



BANQUE DU CANADA  
BANK OF CANADA

---

**Discours de Tiff Macklem**  
**Gouverneur de la Banque du Canada**  
**Discussion informelle à l'Institut du risque mondial**  
**4 mars 2026**  
**Toronto**

# Nouveaux acteurs, mêmes risques : la stabilité financière dans un contexte en mutation

## Introduction

Bonjour. C'est un plaisir d'être ici, devant un groupe aussi remarquable de participants au marché, de décideurs et de professionnels du secteur.

Je tâcherai d'être bref, car j'ai hâte de prendre part à la discussion informelle. Les conversations du genre sont essentielles, surtout quand l'incertitude est élevée et que tout le monde s'efforce de maîtriser les risques.

À l'heure où on se parle, les actions menées par Israël et les États-Unis contre l'Iran font augmenter la volatilité des prix de l'énergie et des marchés financiers; la durée et les répercussions de ce conflit sont très incertaines.

Aujourd'hui, je vais vous parler de changements à plus long terme qui s'opèrent dans le système financier. Je prends d'ailleurs la parole à la fois à titre de gouverneur de la Banque du Canada et de président du Comité permanent sur l'évaluation des vulnérabilités du Conseil de stabilité financière (CSF). Le rôle du Comité permanent n'est pas de prédire la prochaine crise financière ni de dicter les orientations politiques. Il consiste plutôt à prendre un pas de recul et à dégager des corrélations entre les marchés et les régions afin d'identifier les vulnérabilités systémiques. Le but est de comprendre les points de pression pour éviter qu'ils deviennent des fractures.

Étant donné sa portée mondiale, le travail du Conseil de stabilité financière complète celui des banques centrales et des organismes de réglementation. Il complète aussi le travail du secteur privé. Les participants au marché gèrent les risques auxquels ils sont exposés chacun de leur côté. Mais les risques systémiques peuvent évoluer dans l'angle mort des entreprises individuelles.

Tout le monde a intérêt à ce que le système financier fonctionne bien et canalise l'épargne vers des investissements productifs, en plus d'aider les ménages et les entreprises à gérer leurs risques. Mais son bon fonctionnement repose sur l'existence d'un environnement concurrentiel encadré par des règles claires et

Je tiens à remercier Grahame Johnson de l'aide qu'il m'a apportée dans la préparation de ce discours.

Ne pas publier avant le 4 mars 2026  
à 10 h 20, heure de l'Est

l'accès à la bonne information. Et puisque l'argent ne connaît pas de frontières, il faut une perspective mondiale, avec une certaine coordination internationale.

Je vais commencer par brosser un portrait de l'environnement de risque global. Je parlerai ensuite de l'essor de nouveaux acteurs en lien avec deux sujets sur lesquels se penche le Comité permanent afin de mieux comprendre les risques : les opérations à effet de levier effectuées par les fonds de couverture sur les marchés des obligations d'État et la croissance rapide du crédit privé.

Mon but n'est pas de tirer la sonnette d'alarme, mais de mettre en lumière la nature systémique de ces risques, de souligner la nécessité de combler les lacunes dans les données et d'approfondir la réflexion. Il ne s'agit pas de faire obstacle au secteur privé, mais plutôt de l'aider à faire ce qu'il fait de mieux : chercher à générer des rendements tout en maîtrisant le risque.

## **L'environnement de risque global**

Parlons d'abord du contexte économique et des risques entourant les perspectives. Malgré les perturbations commerciales et les risques géopolitiques, la croissance mondiale a été vigoureuse. Selon les plus récentes prévisions de la Banque du Canada, elle devrait se maintenir à environ 3 %<sup>1</sup>. Mais les risques pesant sur la croissance sont plus élevés que d'habitude, et sont susceptibles de la faire baisser.

Les risques géopolitiques sont élevés, alors que plusieurs conflits font rage.

L'incertitude entourant la politique commerciale américaine demeure elle aussi élevée.

La croissance mondiale est soutenue par l'essor de l'intelligence artificielle (IA) et les mesures de relance budgétaire, deux facteurs qui pourraient atteindre leurs limites. Les progrès de l'IA et l'innovation numérique ont le potentiel de stimuler la productivité et la croissance. Mais si l'impact de l'IA est moins profond ou plus déstabilisant que prévu, la croissance pourrait ralentir. La marge de manœuvre budgétaire est limitée par les niveaux élevés de la dette souveraine, et les primes de terme sur les obligations d'État ont augmenté.

Sur les marchés des actions et du crédit, on constate une contraction des primes de risque et des valorisations élevées. Il y a donc un plus grand risque de revirements brusques et de volatilité accrue dans l'ensemble des catégories d'actifs.

Ces risques pourraient aussi interagir avec les vulnérabilités du système financier. Après la crise financière mondiale de 2008-2009, on a renforcé la réglementation des banques, ce qui a rendu le système plus sûr. Les activités plus risquées ont donc migré vers les intermédiaires financiers non bancaires. Cette croissance de la finance de marché a apporté des avantages évidents, à savoir une diversification des risques, un accès amélioré au crédit et une efficience accrue.

---

<sup>1</sup> Banque du Canada, « Économie mondiale », [Rapport sur la politique monétaire](#) (janvier 2026).

Mais les risques n'ont pas disparu : ils ont migré. Et nos cadres mondiaux de surveillance et de réglementation n'ont pas suivi le rythme du changement. Nos mécanismes de contrôle ont été conçus pour le secteur bancaire. Les acteurs non bancaires n'ont généralement pas les mêmes exigences de déclaration ni le même niveau de surveillance. Cette disparité représente un défi pour les instances normatives mondiales, les organismes de réglementation nationaux et les banques centrales.

C'est dans ce contexte que j'aimerais vous parler de deux secteurs du financement non bancaire en pleine croissance qui retiennent notre attention.

## **Les opérations à effet de levier sur les marchés de dette souveraine**

Commençons par les opérations à effet de levier effectuées par les fonds de couverture sur les marchés de dette souveraine.

À un moment où les gouvernements du monde entier émettent plus de titres d'emprunt, les intermédiaires financiers non bancaires, en particulier les fonds de couverture, sont devenus de très gros acheteurs de dette souveraine dans de nombreux pays. Ils détiennent une part importante de la dette publique entre les mains du secteur privé à l'échelle des économies membres du CSF<sup>2</sup>. Au Canada, ils achètent jusqu'à 50 % des obligations du gouvernement fédéral vendues aux adjudications et ils sont à l'origine d'une bonne part du volume des opérations sur le marché secondaire<sup>3</sup>. Bref, ils jouent désormais un rôle central dans le fonctionnement des marchés de dette souveraine, à l'échelle mondiale comme au Canada.

Leur participation présente des avantages. Les fonds de couverture aident à distribuer de gros volumes d'émissions aux investisseurs finaux. Ils favorisent la liquidité et la découverte des prix. Et, comme leur nom l'indique, ils couvrent les risques. Les achats d'obligations sont souvent couverts par des positions vendeur sur des contrats à terme ou des swaps de taux d'intérêt, ce qui permet à ces fonds de tirer profit de petites inefficiences de prix. En temps normal, la participation des fonds de couverture améliore l'efficacité du marché.

C'est en période de tensions que le bât blesse. Les achats de dette souveraine par les fonds de couverture se font généralement avec un fort effet de levier. Ils sont en grande partie financés par des opérations de pension, et il s'agit généralement d'un financement à très court terme. Globalement, environ la moitié de ces opérations arrivent à échéance le lendemain. Et les décotes

---

<sup>2</sup> Conseil de stabilité financière, « [Vulnerabilities in Government Bond-backed Repo Markets](#) » (février 2026).

<sup>3</sup> Voir Banque du Canada, [Rapport sur la stabilité financière – 2025](#) (mai 2025) et « [Quelle est la part de l'arbitrage comptant-terme sur le marché canadien des obligations d'État?](#) », note analytique du personnel 2024-16 de la Banque du Canada (juin 2024).

appliquées aux titres sont faibles : elles sont nulles ou négatives dans plus de 80 % des cas<sup>4</sup>.

Cet effet de levier permet aux fonds de couverture de dégager des rendements intéressants à partir de petits écarts de prix, grâce à des opérations d'arbitrage et à d'autres opérations sur écarts. Ça améliore l'efficacité des marchés obligataires. Mais ça veut aussi dire que le système est plus sensible aux perturbations. Des coûts de financement plus élevés ou un accès plus restreint au financement peuvent forcer le dénouement des positions. L'effet de levier peut augmenter tranquillement, puis s'inverser très rapidement lorsque les conditions changent.

Un scénario qui nous préoccupe est celui d'un choc sur les marchés qui entraînerait une hausse soudaine de la volatilité des taux d'intérêt, ce qui pousserait les prêteurs à augmenter les décotes appliquées aux titres ou à restreindre le financement. Et puisque le financement par opérations de pension est à très court terme, ce rajustement pourrait se faire en peu de temps. Si les investisseurs recourant à l'effet de levier sont contraints de réduire leurs positions, ils pourraient devoir vendre des obligations d'État sur des marchés déjà sous tension. Les prix chuteraient. La liquidité se détériorerait. Et les tensions feraient boule de neige.

Nous en avons déjà vu des exemples : la ruée vers les liquidités au début de la pandémie, durant la crise des obligations d'État britanniques en 2022, et pendant la période de tensions sur le marché des bons du Trésor américain au printemps dernier. Les opérations d'arbitrage et autres opérations sur écarts présentent généralement un faible risque pour les investisseurs. Mais leur ampleur et la vitesse à laquelle elles peuvent être dénouées posent un risque systémique. Des tensions sur le financement à court terme pourraient causer de graves perturbations sur les marchés de dette souveraine, qui sont l'épine dorsale de notre système financier. Et vu la nature transfrontalière des marchés, les tensions qui naissent dans un pays ou un secteur peuvent rapidement se propager dans un autre.

À l'heure où les fonds de couverture jouent un rôle grandissant sur les marchés des obligations d'État, il est de plus en plus important qu'ils disposent de mécanismes de financement robustes et de liquidités suffisantes pour traverser les périodes de tensions.

Les autorités publiques ont aussi du travail à faire. Au CSF, notre premier objectif est d'approfondir notre compréhension. Ça signifie qu'il faut de meilleures données sur la concentration du levier financier, la structure du financement et la distribution des expositions entre les institutions et les frontières. Et ça signifie qu'il faut faire circuler cette information entre les pays et dans le secteur privé. La finance de marché est intrinsèquement transfrontalière. Aucune autorité n'a un portrait complet de la situation; l'information doit donc être mise en commun et diffusée.

---

<sup>4</sup> Voir encore Conseil de stabilité financière, « [Vulnerabilities in Government Bond-backed Repo Markets](#) » (février 2026).

Il faut également renforcer l'infrastructure pour que les marchés des pensions continuent de fonctionner en périodes de tensions, et que les chocs soient absorbés plutôt qu'amplifiés. La compensation centrale pourrait à la fois stabiliser l'accès au financement par opérations de pension et améliorer l'efficacité en augmentant les possibilités de compenser les positions.

Les grandes économies font des investissements importants. Aux États-Unis, la Securities and Exchange Commission a exigé que la plupart des opérations de pension garanties par des bons du Trésor américain soient compensées de manière centralisée d'ici juin 2027. L'Union européenne cherche également à accroître la part des opérations de pension faisant l'objet d'une compensation centrale, et la Banque centrale européenne recourra à la compensation centrale pour certaines de ses opérations cette année. Combinées à des dispositifs de marge tenant compte de la totalité du cycle, ces mesures devraient améliorer la stabilité du marché des pensions.

Ici, au Canada, TMX est en train de bâtir une solution nationale tripartite pour les opérations de pension. La Banque du Canada prévoit utiliser cette infrastructure pour ses opérations de pension sur le marché intérieur d'ici le début de 2027. De plus, une fois que TMX aura fait les investissements nécessaires dans son infrastructure de compensation des titres à revenu fixe, nous comptons recourir à la compensation centrale pour nos propres opérations de pension<sup>5</sup>. Ça va rendre la compensation centrale plus attrayante pour les participants au marché. Ces améliorations de l'infrastructure devraient aussi renforcer la confiance dans le fait que les marchés continueront de fonctionner même sous tension.

## **Le crédit privé**

Le deuxième sujet que je veux aborder est le crédit privé.

Le crédit privé, ce sont les prêts non bancaires aux entreprises. Ça comprend les prêts directs accordés par les grands investisseurs institutionnels et par les fonds d'investissement. Ce marché s'est développé rapidement – son empreinte mondiale se chiffre désormais en billions de dollars. Au Canada, la croissance n'a pas été aussi rapide. Mais les caisses de retraite et les sociétés d'assurance canadiennes sont des acteurs actifs et avertis, et elles sont exposées au crédit privé à l'échelle internationale.

Le crédit privé vient combler un manque bien réel. Il fournit du financement à des entreprises qui ne sont peut-être pas bien servies par les banques traditionnelles ou les marchés publics. Pour les emprunteurs qui ont des besoins complexes ou non conventionnels, il offre une exécution plus rapide, des structures mieux adaptées, des engagements en capital à plus long terme et une plus grande flexibilité. Le crédit privé a accru la concurrence sur les marchés du crédit et élargi l'accès au financement. Et il joue un rôle important en soutenant les nouveaux cycles d'investissement. Il est d'ailleurs appelé à devenir une importante source du financement par emprunt nécessaire à la croissance des infrastructures d'IA.

---

<sup>5</sup> Banque du Canada, « [La Banque du Canada se joindra au Service canadien de gestion des garanties pour ses opérations de pension](#) » (avis aux marchés, 4 mars 2026).

Le problème n'est pas le crédit privé en lui-même. C'est plutôt la façon dont il va se comporter en période de tensions, et les risques qu'il fait peser sur l'ensemble du système financier.

Ces risques ne sont pas faciles à mesurer. Nous n'avons pas un long historique. Le crédit privé n'a jamais connu un ralentissement économique complet. Comme le crédit public et bancaire, il comporte des risques liés à la qualité du crédit et aux normes de souscription, ainsi qu'au levier financier total des entreprises. Mais le crédit privé est plus opaque. Contrairement à celles des marchés du crédit public, les positions du crédit privé ne sont pas régulièrement évaluées en fonction du marché. Il peut être difficile d'évaluer les normes de souscription, la qualité des clauses restrictives et le véritable degré de levier intrinsèque. La liquidité est aussi plus limitée. Il peut y avoir des déséquilibres entre le désir des investisseurs de se retirer et la capacité des fonds à répondre à cette demande. De plus, il est difficile de bien comprendre les interconnexions dans le système, tant au sein du secteur du crédit privé qu'entre celui-ci et le reste du système.

L'opacité du crédit privé signifie qu'il est possible que les investisseurs n'aient pas suffisamment d'informations sur la qualité des prêts détenus dans leurs fonds. Une flambée des défauts pourrait les amener à tenter de sortir rapidement de leurs positions. Cette situation pourrait causer de graves tensions, y compris des répercussions sur les marchés du crédit public.

Encore une fois, comme pour les fonds de couverture avec la dette souveraine, ce qui nous préoccupe, c'est comment les tensions dans le marché du crédit privé pourraient se transmettre au cœur du système financier. Les banques et les assureurs sont liés au crédit privé de plusieurs façons : prêts, parrainage, stockage temporaire de dettes et transfert de risque. Ça signifie qu'une faiblesse dans le crédit privé pourrait se propager au secteur réglementé. Et comme le crédit privé se mondialise de plus en plus, ces répercussions pourraient rapidement traverser les frontières.

Dernièrement, on a observé quelques signes de tensions sur les marchés du crédit privé. Même si les récents cas notoires de défaut de paiement ont été contenus, ils ont soulevé des questions quant à la qualité et à la transparence de la souscription.

Au CSF, on s'efforce d'améliorer la compréhension et la surveillance du crédit privé. Les organismes de réglementation ont besoin d'avoir une bonne idée du levier financier, de la transformation des liquidités et des pratiques de souscription. Et on doit comprendre les interconnexions entre le crédit privé et les banques.

Il faut améliorer la surveillance pour pouvoir suivre l'évolution des risques à mesure que le marché se développe. Ça comprend le suivi des expositions transfrontalières, des structures de financement et de la possibilité de tensions corrélées entre les institutions et les pays.

Et une fois de plus, la coordination mondiale est essentielle. Le crédit privé se trouve à l'intersection des marchés et des institutions. Nous avons donc besoin de coopération entre les autorités et les pays.

## **Conclusion**

C'est maintenant le temps de conclure.

L'essor des acteurs non bancaires sur les marchés d'emprunt mondiaux n'est pas un problème à résoudre. La participation croissante des fonds de couverture et du crédit privé à la finance mondiale fait partie d'un système financier sain.

Mais ces nouveaux acteurs en pleine croissance amènent des vulnérabilités qui méritent plus d'attention. Les risques pourraient augmenter plus vite que notre capacité à les comprendre et à les atténuer. L'incertitude économique est déjà élevée : on ne peut pas se permettre d'y ajouter de l'instabilité financière.

On compte sur le secteur privé pour être la première ligne de défense. À mesure qu'on va mieux comprendre les vulnérabilités systémiques, il sera important de communiquer avec vous. Et on doit travailler main dans la main pour renforcer l'infrastructure des marchés financiers essentiels. Ensemble, on peut faire connaître les enjeux et bâtir la résilience. Quand les tensions vont survenir, tout le monde devra être prêt.

Merci.