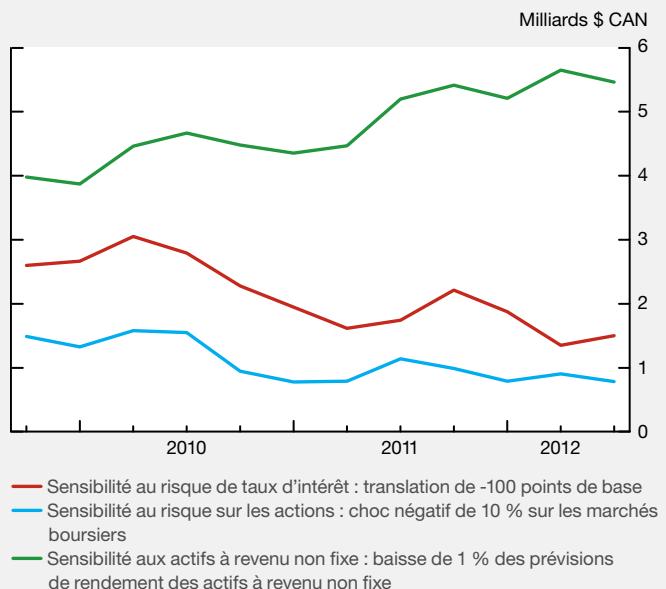
Dans leurs rapports, les sociétés d'assurance vie doivent décrire l'effet que peuvent avoir sur leurs revenus des chocs touchant les facteurs de risque de marché. Le **Graphique 4-A** illustre l'effet global de chacun de ces facteurs sur les revenus des trois principaux assureurs vie au Canada². La sensibilité au risque de taux d'intérêt est mesurée par l'incidence d'une translation de 100 points de base de la courbe de rendement; la sensibilité au risque sur les actions est mesurée, pour sa part, par l'effet d'un recul de 10 % des marchés boursiers; quant à la sensibilité aux hypothèses sur le rendement des actifs à revenu non fixe, elle est mesurée par l'effet d'une diminution de 1 % des prévisions de rendement de cette catégorie d'actifs.

Le secteur de l'assurance vie se ressent moins de la baisse des taux d'intérêt depuis deux ans (**Graphique 4-A**). Cela s'explique en partie par la réduction des asymétries d'échéance entre actifs et engagements, rendue possible par l'allongement

¹ Parmi les actifs à revenu non fixe, on trouve notamment des placements sur les marchés privés, des ressources forestières, des terres, des biens immobiliers et des équipements d'infrastructure.

² Les trois sociétés faisant partie de l'échantillon sont la Great-West, la Financière Manuvie et la Financière Sun Life. On doit faire preuve de prudence dans l'interprétation des sensibilités, en raison des changements méthodologiques effectués au fil des ans et du fait que chaque compagnie a ses propres méthodologies.

Graphique 4-A : Incidence des facteurs de risque de marché sur les revenus des assureurs vie



Sources : relevés trimestriels de la Great-West, de la Financière Manuvie et de la Financière Sun Life

Dernière observation : 2012T3

de la durée des portefeuilles de placement. En revanche, cette tendance s'accompagne d'une hausse correspondante de la sensibilité aux actifs à revenu non fixe, qui est probablement le résultat des mesures prises par les dirigeants des compagnies d'assurance vie pour compenser l'effet des bas taux d'intérêt. Ce constat soulève deux préoccupations. Tout d'abord, les hypothèses sur le rendement des actifs à revenu non fixe sont peut-être trop optimistes³. Auquel cas, les assureurs seront tentés d'accroître la part de cette catégorie d'actifs dans leurs portefeuilles de placement et ce faisant, ils s'exposeront à des risques qu'ils connaissent probablement moins bien.

³ Il n'y a pas de règle explicite pour la formulation de ces hypothèses. De plus, les prévisions de rendement des actifs à revenu non fixe étant plutôt tenues confidentielles, il est difficile d'évaluer les hypothèses émises par les assureurs.

Encadré 5

Outils utilisés dans les stratégies de placement à effet de levier guidées par le passif

Les stratégies de placement guidées par le passif vont des solutions d'investissement simples aux stratégies plus évoluées qui exploitent l'effet de levier. Les principales stratégies du second type déployées par les caisses de retraite se fondent sur l'utilisation de contrats à terme sur obligations et de pensions à plus d'un jour, de swaps de taux d'intérêt et d'autres produits dérivés¹, et elles peuvent être employées dans la construction de portefeuilles reposant sur des techniques de superposition. Chacune de ces stratégies est décrite ci-dessous.

Considérés comme de proches substituts, les **contrats à terme sur obligations** et les **pensions à plus d'un jour** consistent dans l'achat d'obligations que la caisse de retraite finance au moyen d'emprunts à court terme auprès d'une banque ou d'un courtier en valeurs mobilières. Ces opérations servent souvent à conférer un effet de levier à un portefeuille composé d'obligations à long terme. Les positions sont refinancées à l'échéance (laquelle est habituellement de un à trois mois), ce qui permet à la caisse de retraite de mieux se couvrir contre le risque de taux d'intérêt en augmentant son exposition aux produits à revenu fixe à long terme sans avoir à y consacrer de fonds additionnels ni à réduire le poids des autres catégories d'actifs (dont les actions). L'intensité du recours au levier est déterminée par le mandat de la caisse de retraite et son appétit pour le risque et est limitée par la volonté des prêteurs d'octroyer du crédit. Comme le prêteur et l'emprunteur sont tous deux sensibles au risque de liquidité, seuls les titres très liquides tels que les obligations de l'État canadien et des provinces sont d'ordinaire utilisés. L'obtention de financement par la mise en pension de titres gouvernementaux expose la caisse de retraite à un risque de renouvellement, car les banques et les courtiers bailleurs de fonds ne sont pas tenus de reconduire la pension à son échéance. Si un événement sur le marché amène ces contreparties à réduire soudainement la taille de leur bilan et à ne pas renouveler les pensions conclues, les caisses de retraite peuvent se voir forcées de vendre les obligations sous-jacentes ou d'autres actifs liquides pour réduire le levier de leurs portefeuilles, ce qui soumettra le marché à de nouvelles pressions.

¹ Les modifications d'ordre réglementaire telles que l'adoption de nouvelles règles sur les fonds propres et la liquidité des banques et des courtiers intermédiaires pourraient entraîner une hausse du coût des opérations de pension et des swaps, ce qui freinerait l'emploi des stratégies à effet de levier guidées par le passif dans l'avenir.

Les **swaps de taux d'intérêt** à long terme, qui peuvent souvent durer jusqu'à trente ans, sont des contrats par lesquels la caisse de retraite s'engage à payer à sa contrepartie un taux variable, en échange de quoi elle reçoit un taux fixe. Les swaps sont structurés de manière à ce que les fluctuations de leur valeur compensent en grande partie celles du passif du régime. Ils immunisent contre le risque de taux d'intérêt à long terme pour toute leur durée, mais ils comportent d'autres risques comme le risque de contrepartie et le risque de corrélation². Divers accords peuvent être passés avec l'autre partie à la transaction afin d'atténuer le risque de contrepartie et d'éviter, par la même occasion, l'échange d'importants flux monétaires sur la durée du contrat³.

La caisse de retraite peut aussi créer un effet de levier au moyen d'**autres produits dérivés**, choisis en fonction du profil risque-rendement visé : swaps sur rendement total, options, contrats à terme sur taux d'intérêt ou indices boursiers mondiaux, etc. Les stratégies à effet de levier peuvent en outre être combinées à des portefeuilles complexes gérés activement et reposant sur des techniques de **superposition**, en vue de permettre au régime de retraite d'acquérir une exposition à l'égard d'une ou de plusieurs catégories d'actifs ou de certains facteurs de risque, à la manière d'un fonds de couverture. Les gains ainsi réalisés peuvent être affectés à l'achat de nouveaux actifs dans le but d'améliorer le rendement du fonds.

Les stratégies à effet de levier guidées par le passif visent à réduire le risque de taux auquel s'expose la caisse de retraite. Elles engendrent toutefois d'autres risques (de refinancement, de liquidité, de contrepartie, de corrélation, etc.) qui sont susceptibles d'aggraver une perturbation préexistante du marché.

² Risque que la couverture ne permette pas de compenser exactement le risque contre lequel la caisse cherche à se prémunir, en raison d'une corrélation imparfaite entre le risque initial et la stratégie de couverture mise en œuvre. Dans le cas qui nous occupe, il s'agit du risque que le taux du swap ne fluctue pas dans le même sens que le taux servant à actualiser la valeur des obligations futures de la caisse de retraite (habituellement fondé sur le taux des obligations de sociétés notées AA). Durant la crise financière, par exemple, les taux des swaps se sont repliés alors que les écarts de rendement sur les obligations de sociétés ont considérablement augmenté.

³ La documentation juridique de l'International Swaps and Derivatives Association comporte généralement des annexes de soutien au crédit.

D'après certaines indications, la tolérance au risque des investisseurs affiche une hausse, par rapport à un niveau faible au départ

Il semble que, chez les investisseurs, l'appétit pour le risque demeure inférieur aux moyennes à long terme. Par exemple, les résultats d'enquêtes donnent à penser que la propension des investisseurs à prendre des risques est modérée, ce qui reflète en partie les perspectives macroéconomiques incertaines. On a toutefois observé une augmentation modeste de la prise de risque chez certains investisseurs ces derniers mois.

En particulier, soutenu par une forte demande de la part de ces derniers — notamment les investisseurs non traditionnels en quête de rendements plus élevés (au moyen de fonds communs de placement et de fonds négociés en bourse) —, le volume d'émissions sur le marché américain des titres à haut rendement a été robuste (Graphique 1), et les rendements avoisinent des creux historiques. On ignore si les nouveaux participants apprécient pleinement les risques associés à ces valeurs et s'ils sont à même de les gérer adéquatement. Par exemple, la liquidité des titres à haut rendement est généralement basse sur le marché secondaire. De plus, la récente diminution des stocks d'obligations de sociétés (dont des titres à haut rendement) chez les courtiers, attribuable aux tensions subies par les bilans et à l'adaptation des banques aux nouvelles exigences réglementaires, a réduit encore davantage la liquidité du marché secondaire des obligations de sociétés toutes catégories confondues. Une telle contraction pourrait accroître la volatilité sur les marchés et provoquer des pertes au cas où surviendrait un choc. Cette situation pourrait être encore aggravée si un grand nombre d'investisseurs cherchaient à se défaire de leurs positions simultanément. De surcroît, une période de forte demande de la part des investisseurs peut s'accompagner d'un relâchement des normes contractuelles, ce qui peut rendre les investisseurs plus susceptibles d'essuyer des pertes. D'après certaines indications, cela pourrait être le cas aux États-Unis.

L'incitation à rechercher des rendements plus lucratifs qui découle du bas niveau des taux d'intérêt affichés dans les économies avancées s'est aussi traduite par une augmentation des flux financiers destinés aux instruments à revenu fixe et, dans une moindre mesure, aux titres de participation dans les pays émergents. Les autorités, dans certains de ces pays, ont réagi en prenant des mesures pour contenir les pressions à la hausse exercées sur leur monnaie par ces entrées de capitaux. Ces interventions pourraient empêcher ou retarder le processus d'ajustement des taux de change réels nécessaire pour corriger les déséquilibres mondiaux.

Malgré ces indications d'une hausse modérée de la prise de risque, on n'observe aucun signe évident de surévaluation dans les marchés financiers. Ainsi, les ratios cours/bénéfices des grands indices boursiers se situent généralement en deçà de leurs moyennes en longue période, alors que les écarts de crédit sur les obligations de sociétés (y compris les titres à haut rendement) dépassent de beaucoup les niveaux constatés avant la crise.

Les décideurs publics devraient surveiller de près l'évolution de la prise de risque et des stratégies d'affaires chez les investisseurs

Les taux d'intérêt dans les grandes économies avancées devraient retrouver des niveaux plus normaux à la faveur de l'amélioration des perspectives économiques. Les investisseurs qui ne tiendraient pas compte de cette éventualité dans leurs stratégies d'affaires et leurs stratégies de placement pourraient s'exposer à des pertes. Il est possible également que les taux restent bas pour une période encore plus longue que certaines entités ne le

prévoient actuellement; celles-ci seraient alors forcées de modifier encore leurs modèles économiques, et les changements ainsi apportés pourraient devenir plus coûteux à mesure que leur mise en œuvre serait retardée. De plus, les investisseurs pourraient également être confrontés à une volatilité et à des pertes importantes s'ils essayaient de se défaire en grand nombre de certaines catégories d'actifs à la suite d'un changement de perception à l'égard du niveau des taux d'intérêt.

Les décideurs publics feront face à un défi de taille pour choisir quand et comment mettre un terme aux apports exceptionnels de liquidités dans le système financier. Dans l'intervalle, l'évolution des comportements en matière de prise de risque sur les marchés financiers (notamment en ce qui a trait aux innovations financières) doit être soumise à une étroite surveillance afin de déceler rapidement l'apparition de concentrations excessives de risques et d'en atténuer les conséquences potentiellement déstabilisatrices dans les meilleurs délais. Cette tâche est compliquée par le fait que la prise de risques excessifs au sein du système financier peut se manifester de façons inédites.

Préserver la stabilité financière

Le Conseil de direction estime que, même si le système financier canadien est actuellement en bonne posture, il demeure confronté à un niveau de risque globalement élevé. La conjugaison de plusieurs facteurs s'avère préoccupante : les problèmes de dette souveraine, les tensions du système bancaire et les déséquilibres sous-jacents dans la zone euro; la faiblesse de la demande mondiale; la vulnérabilité des ménages canadiens à des chocs défavorables touchant les prix des maisons et le marché du travail; et les incidences possibles du bas niveau des taux d'intérêt sur la rentabilité de certaines institutions financières et sur la prise de risques dans les grandes économies avancées.

La présente livraison de la *Revue du système financier* décrit un certain nombre de mesures de politique prioritaires pouvant aider à atténuer ces risques. La zone euro a besoin d'un cadre de politiques complet, clair et crédible. Celui-ci doit notamment prévoir la mise en œuvre complète de l'union bancaire entre les membres de la zone monétaire. Cela nécessitera la réalisation du projet actuel de surveillance bancaire par une instance unique, auquel devront s'ajouter un système commun de garantie des dépôts et une stratégie de résolution des défaillances transfrontières de banques. Il faudra que tous les pays de la zone euro, qu'ils soient débiteurs ou créanciers, poursuivent les réformes structurelles, dans le but de rétrécir les écarts de compétitivité et d'accroître la flexibilité du marché du travail et la mobilité de la main-d'œuvre. Il importera d'assurer aux États vulnérables un accès à du financement à un coût raisonnable pendant la mise en œuvre de ces réformes structurelles. Une attention additionnelle devra être accordée aussi aux ajustements constitutionnels et institutionnels requis pour régler les questions soulevées par la surveillance budgétaire et la mutualisation des dettes souveraines. Aux États-Unis, un programme clair et crédible de redressement doit être adopté pour éviter le « précipice budgétaire » et surmonter à moyen terme les problèmes budgétaires de ce pays. De son côté, la Chine devra procéder à des réformes de son secteur financier et à d'autres réformes structurelles et assouplir ses taux de change nominaux afin que sa demande se modifie en faveur de la consommation et qu'elle contribue à une croissance économique durable et équilibrée à l'échelle nationale et mondiale.

Au Canada, les tensions qui s'exercent sur la situation financière des ménages et le marché du logement exigent de la vigilance. Depuis la dernière livraison de la *Revue* en juin, un certain nombre de mesures ont été annoncées et devraient contribuer à accroître la résilience du marché hypothécaire canadien. En juin, des modifications ont été apportées aux règles régissant les prêts hypothécaires garantis par l'État (*Encadré 2, Tableau 2-A*). En outre, on s'attend à ce que les institutions financières fédérales appliquent pleinement, d'ici la fin de l'exercice 2012, les lignes directrices encadrant les activités de souscription des prêts hypothécaires préparées par le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF). Afin d'atténuer les risques davantage, les ménages doivent faire en sorte que le niveau de leurs emprunts corresponde à leur capacité de rembourser leurs dettes jusqu'à l'échéance des prêts qui leur sont consentis. Les institutions financières doivent de leur côté s'assurer de la rigueur de leurs pratiques en matière de prêt et surveiller activement les risques auxquels elles s'exposent, conformément aux lignes directrices du BSIF concernant la souscription des prêts hypothécaires. Quant aux autorités, elles continueront de suivre attentivement la situation financière des ménages et l'évolution du marché du logement au pays.

Les risques exposés dans la présente livraison de la *Revue* font également ressortir la nécessité de renforcer les infrastructures des marchés financiers nationaux et mondiaux pour que le système financier soit mieux à même de résister aux chocs défavorables. Des progrès appréciables ont été accomplis à cet égard depuis juin, aussi bien au Canada qu'ailleurs dans le monde. En octobre, les autorités canadiennes ont annoncé que les opérateurs canadiens pourront confier la compensation des contrats de dérivés de gré à gré standardisés à toute contrepartie centrale reconnue par elles, ce qui inclut les contreparties centrales mondiales. Cette décision est décrite dans un rapport figurant en page 45. Par ailleurs, la Banque a adopté de nouvelles normes internationales de gestion des risques se rapportant aux infrastructures de marché d'importance systémique, normes qui rendront encore plus robuste l'infrastructure financière au Canada. On trouvera un rapport sur ces nouvelles normes en page 55.

À l'échelle internationale, les travaux vont bon train pour remédier au problème des établissements jugés trop gros pour qu'on les laisse faire faillite : les institutions financières d'importance systémique se sont vu imposer des exigences accrues quant à leur capacité d'absorber les pertes, elles sont assujetties à une surveillance plus étroite et, en cas de défaillance, elles doivent se soumettre à un régime de résolution crédible et efficace. Le Conseil de stabilité financière (CSF) a proposé une première série de recommandations touchant la surveillance du système bancaire parallèle et de son évolution, de même qu'un cadre d'intervention permettant de repérer les risques systémiques découlant de ce système parallèle et, au besoin, d'y réagir. En outre, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et le CSF ont apporté la dernière main au cadre qui concerne les banques d'importance systémique à l'échelle nationale, et le CSF a formulé des mesures visant les sociétés d'assurance multinationales d'importance systémique.

Malgré les progrès réalisés, il reste encore beaucoup à faire dans le cadre du programme de réforme du système financier international. Il est tout particulièrement impératif que les règles de Bâle III soient adoptées uniformément et intégralement dans l'ensemble des pays. On prévoit que les banques canadiennes respecteront les exigences de fonds propres de ce dispositif d'ici janvier 2013, soit dès le début de la période de mise en œuvre graduelle devant se terminer en 2018.

Rapports

La section « Rapports » aborde des questions intéressant les diverses composantes du système financier.

Introduction

La présente section de la *Revue du système financier* contient deux rapports qui examinent les mesures prises récemment par les autorités canadiennes à l'égard du marché des produits dérivés de gré à gré et de la surveillance des infrastructures des marchés financiers. Ces mesures visent à renforcer la résilience du système financier national.

En réaction à la crise économique et financière de 2007-2009, les dirigeants des pays membres du G20 ont convenu d'une série de réformes visant les marchés des dérivés de gré à gré, s'engageant notamment à faire en sorte que tous les contrats standardisés soient compensés par des contreparties centrales (CC). Les autorités canadiennes ont dû décider laquelle de deux approches, une mondiale et l'autre locale, convient le mieux aux opérateurs du marché canadien de ces produits : dans le premier cas, la compensation serait effectuée par des CC de taille imposante établies à l'étranger; dans le second, ces opérateurs seraient tenus de recourir aux services d'une CC située en territoire canadien. Dans le rapport intitulé **Approche canadienne à l'égard de la compensation centralisée des transactions sur produits dérivés de gré à gré**, Nikil Chande, Jean-Philippe Dion, Darcey McVanel et Joshua Slive exposent les avantages et désavantages respectifs des approches mondiale et locale et expliquent pourquoi les autorités canadiennes ont décidé que les opérateurs du marché national pourront confier la compensation de leurs transactions sur dérivés de gré à gré standardisés à toute CC reconnue par elles, ce qui inclut les CC mondiales. Les auteurs passent en revue les considérations relatives à la stabilité financière, à l'efficience et au développement des marchés qui ont informé la décision du Canada et décrivent les travaux menés sous les auspices du Conseil de stabilité financière pour établir quatre garde-fous destinés à fournir aux autorités nationales les outils dont elles ont besoin pour protéger les marchés financiers intérieurs contre les risques associés à la compensation par des CC mondiales.

La Banque du Canada surveille les infrastructures des marchés financiers ayant une importance systémique pour le pays. À ce titre, son objectif premier est de s'assurer que le risque systémique est adéquatement contrôlé. Dans le rapport intitulé **Approche de la Banque du Canada à l'égard des Principes relatifs aux infrastructures des marchés financiers**, Darcey McVanel et Joey Murray examinent les nouveaux principes relatifs à la gestion des risques, à l'efficience et à la transparence qui ont été élaborés

pour les systèmes de paiement, les systèmes de règlement des opérations sur titres, les dépositaires centraux de titres, les contreparties centrales et les référentiels centraux de données (désignés collectivement par le terme « infrastructures des marchés financiers ») qui revêtent une importance systémique. Les auteures décrivent ensuite comment la Banque applique les Principes dans le cadre de la surveillance qu'elle exerce à l'égard de ces infrastructures. Ces principes constituent un important pas en avant pour améliorer la robustesse des infrastructures des marchés financiers et du système financier, évolution qui concourt au but visé par la Banque en matière de surveillance.

Approche canadienne à l'égard de la compensation centralisée des transactions sur produits dérivés de gré à gré

Nikil Chande, Jean-Philippe Dion, Darcey McVanel et Joshua Slive¹

Introduction

La crise financière a mis au jour d'importantes failles au sein de l'infrastructure sur laquelle s'appuient les marchés des produits dérivés négociés de gré à gré. Pour y remédier, les dirigeants des pays membres du Groupe des Vingt (G20) ont convenu d'engager une réforme de ces marchés afin d'en accroître la transparence, d'y ériger un rempart contre les abus et, en définitive, d'atténuer le risque systémique². Le présent rapport porte sur l'approche adoptée par le Canada pour mettre en œuvre un élément clé de cette réforme, à savoir l'engagement qui a été pris à l'égard de la compensation de tous les contrats de dérivés de gré à gré standardisés par des contreparties centrales.

Une contrepartie centrale (CC) est un élément de l'infrastructure du marché financier qui s'interpose entre les parties (acheteurs et vendeurs) à une transaction financière, en veillant à ce que soient honorées les obligations liées à tous les contrats dont elle effectue la compensation. Parce qu'elle gère et limite le risque de contrepartie, une CC peut contribuer à réduire le risque systémique — partant, le risque de propagation de chocs financiers à l'ensemble du système — et à soutenir la capacité des marchés de poursuivre leurs opérations sans interruption, même en période de tensions (Chande, Labelle et Tuer, 2010).

Les marchés des produits dérivés échangés de gré à gré ayant actuellement recours à la compensation centralisée ont accès à un petit nombre de CC mondiales de taille imposante offrant leurs services dans un éventail de pays et de devises³. Les autorités canadiennes (à l'instar de la plupart de leurs homologues du G20) ont dû vérifier leur capacité à protéger adéquatement la stabilité des marchés nationaux pour le cas où elles opteraient pour une approche mondiale, consistant à autoriser ces marchés à faire appel aux services de compensation des CC mondiales reconnues par elles. L'autre approche, dite locale, consiste à exiger des opérateurs canadiens qu'ils confient la compensation de certaines de leurs transactions à une CC située au Canada même⁴. Étant donné le caractère international des marchés des dérivés de gré à gré, cette solution ne pourrait probablement pas s'appuyer uniquement sur les services d'une CC locale, et certaines transactions continueraient à transiter par les CC mondiales.

Nous examinerons ici les considérations au titre de la stabilité financière, de l'efficience et du développement des marchés qui distinguent les deux approches (mondiale et locale), ainsi que les raisons pour lesquelles les autorités canadiennes ont décidé que les opérateurs canadiens pourront compenser les contrats de dérivés de gré à gré au moyen de toute CC reconnue par elles, ce qui inclut les CC mondiales⁵. Bien qu'une CC locale se prête mieux

¹ Les auteurs remercient les membres du groupe d'étude interne de la Banque du Canada et ceux du Groupe de travail interorganisationnel sur les produits dérivés de gré à gré pour leur contribution à l'analyse qui a servi de fondement au présent rapport.

² Ces engagements ont été pris au sommet du G20 qui s'est tenu en septembre 2009 à Pittsburgh (Groupe des Vingt, 2009) et ils ont été réaffirmés aux sommets suivants, soit ceux de Toronto, en 2010, de Cannes, en 2011, et de Los Cabos, en 2012. Wilkins et Woodman (2010) décrivent de quelle manière les changements envisagés peuvent renforcer l'infrastructure des marchés des dérivés de gré à gré au Canada.

³ Le seul service de compensation des dérivés de gré à gré existant au Canada à l'heure actuelle est celui concernant les contrats d'option sur actions exploité par la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés.

⁴ Sous réserve des exemptions appropriées.

⁵ Cette décision des autorités canadiennes a été annoncée le 1^{er} octobre 2012. On peut consulter leur communiqué à l'adresse www.banquedcanada.ca/2012/10/avis/communiqué-autorités-canadiennes-compensation.

à une surveillance directe par les autorités nationales, qui sont ainsi mieux à même d'intervenir en cas de crise et de limiter les risques, l'approche mondiale, à savoir la compensation par d'importantes CC internationales, est plus prometteuse en matière d'efficience et de robustesse face à certains types de chocs.

Afin de guider les pays dans le choix de l'approche qui convienne le mieux à chacun, le Conseil de stabilité financière (CSF) a travaillé de concert avec diverses instances de normalisation internationales à l'élaboration de quatre mécanismes de protection ou « garde-fous » encadrant la compensation des dérivés de gré à gré par des CC mondiales (CSF, 2012). Conjugués aux normes internationales applicables aux CC, ces garde-fous visent à préserver la stabilité des marchés locaux et, plus particulièrement, à répondre aux préoccupations que peut soulever l'utilisation de CC étrangères pour la compensation des transactions sur des marchés importants localement. La Banque du Canada et les autres autorités canadiennes sont satisfaites de l'orientation et du rythme des mesures prises par la communauté internationale afin de mettre en place ces mécanismes de protection dans les CC présentant un intérêt pour le marché canadien; en conséquence, elles sont favorables à l'approche mondiale en matière de compensation des dérivés de gré à gré. Les autorités canadiennes continueront de surveiller le secteur des services de compensation en collaboration avec celles d'autres pays en vue d'assurer la mise en œuvre complète des quatre garde-fous ainsi que la conformité des CC aux normes internationales en vigueur.

Le cadre ayant servi à informer le choix entre les approches mondiale et locale

Au cours du processus ayant mené à leur décision, les autorités canadiennes ont évalué les effets potentiels de chaque option en matière de compensation sur la stabilité, l'efficience et le développement des marchés nationaux. Ces trois aspects sont reliés à bien des égards. Par exemple, des marchés efficents contribuent de manière déterminante à la résilience et à la robustesse du système financier ainsi qu'à leur propre expansion et au développement de l'infrastructure financière du pays.

L'internationalité des marchés des dérivés de gré à gré est un des principaux facteurs dont a tenu compte le cadre de décision. Souvent, en effet, les parties à un contrat de dérivé de gré à gré se trouvent dans des pays différents, et les opérations conclues portent sur plusieurs monnaies et divers types de contrats. Par exemple, dans le cas de la majorité (selon l'encours notionnel) des dérivés de taux d'intérêt en dollars canadiens négociés de gré à gré, au moins l'un des cocontractants réside à l'étranger. De plus, au Canada, les courtiers détiennent de gros portefeuilles de produits

dérivés qui ne sont pas libellés en monnaie nationale. Il en résulte qu'une CC établie au pays ne pourrait servir qu'une fraction du marché canadien, ce qui limite les avantages potentiels de l'approche locale⁶.

Stabilité financière

En plus de concentrer le risque de crédit, les CC sont indispensables au bon fonctionnement des marchés qu'elles desservent. Pourvues de mécanismes adéquats de contrôle des risques, elles peuvent accroître la stabilité financière; dans le cas contraire, elles sont susceptibles d'engendrer des tensions au sein du système. Les responsables canadiens ont cherché à déterminer dans quelle mesure les marchés et les opérateurs nationaux pouvaient se ressentir de l'instabilité secouant une CC mondiale. Les autorités se sont penchées sur deux points : 1) leur capacité à surveiller les activités d'une CC pendant le cours normal des opérations et à intervenir, en cas de crise, afin d'amortir un choc au besoin; et 2) la manière dont la structure d'une CC et du marché que celle-ci dessert peut agir sur sa capacité à atténuer les chocs financiers.

1) Capacité de surveillance

Les autorités canadiennes, dont la Banque du Canada et les commissions de valeurs mobilières des provinces, sont chargées de la surveillance des CC⁷. Elles se préoccuperaient principalement des opérations en dollars canadiens transitant par des CC mondiales et des risques auxquels s'exposent les opérateurs canadiens utilisant les services de ces entités. Le but premier des organismes de surveillance est de faire en sorte que les risques soient maîtrisés adéquatement; à cette fin, ils doivent notamment veiller à ce que les CC se conforment aux nouveaux principes relatifs à la gestion des risques élaborés par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) et le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) pour les infrastructures des marchés financiers⁸.

⁶ Il est peu probable que la compensation d'une part substantielle des dérivés de gré à gré en devises étrangères soit confiée à une CC située au Canada. L'obligation de soumettre les contrats en dollars canadiens à une CC locale ne pourrait s'appliquer aux transactions entre deux cocontractants étrangers; en outre, celle-ci ne pourrait attirer l'ensemble des opérateurs pour les raisons d'efficience exposées plus loin, à la page 47.

⁷ La Banque du Canada est responsable de la surveillance des CC désignées aux termes de la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements*. Il incombe aux organismes de réglementation des valeurs mobilières provinciaux de superviser les CC œuvrant sur leur territoire.

⁸ Les principes du CSPR-OICV sont un ensemble cohérent de normes de gestion des risques auxquelles sont assujetties toutes les infrastructures de marché d'importance systémique, y compris les CC (CSPR-OICV, 2012a). McVanel et Murray (présente livraison) décrivent la mise en œuvre de ces principes par la Banque du Canada.

Il est plus simple pour les autorités canadiennes de surveiller une CC située au pays plutôt qu'à l'étranger, puisqu'elles jouent habituellement le rôle de chef de file au chapitre de la réglementation et disposent d'une gamme complète d'outils juridiques pour la faire respecter. Toutefois, cet avantage se limite à la portion des transactions traitées par la CC locale.

La surveillance de CC mondiales se révèle plus difficile, les autorités canadiennes n'étant pas l'organe de réglementation principal de ces dernières et exerçant généralement sur ces entités une influence moins directe. C'est pourquoi elles doivent se doter de mécanismes qui leur faciliteront la tâche. La participation à un dispositif officiel de surveillance concertée — où la responsabilité première incombe à l'organisme réglementaire de l'État où la CC est établie, lequel collabore avec les instances des autres pays — est l'un des modèles qu'elles pourraient adopter à l'égard des opérations des CC mondiales. La Banque du Canada considère qu'il s'agit là d'une solution qui lui permettrait de s'acquitter efficacement de son mandat de surveillance.

2) Capacité d'atténuation des chocs

Parce qu'elles sont dotées de processus clairs et robustes les aidant à résoudre de manière ordonnée la défaillance d'un membre, les CC contribuent à préserver la stabilité financière. Lorsque survient une défaillance, elles prennent en charge les obligations figurant au portefeuille de l'adhérent en difficulté et gèrent le risque consécutif avec l'aide technique, et parfois financière, des autres participants. Pour être en mesure de contenir efficacement un tel incident, une CC doit donc pouvoir compter sur la solidité de ses membres et sur un accès à des marchés liquides et efficents. Compte tenu de l'importance du rôle que jouent les participants à ce chapitre, on comprendra que la capacité des CC de faire face à des chocs majeurs — comme la défaillance simultanée de plusieurs adhérents — varie de l'une à l'autre, même si elles se conforment à des normes de gestion des risques harmonisées, y compris aux principes du CSPR-OICV applicables aux infrastructures de marché.

Toutes choses égales par ailleurs, une CC mondiale sera généralement plus apte qu'une consoeur locale à résoudre la défaillance d'un de ses membres, puisque que ceux-ci, établis dans différents pays, sont plus nombreux et plus variés. Par conséquent, lorsqu'un de ses adhérents fait défaut, la CC mondiale peut compter sur l'appui d'un bassin plus vaste de participants survivants pour couvrir et remplacer les positions de ce dernier. En outre, elle devrait être plus à même d'absorber les pertes financières dues à une défaillance.

L'adhésion à une CC mondiale est toutefois susceptible d'exposer les participants canadiens aux chocs découlant du défaut de membres étrangers, étant donné que les tensions résultantes pourraient se transmettre aux marchés nationaux par le truchement du mécanisme de gestion des défaillances lui-même. Quant à l'approche locale, elle pourrait immuniser les marchés canadiens contre certaines perturbations internationales *seulement* si toutes les opérations des participants canadiens sont compensées localement. Qui plus est, cette protection serait limitée, puisque les opérateurs canadiens devraient continuer d'adhérer à une CC mondiale pour la compensation des produits libellés en devises étrangères et qu'il est probable que des courtiers mondiaux recourraient aux services de la CC locale. En définitive, l'existence d'une CC locale ne mettrait pas les institutions canadiennes à l'abri des pertes financières attribuables à la défaillance de membres de CC résidant dans d'autres pays.

Efficiency

L'approche locale serait plus coûteuse pour les acteurs des marchés canadiens que l'approche mondiale et nuirait de ce fait à l'efficience de ces marchés. Une CC locale se chargerait principalement de la compensation des dérivés de gré à gré libellés en dollars canadiens, obligeant ainsi probablement ses adhérents à recourir aux CC mondiales pour la compensation du reste de leurs transactions sur dérivés. Cela ferait monter les coûts de la compensation de trois façons : premièrement, pour recouvrer les coûts fixes associés à sa mise en place et à son exploitation, la CC canadienne devrait exiger de ses membres des droits d'adhésion et des frais de compensation en sus de ceux qu'ils versent pour leur accès aux CC mondiales. Deuxièmement, le montant des garanties requises augmenterait puisque les membres de la CC locale ne jouiraient pas des mêmes avantages que ceux d'une infrastructure mondiale au titre de la diversification des combinaisons de devises et de la réduction des positions nettes. Les membres de la CC locale devraient également participer au financement de son fonds de compensation, en plus de contribuer à ceux des autres CC auxquelles ils adhèrent. Enfin, le coût de leurs fonds propres réglementaires grimperait, en raison de la moindre réduction des positions nettes et du versement de cotisations additionnelles à des fonds de compensation.

Les coûts plus élevés associés à l'approche locale donneraient sans doute lieu à une diminution de la liquidité et à une fragmentation du marché des dérivés de gré à gré en dollars canadiens. Les opérateurs non tenus de faire affaire avec une CC canadienne seraient tentés de confier la compensation de l'essentiel de leurs

opérations aux CC mondiales. Comme une transaction ne peut être conclue que si les deux cocontractants font appel à la même CC, les acteurs des marchés canadiens verrraient leurs occasions d'échanges se raréfier et la liquidité du marché national décroître, ce qui, à son tour, pousserait davantage à la hausse leurs coûts de compensation et de transaction.

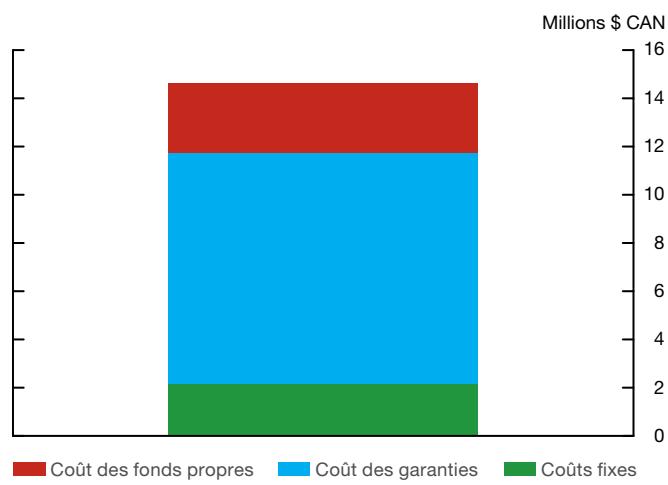
La réforme des marchés des dérivés de gré à gré entraînera une hausse substantielle aussi bien des coûts fixes que des coûts qu'aura à supporter l'ensemble des opérateurs au titre des fonds propres et des garanties. L'utilisation de services locaux, plutôt que mondiaux, pour la compensation des swaps de taux d'intérêt en dollars canadiens gonflerait, selon nos calculs, d'environ 15 millions de dollars par année la facture d'un opérateur canadien fictif; cette somme pourrait représenter plus de 20 % des bénéfices que ce dernier tire de ces opérations. Le coût supplémentaire assumé annuellement par les participants canadiens à ces marchés pourrait atteindre les 150 millions de dollars. Le Graphique 1 met en lumière l'importance relative des trois facteurs responsables des coûts plus élevés de l'approche locale⁹.

Parce qu'elle est plus coûteuse, la compensation au moyen d'une CC locale diminuerait l'attrait des contrats de dérivés standardisés et admissibles à la compensation centralisée, ce qui pourrait décourager le recours aux services de CC. Cela pourrait aussi freiner l'usage des produits dérivés comme outils de limitation du risque et rendre les opérateurs canadiens moins concurrentiels par rapport à leurs homologues étrangers. Mais le plus grave, peut-être, est que la diminution de la liquidité caractéristique d'un marché fragmenté pourrait entamer la capacité d'une CC locale de gérer efficacement le risque et de résoudre la défaillance d'un participant. À l'opposé, une CC mondiale ayant accès à un marché liquide et efficient peut rapidement remplacer les positions d'un adhérent défaillant, ce qui a pour effet d'atténuer les conséquences d'un tel incident sur les membres survivants et de préserver la stabilité du système financier.

Les coûts imputables à la fragmentation de la compensation pourraient être réduits si des liens étaient créés entre des CC locales et mondiales en vue de permettre à chaque partie à une opération d'utiliser les services de CC différentes, qui auraient convenu entre elles de modalités pour neutraliser leurs positions envers les adhérents. Une partie des gains d'efficience et de diversification que procure la compensation de la totalité des transactions par la même CC serait ainsi recouvrée. À l'heure actuelle, il n'existe aucun lien de cette nature entre les CC dans le

Graphique 1 : Majoration des coûts annuels associée à la compensation selon une approche locale plutôt que mondiale du point de vue d'un opérateur canadien fictif

Estimations indicatives concernant le marché des swaps de taux d'intérêt



Source : Banque du Canada

cas des dérivés de gré à gré, et l'établissement de tels liens poserait de réels défis. Les autorités devraient examiner soigneusement tous les accords proposés en ce sens en raison des risques de contagion qu'ils pourraient comporter en période de tensions.

Développement des marchés

La solution retenue en matière de compensation centralisée pourrait avoir une incidence sur le développement des marchés et de l'infrastructure financière au Canada. Cependant, les considérations relatives à cet aspect ne militent en faveur d'aucune des deux approches à l'étude. D'une part, la mise en place d'une CC locale effectuant la compensation des dérivés de gré à gré pourrait avoir des retombées positives. Par exemple, le recours à une telle entité pourrait faciliter la compensation multiproduit entre les dérivés cotés et, partant, stimuler les transactions locales. Une CC locale pourrait aussi être la mieux placée pour définir les règles et moduler les services de compensation en fonction des besoins des opérateurs locaux, bien qu'il y ait peu de place pour la spécialisation régionale dans le cas des dérivés de gré à gré qui sont standardisés d'une devise à l'autre. Par ailleurs, la mise sur pied au pays d'une infrastructure de compensation pourrait être propice au développement d'une expertise locale sur les plans juridique, économique et opérationnel, favorisant ainsi l'essor des centres financiers nationaux.

D'autre part, ces bénéfices potentiels pourraient se révéler minimes en termes absolus et devraient être mis en balance avec le désavantage que représente la majoration des coûts imposés aux usagers des services

⁹ Ces coûts estimatifs ont été établis à partir du portefeuille d'un opérateur de taille moyenne fictif et sur la base d'hypothèses précises au sujet de l'évolution future du marché et de la réglementation. Ils sont uniquement fournis pour illustrer la nature des éléments à considérer en matière d'efficience.

de compensation locaux. La création d'une CC vouée à la compensation de catégories précises de contrats de dérivés de gré à gré se heurterait aussi à des obstacles de taille. Ceux-ci pourraient être atténués si la CC en question était le fruit d'une coentreprise avec une entité mondiale effectuant déjà la compensation de transactions sur des dérivés de gré à gré, mais le marché ne bénéficierait alors pas tout à fait des mêmes encouragements à son développement que s'il s'agissait d'une CC purement locale.

Évaluation globale

Pour la portion des transactions compensées au Canada, l'approche locale est celle qui permet aux instances nationales de surveiller le plus étroitement les services de compensation; elle leur permet aussi de gérer plus directement les chocs systémiques. En revanche, une CC mondiale présente l'avantage notable de promouvoir l'efficience et la liquidité sur un marché des produits dérivés de gré à gré essentiellement planétaire, ce qui tend à renforcer sa résilience face aux chocs financiers et permet aux acteurs de ce marché de gérer adéquatement leurs risques. D'autres considérations, notamment celles concernant le développement des marchés, ne font pas nettement pencher la balance en faveur de l'une ou l'autre approche. En définitive, la meilleure solution est celle qui maximise les bénéfices de l'approche mondiale tout en préservant la capacité des autorités canadiennes de surveiller la CC utilisée par les opérateurs locaux et d'intervenir au besoin pour atténuer les risques. La section suivante de l'article porte sur les initiatives internationales lancées en vue de la concrétisation de cette solution optimale.

Quatre garde-fous destinés à améliorer la sûreté de la compensation par des contreparties centrales mondiales

Le Canada a travaillé de pair avec les autres membres du Conseil de stabilité financière et les instances de normalisation internationales à la mise au point de quatre garde-fous visant à encadrer la compensation par des entités mondiales, en vue de rendre cette approche plus sûre (CSF, 2012). Conjugués aux principes énoncés par le CSPR-OICV, ces garde-fous fournissent aux autorités nationales les outils dont elles ont besoin pour protéger les marchés locaux dont les transactions sont compensées par une CC mondiale, en répondant aux préoccupations touchant : 1) l'accès équitable et non discriminatoire à ces entités; 2) la surveillance et la réglementation; 3) l'élaboration de plans de reprise des activités et de résolution des défaillances; et 4) la disponibilité de liquidités d'urgence.

1) Accès équitable et non discriminatoire

Pour que les avantages de la compensation centralisée puissent être maximisés, il importe qu'un large éventail d'opérateurs aient accès aux CC, soit directement, soit indirectement, en qualité de clients d'un membre compensateur. Les critères d'adhésion à une CC font partie intégrante des mesures de contrôle des risques, car ils servent à vérifier la capacité des adhérents à gérer le risque auquel ils exposent l'entité. Cependant, des critères trop limitatifs pourraient entraîner une concentration du risque auprès d'une poignée de courtiers mondiaux et ainsi entraver l'atteinte de l'objectif global, qui est de réduire l'importance systémique des grosses institutions financières. Un accès restreint à la compensation centralisée et la dépendance envers les grands courtiers à cet égard pourraient accentuer la vulnérabilité aux chocs financiers des opérateurs des pays plus petits, miner la concurrence et alourdir les coûts de compensation¹⁰.

Par le passé, les principales CC mondiales exécutant la compensation des transactions sur dérivés de gré à gré réservaient le statut d'adhérent aux grands courtiers et n'offraient qu'un accès indirect limité à leurs services. Le garde-fou préconisant un accès équitable et non discriminatoire oblige les CC mondiales à se doter de critères d'adhésion transparents et objectifs, prenant appui sur les principes du CSPR-OICV, qui exigent que l'accès aux CC soit non discriminatoire, équitable et fondé sur les risques. Les organismes de réglementation nationaux s'appliquent actuellement à la mise en œuvre de ces critères, et l'accès à plusieurs CC mondiales s'est élargi déjà.

2) Surveillance et réglementation

Les instances officielles des pays ne verront d'un bon œil la compensation de produits locaux par des CC établies à l'étranger que si elles peuvent s'acquitter de leurs responsabilités de surveillance à l'endroit de celles-ci. Certaines s'en remettront à des accords de collaboration¹¹. Mais pour être efficaces, ces arrangements devront permettre aux autorités pertinentes d'exercer activement leur surveillance; ils devront faire en sorte 1) que les autorités reçoivent de l'information détaillée sur la CC; 2) que la CC se conforme aux normes de contrôle des risques applicables (les principes du CSPR-OICV); et 3) que soit encouragée la discussion sur les opérations de la CC et sur les changements qu'on propose d'y apporter. De plus, les autorités participantes devraient conserver le

¹⁰ Les problèmes que crée une limitation de l'accès sont décrits par Slive, Wilkins et Witmer (2011), par le Comité sur le système financier mondial (2011) de même que par Fontaine, Pérez Saiz et Slive (2012).

¹¹ D'autres préféreront des protocoles d'entente bilatéraux.

pouvoir de resserrer les normes auxquelles les CC sont assujetties sur leur territoire. Signalons que des progrès considérables ont été accomplis dans l'instauration de mécanismes efficaces de surveillance concertée pour un certain nombre de CC mondiales.

3) *Reprise des activités et résolution des défaillances*

Étant donné que la fonction exécutée par les CC est essentielle, la défaillance désordonnée de l'une d'entre elles pourrait perturber gravement les marchés qui utilisent ses services, surtout si aucune autre CC ne peut prendre la relève. Bien que la défaillance d'une CC appliquant des mesures d'atténuation du risque appropriées soit très improbable, elle n'est pas impossible. C'est pourquoi le troisième garde-fou enjoint à tous les pays où résident des CC d'importance systémique de mettre en place de solides régimes de reprise des activités et de résolution des défaillances et de fournir l'assurance que ces régimes tiendront adéquatement compte des intérêts de tous les pays desservis par ces CC. Ce garde-fou va de pair avec l'exigence plus générale du CSF selon laquelle les pays doivent se doter de plans de redressement et de résolution pour toutes les institutions et infrastructures financières d'importance systémique se trouvant sur leur territoire. Le CSPR et l'OICV ont publié des lignes directrices préliminaires à ce sujet (CSPR-OICV, 2012b), et les grands pays se sont engagés à adopter des régimes de reprise et de résolution visant les CC d'importance systémique.

4) *Accès à des liquidités d'urgence*

Les CC doivent avoir accès à des liquidités en quantité adéquate pour leur permettre de surmonter le défaut de paiement d'un de leurs membres. Bien que ces derniers leur remettent régulièrement des actifs en garantie, la vente forcée de tels actifs par une CC en vue de contenir une défaillance peut perturber les marchés de ces actifs. Dans les cas extrêmes, une CC pourrait exiger un apport de liquidités de ses membres, mais elle risque alors de compromettre la position de liquidité des établissements survivants. Selon les principes du CSPR-OICV, une CC est tenue, même en période de turbulence sur les marchés, de détenir suffisamment de liquidités du secteur privé — et ce, dans toutes les monnaies des transactions qu'elle compense — pour être en mesure de régler la défaillance de l'adhérent et de ses affiliés envers lesquels son risque de liquidité est le plus marqué.

Néanmoins, lors de crises graves, les mécanismes de fourniture de liquidités du secteur privé peuvent se révéler insuffisants ou dysfonctionnels, de sorte que les banques centrales pourraient souhaiter

octroyer des liquidités d'urgence à une CC solvable en échange de ses garanties. C'est pourquoi on s'attelle présentement, à l'échelle internationale, à lever les obstacles techniques empêchant les banques centrales de collaborer avec leur homologue de l'État d'origine de la CC en difficulté en vue de fournir à celle-ci des liquidités dans toutes les monnaies pertinentes. Il convient de souligner cependant que cette initiative n'aura aucunement pour effet d'obliger les banques centrales à prendre part à de telles initiatives.

Le choix du Canada

Les autorités canadiennes ont soupesé les approches locale et mondiale à l'égard de la compensation par l'entremise d'un groupe de travail interorganisationnel présidé par la Banque du Canada et composé de représentants du ministère des Finances, du Bureau du surintendant des institutions financières, de l'Autorité des marchés financiers du Québec ainsi que des commissions des valeurs de l'Ontario, de l'Alberta et de la Colombie-Britannique. Dans un premier temps, le groupe a exposé les enjeux pertinents dans un rapport publié en octobre 2010 (Groupe de travail sur les produits dérivés de gré à gré, 2010). Depuis, le Canada étudie les options en matière de compensation des dérivés de gré à gré — en particulier la question d'exiger des opérateurs nationaux qu'ils utilisent une CC locale — et collabore avec les instances internationales à promouvoir la mise en place des quatre garde-fous. Les autorités du pays ont également consulté les membres du Canadian Market Infrastructure Committee, veillant ainsi à ce que le processus décisionnel tienne compte du point de vue de l'industrie¹².

L'analyse des autorités a été axée sur le marché des dérivés de taux d'intérêt en dollars canadiens négociés de gré à gré, en raison de l'importance systémique que lui accorde la Banque du Canada et du fait qu'elle considère la majorité des produits qui y sont échangés comme admissibles à la compensation centralisée (Encadré 1). Il n'y a actuellement au Canada aucune CC effectuant la compensation de ce type de dérivé. En conséquence, la solution locale passe par la création d'un service à cette fin. À l'échelle internationale, le service SwapClear de LCH.Clearnet constitue la principale CC pour la compensation des dérivés de taux

¹² Ce comité regroupe des représentants de Bank of America Merrill Lynch, de la Banque Canadienne Impériale de Commerce, de la Banque de Montréal, de La Banque de Nouvelle-Écosse (Banque Scotia), de la Banque Nationale du Canada, de la Banque Royale du Canada, de La Banque Toronto-Dominion, de la Caisse de dépôt et placement du Québec, du conseil du Régime de retraite des enseignantes et des enseignants de l'Ontario, du Healthcare of Ontario Pension Plan et de l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada.

Encadré 1

Les raisons de l'accent mis sur les dérivés de taux d'intérêt en dollars canadiens négociés de gré à gré

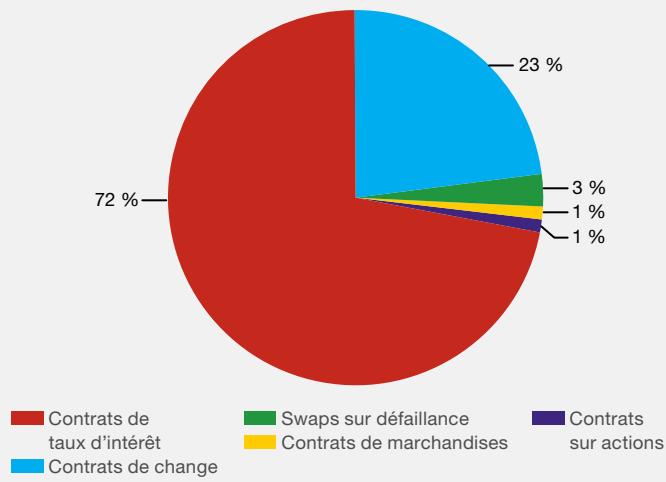
L'engagement des pays du G20 envers la compensation centralisée des contrats de dérivés de gré à gré standardisés s'applique aux cinq principales catégories de produits (dérivés de taux d'intérêt, de crédit, de change, d'actions et de marchandises). Mais certains de ces produits occupent une plus grande place que d'autres dans le paysage financier canadien, et les contreparties centrales (CC) ne sont pas encore en mesure de les compenser tous de manière sûre.

La compensation centralisée est celle qui promet le plus d'améliorer la stabilité financière des marchés d'importance systémique pour le Canada. La Banque range parmi ces derniers le marché des dérivés de taux d'intérêt négociés de gré à gré et celui des contrats de taux de change, en raison de leur taille et de leur centralité au sein du système financier canadien, ainsi que des risques auxquels ils exposent les opérateurs. Ces deux types d'instruments composent la majeure partie des portefeuilles de dérivés de gré à gré des banques canadiennes (**Graphique 1-A**). Leurs marchés respectifs jouent également un rôle clé en permettant aux participants de se couvrir contre les risques associés à leurs opérations. Par exemple, les banques concluent des swaps de taux d'intérêt pour limiter les risques découlant de l'asymétrie des échéances entre les dépôts avec lesquels elles se financent et les prêts à plus long terme qu'elles consentent. Les entreprises utilisent les dérivés de gré à gré pour se protéger des risques que leur font courir les flux de trésorerie en devises de leurs succursales étrangères, tandis que les établissements financiers, les sociétés et les administrations publiques y recourent pour gérer les risques de taux d'intérêt et de change liés à leurs emprunts sur les marchés locaux et étrangers.

Cependant, la plupart des dérivés de change se prêtent mal à l'heure actuelle à la compensation centralisée, du fait qu'ils comportent un risque de règlement élevé, que les CC ne peuvent pas encore contrôler pleinement. Il n'existe pas non plus pour le moment un consensus international sur la nécessité de soumettre ces produits à la compensation centralisée. C'est pourquoi les autorités canadiennes ont focalisé leur analyse en vue du choix du mode de compensation approprié sur les dérivés de taux d'intérêt en dollars canadiens.

Graphique 1-A : Portefeuilles de dérivés de gré à gré des banques canadiennes (encours notionnels)

Encours total = 10,1 billions \$ É.-U.



Source : Groupe de travail sur les dérivés de gré à gré (2010)

Dernière observation : juin 2010

d'intérêt de gré à gré (avec plus de 99 % de l'encours des contrats compensés), qu'elle peut exécuter en 17 monnaies, dont le dollar canadien¹³.

Les autorités canadiennes considèrent que les CC mondiales fourniront un environnement sûr, robuste et résilient pour la compensation des dérivés de gré à gré si elles se conforment aux principes du CSPR-OICV et aux exigences de reconnaissance spécifiques des organismes de réglementation canadiens et que les quatre garde-fous requis sont en place. Sur ce dernier point, le

travail n'est pas achevé, mais les autorités canadiennes sont satisfaites de l'orientation et du rythme des efforts déployés par la communauté internationale, notamment en ce qui concerne l'établissement des quatre garde-fous dans les CC mondiales qui desservent le marché canadien. Le service SwapClear, en particulier, a instauré un certain nombre de mesures :

- *Accès équitable et non discriminatoire* : Les critères d'accès à SwapClear ont été revus et respectent les principes du CSPR-OICV et le garde-fou pertinent¹⁴.

¹³ En septembre 2012, on recensait quatre CC œuvrant à l'échelle internationale qui prenaient en charge la compensation des contrats dérivés de taux d'intérêt de gré à gré : SwapClear (pour un encours notionnel brut de 340 billions de dollars É.-U.), CME Group (0,4 billion de dollars É.-U.), Singapore Exchange (0,3 billion de dollars É.-U) et Eurex Clearing (volume non divulgué).

¹⁴ Par exemple, SwapClear a fait passer le niveau minimal des exigences de fonds propres nets imposées aux adhérents compensateurs de 5 milliards de dollars à 50 millions, pondéré en fonction de l'exposition du membre. Également, l'obligation pour ces derniers de détenir un portefeuille d'opérations de swap totalisant 1 billion de dollars en montant notionnel a été supprimée.

Cinq des grandes banques canadiennes ont un accès direct aux services de compensation de SwapClear; la sixième a entrepris des démarches en ce sens.

- **Surveillance et réglementation :** La Financial Services Authority, l'organisme de réglementation britannique de qui SwapClear relève principalement, a mis sur pied des mécanismes bilatéraux et multilatéraux de coopération et d'échange de renseignements. La Banque du Canada participe au dispositif multilatéral de coopération réglementaire, qui l'aide à surveiller les risques associés à l'utilisation des services de compensation de SwapClear et à s'acquitter des responsabilités qu'elle aurait à assumer si ce système était désigné comme étant de son ressort¹⁵. Les autorités de réglementation des valeurs mobilières au Canada exercent généralement leurs fonctions dans le cadre de régimes de reconnaissance reposant sur un échange d'information régi par des protocoles d'entente bilatéraux, et elles ont commencé à adopter de tels protocoles applicables aux produits dérivés de gré à gré.
- **Reprise des activités et résolution des défaillances :** Les principaux pays, dont le Royaume-Uni, se sont engagés à adopter des régimes de reprise des activités et de résolution des défaillances visant les CC d'importance systémique. Le Trésor britannique a aussi publié un document de consultation exposant la manière dont il propose de résoudre la défaillance d'une CC (HM Treasury, 2012).

¹⁵ Le dispositif multilatéral de coopération facilite les échanges de renseignements, de vues et d'opinions entre les autorités réglementaires participantes.

- **Accès à des liquidités d'urgence :** Les autorités réglementaires du Canada et du Royaume-Uni exigeront de SwapClear, au minimum, le respect des exigences de liquidité prévues dans les principes du CSPR-OICV; par ailleurs, des travaux sont en cours pour lever les obstacles techniques à la mise en place d'un mécanisme d'octroi de liquidités d'urgence en plusieurs devises aux CC, dont SwapClear.

Compte tenu des progrès accomplis dans la mise en œuvre des quatre garde-fous, les autorités canadiennes jugent qu'elles disposeront des outils nécessaires pour préserver la stabilité du marché canadien des dérivés de taux d'intérêt négociés de gré à gré dans le contexte d'une approche globale. Elles ont donc annoncé en octobre 2012 que les opérateurs canadiens pourront compenser les contrats de dérivés de gré à gré au moyen de toute CC reconnue par les autorités canadiennes, ce qui inclut les CC mondiales. Cette décision n'empêche aucunement l'instauration et l'exploitation futures d'une CC locale.

La Banque du Canada et les autres autorités canadiennes poursuivront leur collaboration avec les autorités d'autres entités territoriales pour que les quatre garde-fous soient mis en place au niveau des CC mondiales, y compris SwapClear. De même, elles suivront de près l'évolution des marchés des dérivés de gré à gré et des services de compensation, tant au Canada qu'à l'étranger. Elles devront également surveiller la mise en œuvre des garde-fous dans toute CC qui deviendrait cruciale pour la stabilité des marchés canadiens des dérivés de taux d'intérêt de gré à gré ou de tout autre marché financier d'importance systémique.

Bibliographie

Chande, N., N. Labelle et E. Tuer (2010). « Les contreparties centrales et le risque systémique », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 49-57.

Comité sur le système financier mondial (2011). *The Macrofinancial Implications of Alternative Configurations for Access to Central Counterparties in OTC Derivatives Markets*, coll. « CGFS Papers », n° 46.

Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (CSPR-OICV) (2012a). *Principles for Financial Market Infrastructures*, avril.

— (2012b). *Recovery and Resolution of Financial Market Infrastructures*, rapport consultatif, juillet.

Conseil de stabilité financière (2012). *Progress of Financial Regulatory Reforms*, lettre du président du Conseil de stabilité financière aux ministres des Finances et aux gouverneurs des banques centrales du G20, 16 avril.

Fontaine, J.-S., H. Pérez Saiz et J. Slive (2012). « Accès, concurrence et risques sur les marchés à compensation centralisée », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 14-24.

Groupe de travail sur les produits dérivés de gré à gré (2010). *La réforme des marchés des dérivés de gré à gré au Canada : document de discussion du Groupe de travail sur les produits dérivés de gré à gré*, 26 octobre. Internet : www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2010/10/reforme.pdf.

Groupe des Vingt (2009). *Sommet de Pittsburgh : Déclaration des chefs d'états et de gouvernements.*
Internet : [www.g20.utoronto.ca/2009/2009commrique0925-fr.html](http://www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925-fr.html).

HM Treasury (2012). *Financial Sector Resolution: Broadening the Regime*, Cm 8419, août. Internet : www.hm-treasury.gov.uk/d/condoc_financial_sector_resolution_broadening_regime.pdf.

McVanel, D., et J. Murray (2012). « Approche de la Banque du Canada à l'égard des Principes relatifs aux infrastructures des marchés financiers », *Revue du système financier*, Banque du Canada, présente livraison, p. 55-60.

Slive, J., C. Wilkins et J. Witmer (2011). « L'accès aux services de contreparties centrales pour la compensation des transactions sur dérivés de gré à gré », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 45-52.

Wilkins, C., et E. Woodman (2010). « Le renforcement de l'infrastructure des marchés des produits dérivés de gré à gré », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 41-48.

Approche de la Banque du Canada à l'égard des Principes relatifs aux infrastructures des marchés financiers

Darcey McVanel et Joey Murray*

Introduction

Les infrastructures des marchés financiers (IMF) sont le canal par lequel pratiquement toutes les transactions financières sont compensées, réglées et enregistrées. Elles permettent aux consommateurs et aux entreprises d'acheter des biens et des services, de procéder à des placements et de virer des fonds de manière sûre et efficiente.

Les IMF peuvent elles-mêmes présenter certains risques pour le système financier ou constituer un important vecteur de transmission de ces risques. Dans le cas de certaines (les infrastructures d'importance systémique), les risques peuvent menacer l'ensemble du système. En effet, l'incapacité d'un participant de remplir ses obligations envers une infrastructure financière d'importance systémique pourrait, en raison de la transmission des problèmes financiers à l'intérieur de ce système, empêcher d'autres participants de s'acquitter de leurs obligations. Il est donc essentiel, pour que le risque systémique soit bien maîtrisé, de doter les IMF de mécanismes de contrôle appropriés.

Par ailleurs, les IMF peuvent apporter une contribution considérable à la stabilité financière. Pendant la crise financière de 2007-2009, elles ont généralement réussi à jouer leur rôle et ont ainsi aidé le système financier à continuer de fonctionner sans interruption pendant une période marquée par de vives tensions. Ce résultat est en grande partie attribuable aux travaux cruciaux menés

par les instances internationales de normalisation au début des années 2000 pour élaborer des normes de gestion des risques et les appliquer aux IMF¹.

En 2010, ces instances internationales — à savoir, le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) et le Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) — ont entrepris de réviser les normes alors en place, en vue de les harmoniser avec les pratiques optimales actuelles en matière de gestion des risques et de prendre en compte les acquis des autorités sur le plan de leur mise en œuvre. Il en est résulté un ensemble cohérent et unifié de principes relatifs aux infrastructures des marchés financiers (ci-après « les Principes »), qui visent la gestion des risques, l'efficience et la transparence au sein de toutes les IMF d'importance systémique et sont nettement plus rigoureux que les normes antérieures (CSPR-OICV, 2012a). Pour faciliter une surveillance et une réglementation uniformes et efficaces de ces infrastructures, les Principes renferment une liste des responsabilités attribuées aux autorités, pour faire en sorte que les IMF assujetties à leur surveillance prennent les mesures voulues pour se conformer aux nouvelles normes.

La crise financière nous a notamment appris qu'une gestion efficace des risques doit concerner en premier lieu les conseils d'administration, que les risques sont

* Les auteures remercient Carolyn Wilkins des commentaires pertinents qu'elle leur a fournis sur le présent rapport.

¹ Ces normes comprennent les *Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique* (CSPR, 2001), les *Recommandations pour les systèmes de règlement de titres* (CSPR-OICV, 2001) et les *Recommandations pour les contreparties centrales* (CSPR-OICV, 2004). La Banque du Canada a contribué à l'élaboration de ces normes.

interreliés et que les infrastructures financières peuvent être exposées à de multiples défaillances engendrées par un phénomène de contagion au sein du marché interbancaire. En mettant plus résolument l'accent sur la gouvernance des IMF, en stipulant que celles-ci devraient être dotées d'un cadre exhaustif de gestion des risques et détenir des ressources financières considérablement plus élevées, les Principes reflètent ces leçons importantes et rendent ainsi ces infrastructures beaucoup plus robustes face à un choc.

La Banque du Canada est chargée de surveiller les IMF désignées par le gouverneur comme étant d'importance systémique pour le système financier canadien. Les quatre infrastructures désignées sont les suivantes :

- **le Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV)**, système canadien de virement électronique de fonds utilisé pour régler les paiements en dollars canadiens de montant élevé et à délai de règlement critique;
- **le CDSX**, système canadien qui offre des services de règlement des opérations sur titres et qui joue notamment le rôle de dépositaire central des titres et de contrepartie centrale pour les opérations boursières et hors cote sur titres de participation, titres d'emprunt et titres du marché monétaire admissibles au Canada;
- **le Service canadien de compensation de produits dérivés**, contrepartie centrale canadienne de compensation pour certains titres à revenu fixe, pour des opérations de pension, des produits dérivés sur actions et pour tous les dérivés négociés à la Bourse de Montréal;
- **la CLS Bank**, qui prend en charge à l'échelle mondiale le règlement d'opérations de change dans de nombreuses monnaies, y compris le dollar canadien.

La surveillance exercée par la Banque consiste principalement à vérifier que les risques sont adéquatement contrôlés dans les infrastructures d'importance systémique, et la Banque a pour pratique de s'assurer de la conformité des IMF aux normes internationales. Elle a adopté les Principes et les appliquera à toutes les infrastructures désignées en collaboration avec les autres autorités de réglementation chargées de la surveillance des IMF canadiennes d'importance systémique. Le présent rapport renferme un résumé des Principes et une description de l'approche de la Banque à l'égard de leur adoption.

Les Principes renforcent et harmonisent les normes actuelles

Les infrastructures des marchés financiers forment un large éventail d'entités qui facilitent la compensation, le règlement et l'enregistrement des opérations de paiement, des transactions sur titres et sur dérivés et d'autres transactions financières entre institutions participantes². Les IMF visées par les Principes sont :

- les **systèmes de paiement**, qui facilitent les virements de fonds;
- les **systèmes de règlement des opérations sur titres**, qui facilitent le transfert des titres et d'autres actifs financiers;
- les **dépositaires centraux de titres**, qui offrent des comptes de dépôt de titres, des services de conservation centralisée de titres et des services de gestion des actifs;
- les **contreparties centrales (CC)**, qui assument le rôle d'acheteur pour chaque vendeur et vice-versa, afin que même si un vendeur ou un acheteur manque à ses obligations envers la CC, celle-ci veille à l'exécution des obligations découlant de tous les contrats;
- les **référentiels centraux de données**, qui tiennent des bases de données électroniques centralisées sur les transactions³.

Comme le montre le Tableau 1, toutes ces IMF peuvent être source de risques. Certains risques, par exemple opérationnels ou juridiques, ou encore les risques liés aux activités, concernent toutes les infrastructures de marché, et les principes gouvernant la gestion de ces risques prévoient des normes communes à toutes les catégories d'IMF. En revanche, d'autres risques, comme les risques de crédit et de liquidité, ne menacent que certaines infrastructures; dans ce cas, il est clairement précisé dans ces principes quels types d'infrastructures sont concernés. Cette approche a permis au CSPR et à l'OICV d'élaborer une série unique de normes harmonisées qui peut être utilisée par différents types d'IMF et qui fournit par conséquent un point de référence plus cohérent que les normes précédentes pour tous les types d'IMF en matière de gestion des risques.

Les IMF devraient recenser et comprendre tous les risques qui pourraient survenir au sein de leurs systèmes et elles devraient mettre en œuvre des méthodes efficientes et efficaces pour les gérer. Bien que, dans

² Le CSPR et l'OICV (2012a) définissent une IMF comme un système multilatéral, auquel sont aussi assimilés les participants, et non pas simplement comme une entité juridique ou fonctionnelle qui remplit un rôle de compensation, de règlement ou d'enregistrement.

³ Les plateformes de négociation ne sont pas incluses dans la définition des IMF donnée dans les Principes.

Tableau 1 : Principaux risques pouvant être induits par les infrastructures des marchés financiers

Risque	Définition ^a	Infrastructures de marché (selon le type de risque habituellement encouru)				
		Systèmes de paiement	Systèmes de règlement des opérations sur titres	Dépositaires centraux de titres	Contreparties centrales	Référentiels centraux de données
Risque de crédit	Risque qu'une contrepartie ne s'acquitte pas intégralement de ses obligations à la date d'échéance ou ultérieurement ^b .	•	•		•	
Risques généraux d'activité	Toute dépréciation potentielle de la situation financière d'une infrastructure de marché (en rapport avec ses activités) qui entraîne des dépenses plus élevées que les revenus et une perte devant être imputée sur les fonds propres.	•	•	•	•	•
Risque juridique	Risque lié à une application inattendue de la loi, entraînant généralement des pertes.	•	•	•	•	•
Risque de liquidité	Risque qu'une contrepartie ne dispose pas de fonds suffisants pour s'acquitter de ses obligations financières à temps et de la manière prévue, même si cette contrepartie est en mesure de remplir ses obligations à une date ultérieure.	•	•		•	
Risque opérationnel	Risque que des événements extérieurs ou des dysfonctionnements des processus ou des systèmes internes provoquent une réduction ou une détérioration des services fournis par l'infrastructure de marché ou une panne de ces services.	•	•	•	•	•
Risque systémique	Risque que l'incapacité d'un participant de remplir ses obligations n'empêche d'autres participants de s'acquitter en temps voulu de leurs propres obligations. Le risque systémique représente habituellement la culmination d'autres risques.	•	•		•	

a. Ces définitions sont fondées sur celles qu'on retrouve dans les Principes.

b. On considère en général qu'il existe deux grands types de risque de crédit : a) le risque du coût de remplacement (qui ne concerne habituellement que les contreparties centrales), c'est-à-dire les pertes potentielles induites par des gains non réalisés liés à des transactions non réglées avec une contrepartie (par exemple, les opérations non réglées d'une contrepartie centrale); l'exposition qui en résulte correspond au coût de remplacement de la transaction originale aux prix courants du marché; b) le risque de principal, qui est le risque qu'une contrepartie perde la valeur totale d'une transaction (par exemple, dans le cas où le vendeur d'un actif financier livre définitivement le titre sans en recevoir le paiement).

leur application générale, les Principes offrent aux infrastructures une certaine latitude individuelle, la plupart renferment des exigences minimales qui visent à assurer le maintien d'un niveau de référence approprié en matière de gestion des risques. Nous avons résumé les vingt-quatre principes en dix normes générales qui, ensemble, favorisent la sûreté et l'efficience des infrastructures des marchés financiers.

- 1) **Les IMF devraient fonder sur des bases solides leurs pratiques de gestion des risques.** Le fonctionnement des IMF devrait être régi par des règles de gouvernance robustes, axées sur la sûreté et l'efficience de l'infrastructure et, plus globalement, sur la stabilité du système financier. En plus de disposer de cadres rigoureux pour repérer et surveiller les risques individuels auxquels elles sont exposées, les infrastructures financières devraient,

selon un nouveau principe, être dotées d'un cadre solide qui leur permette de gérer ces risques de manière exhaustive.

- 2) **Les IMF devraient exiger que les participants leur remettent des actifs financiers de qualité supérieure, en quantité suffisante, aux fins de la gestion du risque de crédit.** Le principe relatif au risque de crédit prévoit dorénavant que les IMF exposées à ce risque devraient conserver un montant de ressources financières versées par les participants, qui soit suffisant pour couvrir *entièrement et simultanément* toutes les expositions actuelles et futures de chaque participant au risque de crédit, et ce, avec un degré de confiance élevé⁴. Ce principe

⁴ Les contreparties centrales sont en outre tenues de conserver des ressources financières supplémentaires pour couvrir les expositions futures au risque de crédit pouvant découler de circonstances extrêmes mais plausibles.

a été considérablement resserré comparativement aux normes précédentes, qui imposaient aux infrastructures de couvrir *uniquement* les expositions de leur *participant le plus important*. Les ressources financières mises en gage à cette fin devraient présenter de faibles risques de crédit, de liquidité et de marché.

- 3) **Les IMF devraient avoir des sources de liquidités solides.** Le principe relatif au risque de liquidité a été renforcé, et les IMF exposées à ce risque doivent désormais disposer de liquidités suffisantes dans toutes les monnaies dans lesquelles elles traitent, de façon à pouvoir procéder au règlement des opérations le jour même dans le contexte d'une grande diversité de simulations de crise. Ces simulations comprennent, entre autres, la défaillance d'au moins un participant et ses associés présentant l'exposition la plus importante pour l'infrastructure.
- 4) **Les IMF devraient prendre des mesures adéquates pour pouvoir procéder au règlement comme prévu.** Les principes relatifs au règlement sont similaires aux normes antérieures : les IMF devraient effectuer le règlement afin a) de fournir un règlement définitif en fin ou en cours de journée et b) soit de régler les obligations de paiement dans les comptes ouverts auprès d'une banque centrale, soit de gérer les risques si le règlement fait intervenir une banque commerciale.
- 5) **Les IMF devraient réduire au maximum les perturbations associées au défaut d'un ou de plusieurs participants.** Le principe concernant le défaut d'un ou de plusieurs participants dispose que les IMF devraient fixer des règles et des procédures efficaces et clairement formulées, afin de pouvoir gérer le défaut d'un participant tout en continuant à s'acquitter de leurs obligations. En outre, selon un nouveau principe, les contreparties centrales de certains types devront être dotées de règles et de procédures qui leur permettent de prendre en compte séparément les positions et les garanties des participants et des clients de ces derniers. Cette exigence a pour but de protéger les clients et de réduire le plus possible l'incidence que pourraient avoir pour eux des perturbations liées à la défaillance d'un participant.
- 6) **Les IMF devraient pouvoir continuer de fournir des services essentiels en toute circonstance.** Conformément à la norme précédente sur le risque opérationnel, les opérations des IMF devraient être fiables et résilientes de manière à atténuer la probabilité de perturbations sur les marchés causées par des difficultés opérationnelles. De plus, un nouveau principe prévoit que les IMF devraient détenir des
- 7) **Les IMF devraient fixer des critères d'accès équitables, non discriminatoires et fondés sur les risques, et gérer les risques engendrés par la participation.** Le principe qui se rapporte aux critères de participation est semblable à la norme précédente : les infrastructures devraient établir des conditions de participation objectives, qui ne défavorisent aucune catégorie particulière de participants et qui limitent aussi peu que possible l'accès, tout en appliquant des mécanismes acceptables de contrôle des risques. Par ailleurs, d'après un nouveau principe, les IMF devraient surveiller et gérer les risques importants associés à la participation indirecte (qui permet à certaines parties de faire appel à l'infrastructure de marché en tant que clientes des participants directs).
- 8) **Les IMF devraient atténuer les risques liés aux interdépendances susceptibles d'amplifier des perturbations au sein du système financier.** Les Principes resserrent la norme précédente en exigeant des IMF qu'elles créent des instruments appropriés pour la gestion des risques afin de contrôler ceux qui découlent de leurs liens d'interdépendance avec d'autres entités, notamment les participants, les fournisseurs de services et les autres infrastructures financières.
- 9) **Les IMF devraient faire preuve d'efficience dans la fourniture des services et la gestion des risques.** Conformément aux Principes, les infrastructures des marchés financiers devraient examiner les aspects pratiques et le rapport coût-efficacité de leurs systèmes pour les utilisateurs. Elles devraient être suffisamment souples pour s'adapter à l'évolution des exigences et des technologies qui les concernent.

⁵ En juillet 2012, le CSPR et l'OICV (2012b) ont publié un rapport consultatif (*Recovery and Resolution of Financial Market Infrastructures*) présentant les caractéristiques de régimes de redressement et de résolution efficaces des défaillances pour les infrastructures de marché; ces caractéristiques cadrent avec les principaux attributs des régimes de résolution efficaces établis par le Conseil de stabilité financière pour les institutions financières (*Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*, 2011) et avec les principes de surveillance qui s'appliquent aux IMF.

- 10) Les IMF, en particulier les référentiels centraux de données, devraient communiquer des informations pertinentes aux participants, aux autorités et au public pour améliorer la transparence sur les marchés. Les principes de transparence sont plus rigoureux, les IMF étant maintenant tenues de divulguer tout renseignement important au public. De même, les infrastructures financières devraient fournir aux participants des renseignements suffisants pour leur permettre de comprendre et de gérer les risques auxquels ils font face par suite de leur recours aux services d'une IMF.

Les Principes ne permettront d'atteindre l'objectif d'un système financier renforcé que s'ils sont appliqués intégralement et de manière cohérente par les IMF. Bien qu'en dernière analyse, c'est aux infrastructures qu'il appartient de gérer leurs risques, le document du CSPR et de l'OICV confère certaines responsabilités aux autorités, de manière à faciliter une surveillance et une réglementation uniformes et efficaces des IMF, notamment pour établir si leurs pratiques au chapitre de la gestion des risques sont suffisantes. Ainsi, les autorités devraient disposer des pouvoirs et des ressources voulus pour surveiller les IMF, elles devraient faire clairement connaître leurs orientations en la matière, appliquer les Principes aux infrastructures visées et coopérer les unes avec les autres en vue de renforcer la sûreté et l'efficience de ces entités. Aucun cadre particulier n'est imposé aux autorités, compte tenu de la diversité de leurs pouvoirs et responsabilités.

La Banque a adopté les Principes aux fins de la surveillance des infrastructures de marché désignées

Aux termes de la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements* (la *Loi*), la Banque du Canada est chargée de surveiller les systèmes de compensation et de règlement dans le but de contrôler le risque systémique⁶. Elle exerce ce pouvoir de surveillance d'une manière conforme aux responsabilités attribuées aux autorités dans les Principes, qu'elle a d'ailleurs adoptés comme normes. L'objectif premier de la Banque en matière de surveillance consiste à faire en sorte que le risque systémique soit correctement maîtrisé dans les infrastructures désignées. Pour ce faire, elle exige que ces entités respectent les normes, de manière à atteindre au Canada un niveau de référence pour le

contrôle des risques. Dans la présente section, nous décrivons comment la Banque applique les Principes aux systèmes désignés⁷.

La Banque travaille avec les autres autorités de réglementation qui contrôlent les IMF canadiennes d'importance systémique afin d'assurer une application uniforme des Principes. En particulier, elle coopère avec l'Autorité des marchés financiers (Québec), la British Columbia Securities Commission et la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario en ce qui concerne l'application des Principes au Service canadien de compensation de produits dérivés (CDCS) et au CDSX, et avec le ministère des Finances du Canada pour ce qui est du STPGV⁸.

Sur le plan de la gestion des risques, les pratiques suivies par les IMF canadiennes désignées comme étant d'importance systémique concordent avec les normes internationales antérieures. Toutefois, comme nous l'avons indiqué, les Principes établis par le CSPR et l'OICV sont plus stricts et renferment de nouvelles exigences visant ces infrastructures. Par conséquent, les IMF, notamment celles qui sont établies au Canada, devront mettre en œuvre certaines améliorations pour se mettre en conformité avec les normes révisées. Il leur faudra par exemple resserrer leurs mécanismes de gestion du risque de crédit. De plus, elles pourraient devoir modifier leur mode de gouvernance de manière à ce qu'il cadre avec les nouvelles normes et qu'il leur permette de surveiller et de gérer les risques de façon plus complète.

Pour amorcer la transition, les IMF désignées au Canada procèdent à des auto-évaluations détaillées en fonction des Principes, afin de repérer tout défaut de conformité. Elles dresseront ensuite des plans pour corriger ces défauts. Il leur faudra un certain temps avant de respecter intégralement les nouvelles exigences. C'est pourquoi, de concert avec les autres organes de réglementation chargés de la surveillance des IMF, la Banque suivra attentivement le processus pour veiller à ce que les plans soient exécutés sans retard et que les IMF canadiennes d'importance systémique continuent d'observer les Principes. L'adoption des Principes au Canada fera en outre l'objet d'un suivi et d'une évaluation périodiques par les instances internationales.

⁶ On trouvera plus d'information sur la *Loi* et sur les responsabilités de la Banque du Canada en matière de surveillance dans le site Web de la Banque à l'adresse www.bankeducanada.ca/systeme-financier/systemes-paiement/surveillance-et-legislation/.

⁷ Les objectifs, le cadre et les activités de la Banque au titre de la surveillance sont présentés plus en détail dans les *Lignes directrices concernant les activités de surveillance exercées par la Banque du Canada en vertu de la Loi sur la compensation et le règlement des paiements* (Banque du Canada, 2012).

⁸ La Banque siège également au comité de surveillance de la CLS Bank, qui est présidé par la Réserve fédérale, principale responsable de la supervision de la CLS Bank. La Réserve fédérale coordonnera avec le comité l'application des Principes à la CLS Bank.

Conclusion

Les infrastructures des marchés financiers sont indispensables à la bonne marche de l'économie parce qu'elles soutiennent des marchés et des activités essentiels. Pour la Banque du Canada, veiller à ce que les IMF ne cessent de fonctionner, même en périodes de tensions, est donc un objectif prioritaire. En établissant des normes plus strictes aux chapitres de la gestion des risques, de l'efficience et de la transparence, les Principes institués par le CSPR et l'OICV pour les infrastructures financières appuient directement les mesures prises par le G20 et le Conseil de stabilité financière pour renforcer les IMF et favoriser une ouverture permanente des marchés.

La Banque analyse les Principes et les a intégrés dans son cadre de surveillance afin d'accroître la résilience des IMF d'importance systémique au Canada. Il faudra sans doute du temps à ces entités pour apporter certaines des modifications qui leur permettront d'observer l'intégralité des nouvelles normes, et la Banque suivra attentivement ce que font les IMF pour préparer et mettre en œuvre les changements requis. Elle veillera à ce que ces infrastructures financières satisfassent en tout temps aux Principes et évaluera le respect des normes au moins tous les deux ans. Par ailleurs, la Banque travaillera avec les autres autorités de réglementation responsables de la surveillance des IMF canadiennes d'importance systémique, pour s'assurer d'une application uniforme des Principes.

Bibliographie

Banque du Canada (2012). *Lignes directrices concernant les activités de surveillance menées par la Banque du Canada conformément à la Loi sur la compensation et le règlement des paiements*. Internet : www.banqueducanada.ca, sous Publications et recherches.

Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) (2001). *Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique*, janvier.

Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (CSPR-OICV) (2001). *Recommandations pour les systèmes de règlement de titres*, novembre.

Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (CSPR-OICV) (2004). *Recommandations pour les contreparties centrales*, novembre.

——— (2012a). *Principles for Financial Market Infrastructures*, avril.

——— (2012b). *Recovery and Resolution of Financial Market Infrastructures*, juillet. Internet : www.bis.org/publ/cpss103.pdf.

Conseil de stabilité financière (2011). *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*, octobre. Internet : www.financialstabilityboard.org/publications/r_111104cc.pdf.

Liste des abréviations utilisées

On trouvera une liste plus complète de termes financiers et économiques ainsi que de l'information sur les systèmes canadiens de compensation et de règlement des paiements à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca>.

BCE : Banque centrale européenne	FMI : Fonds monétaire international
BSIF : Bureau du surintendant des institutions financières	G20 : Groupe des Vingt
CC : contrepartie centrale	IMF : infrastructure des marchés financiers
CDCS : Service canadien de compensation de produits dérivés	MES : Mécanisme européen de stabilité
CDSX : agent national de dépôt et de règlement pour les valeurs mobilières	OICV : Organisation internationale des commissions de valeurs
CE : Commission européenne	OMT : opérations monétaires sur titres
CLS Bank : plateforme mondiale de règlement des opérations de change conçue pour gérer le risque lié à celui-ci (17 grandes monnaies sont actuellement prises en charge)	PIB : produit intérieur brut
CSF : Conseil de stabilité financière	RSD : ratio du service de la dette
CSPR : Comité sur les systèmes de paiement et de règlement	RSF : <i>Revue du système financier</i>
FESF : Fonds européen de stabilité financière	S&P : Standard & Poor's
	STPGV : Système de transfert de paiements de grande valeur
	TSX : Bourse de Toronto
	VIX : indice de la volatilité du Chicago Board Options Exchange