

Résumé de colloque : Intermédiation et vulnérabilités financières

Jason Allen, James Chapman et Ian Christensen, département de la Stabilité financière

En octobre 2012, le colloque économique annuel de la Banque du Canada a donné l'occasion à des experts du monde entier de s'entretenir des grands enjeux relatifs à l'intermédiation et aux vulnérabilités financières. Ce colloque a notamment porté sur la situation financière des ménages et son lien avec la stabilité financière, de même que sur la réglementation des banques et le secteur bancaire parallèle, thèmes qui ont permis de traiter de la titrisation et de la question du périmètre réglementaire.

Avant la crise financière de 2007-2009, les économistes avaient pour habitude d'étudier surtout les relations des ménages et des entreprises avec les entités (institutions financières) qui, à partir de leurs opérations de bilan, servent d'intermédiaires entre les épargnants et les emprunteurs. Dans le sillage de la crise, il est apparu que notre compréhension de ces relations était par trop simpliste.

Il nous a donc fallu réexaminer de quelle manière le système financier achemine l'épargne vers les emprunteurs. Il faut en particulier poursuivre la recherche, afin de comprendre le secteur bancaire traditionnel ainsi que le secteur du financement de marché (le système bancaire parallèle) et de comprendre aussi comment ces deux secteurs créent des liens qui ont pour effet de redistribuer les risques à travers le système financier. L'objectif du colloque annuel de la Banque était d'aider à analyser ce processus de redistribution et son incidence éventuelle sur les ménages.

La santé de l'économie canadienne dépend de la santé des ménages. Leur situation financière influe beaucoup sur la stabilité du secteur financier, d'abord en raison de leur capacité à honorer leurs engagements, ensuite du fait des variations de la valeur de leur actif le plus important : le logement. La compréhension des mécanismes par lesquels les changements intervenus dans le financement bancaire — en particulier l'avènement de la titrisation des créances hypothécaires — peuvent toucher les emprunts des ménages, et par lesquels également les fragilités du bilan des ménages peuvent influencer sur le risque de l'activité bancaire, représente en conséquence un champ de recherche majeur.

Bâti autour de six séances, le colloque annuel de 2012 comportait une dizaine de communications, dont le discours d'un conférencier d'honneur, ainsi que la conférence commémorative John Kuszczak et une table ronde. Les communications et les discussions auxquelles elles ont donné lieu sont résumées dans le présent article.

Séance 1 : Une nouvelle ère dans le secteur bancaire

Sir John Vickers (All Souls College, Université d'Oxford) inaugure le colloque par un panorama du monde bancaire après la récente crise financière. Vickers a présidé la commission britannique indépendante sur le système bancaire (ICB), qui a formulé des propositions de réforme pour le secteur bancaire du Royaume-Uni. Son exposé, intitulé *Some Economics of Banking Reform*, présente une analyse des principales recommandations de l'ICB. Celle-ci plaide en faveur d'une séparation des activités de détail et des activités d'investissement au sein de chaque banque, afin de protéger les premières du risque plus important que constituent les secondes. Pour mieux aider les banques à absorber les pertes en cas de choc négatif, l'ICB recommande en outre que les établissements émettent plus d'actions et de titres destinés à l'absorption des pertes. Le but des propositions est de reporter sur les investisseurs le risque supporté par les petits déposants (et les contribuables) en vue de priver les banques de la possibilité de financer leur activité risquée d'investissement avec des dépôts, et de préserver la banque de détail d'une défaillance du segment des investissements.

Dans les échanges qui suivent l'exposé de Vickers, des intervenants se demandent si ce cloisonnement permettra d'atténuer le problème posé par les institutions jugées trop importantes pour qu'on les laisse faire faillite. Vickers répète que les initiatives avancées accroîtraient la stabilité financière et soutient que cet avantage contrebalancerait largement le coût annuel de la séparation et de l'augmentation de la capacité d'absorption des pertes pour les banques britanniques, estimé par l'ICB entre 4 et 7 milliards de livres. Vickers cite le rapport Liikanen¹, qui propose également des réformes allant dans le sens d'un renforcement de la stabilité financière en Europe et dont les recommandations sont semblables à celles de l'ICB. Le rapport Liikanen préconise toutefois la séparation de la négociation pour compte propre et des activités de négociation pour tiers plutôt que le cloisonnement de la banque de détail.

Séance 2 : Modélisation du risque de crédit des ménages

Dans les années qui ont suivi l'effondrement du marché américain du logement, de nombreux chercheurs ont tenté d'expliquer la formation de cette bulle immobilière et son éclatement, et ont étudié le recours à des politiques différentes en matière de logement et de prêt hypothécaire pour contrer ce genre de bulles. Dans la communication intitulée *Real Estate Investors and the Boom and Bust of the U.S. Housing Market*, la présentatrice Wenli Li (Banque fédérale de réserve de Philadelphie) et son collaborateur Zhenyu Gao (Université de Princeton) examinent le rôle des emprunteurs qui investissent dans l'immobilier (à savoir le rôle des acheteurs d'un second logement). Leurs résultats empiriques montrent que le volume d'activité des investisseurs est sensible aux anticipations concernant les prix des

¹ Aussi appelé « rapport du Groupe d'experts de haut niveau sur la réforme structurelle du secteur bancaire de l'Union européenne », ce rapport a été préparé par un groupe d'experts travaillant sous l'égide de la Commission européenne et présidé par le gouverneur de la Banque de Finlande, Erkki Liikanen.

logements et aux contraintes de crédit. Les investisseurs immobiliers ont la capacité d'amplifier les cycles du marché du logement, et l'assouplissement des critères d'octroi des prêts hypothécaires peut aggraver ce problème.

Le commentateur **Césaire Meh** (Banque du Canada) fait ressortir l'importance des investisseurs immobiliers et met en avant des données se rapportant au levier d'endettement des investisseurs et éclairant leur « profil ». Fait notable, avant la crise financière, les propriétaires américains qui achetaient un logement à des fins de placement étaient moins endettés que les propriétaires-occupants, et plus susceptibles d'être des emprunteurs à revenu élevé dont la créance hypothécaire était de première qualité. Meh souligne que les résultats de l'étude de Li et Gao montrent que des politiques vouées, par exemple, à augmenter la mise de fonds requise pour qu'un immeuble de placement soit admissible à l'assurance hypothécaire auront pour effet de déprimer l'activité des investisseurs et de modérer, par conséquent, les cycles des prix des logements. Néanmoins, dans la mesure où les investisseurs peuvent souvent verser des mises de fonds importantes (et n'ont donc généralement pas besoin d'une assurance hypothécaire), ces politiques pourraient n'avoir qu'une incidence limitée sur la demande des investisseurs. De même, **Derek Stacey** (Université Ryerson) relève que les investisseurs immobiliers joueraient un plus grand rôle si les prêteurs assouplissaient les critères d'octroi des crédits hypothécaires car, comme l'indique le modèle de Li et Gao, la relation entre la croissance des prix des logements et la demande d'immeubles de placement repose sur le fait que les frais de transaction pour changer la propriété d'un placement immobilier sont moins élevés que les coûts d'acquisition et de vente de maisons habitées par leurs propriétaires.

Dans l'étude intitulée *Continuous Workout Mortgages in a Structural Model of Housing and Mortgage Markets*, **Edward Kung** (Université de Californie, Los Angeles) analyse les effets que différents types de contrats hypothécaires peuvent avoir sur le bien-être. Il montre que les contrats qui font supporter le risque de variation du prix des maisons conjointement à l'emprunteur et au prêteur — les remboursements du prêt hypothécaire étant ajustés automatiquement — peuvent améliorer l'efficacité du marché hypothécaire et du marché du logement. Par exemple, si le prêteur assume une partie du risque de baisse des prix des maisons mais que les plus-values sont partagées avec lui, le bien-être du consommateur se trouve renforcé. Ce genre de contrat hypothécaire peut également accroître la stabilité financière puisqu'en n'absorbant plus la totalité de la moins-value de leur logement, les propriétaires sont moins susceptibles de faire défaut. Des variantes de ces contrats ont été proposées par Caplin et autres (2007), Caplin, Cunningham et Engler (2009) ainsi que Shiller (2008 et 2009).

Dans ses remarques, **Tom Davidoff** (Sauder School of Business, Université de la Colombie-Britannique) marque son désaccord avec les conclusions de Kung. À son avis, les propriétaires ont déjà la possibilité de se prémunir contre un recul du prix de leur logement en acquérant des titres adossés à l'indice Case-Shiller ou en contractant un prêt hypothécaire inversé. Or, les données empiriques tendent à indiquer que les propriétaires ne prennent pas de positions courtes sur les prix des logements.

Jim MacGee (Université Western Ontario) se dit impressionné par l'ambition affichée : analyser au moyen d'un modèle structurel des questions liées à l'innovation des produits hypothécaires. Cependant, comme Davidoff, il doute que le recours aux prêts hypothécaires à remboursement ajusté puisse devenir populaire. MacGee relève l'aléa moral associé à ce genre

de contrat; étant donné que l'établissement prêteur accepte une partie du risque de baisse sans prendre part au financement du coût d'entretien du bien immobilier ni au choix du moment de la mise en vente, l'emprunteur pourrait se comporter de manière à réduire la plus-value du prêteur.

Séance 3 : Vulnérabilités des ménages

Dans un contexte où le ratio moyen de la dette au revenu disponible atteint désormais 165 %, les ménages canadiens sont de plus en plus exposés aux mouvements des taux d'intérêt, aux chocs négatifs de revenu et à une baisse des prix des maisons.

Dans *What Explains High Unemployment? The Aggregate Demand Channel*, **Atif Mian** (Université de Californie, Berkeley) et le présentateur **Amir Sufi** (Booth School of Business, Université de Chicago) expliquent comment un choc négatif sur les bilans des ménages (découlant par exemple d'une diminution du prix des maisons) entraîne une contraction de la demande globale et une hausse du chômage. En s'appuyant sur les chiffres de l'emploi, compilés comté par comté, et en départageant le secteur de la fabrication en biens échangeables et biens non échangeables internationalement, les auteurs constatent que ce sont dans les comtés où vivaient les ménages les plus endettés qu'on a observé les chutes les plus brutales de la demande après la crise financière (Mian, Rao et Sufi, 2011) et les plus fortes pertes d'emplois dans le secteur des biens non échangeables. D'après les résultats de Mian et Sufi, les pertes d'emplois enregistrées dans le secteur des biens échangeables ne sont pas corrélées au niveau d'endettement des ménages au sein des comtés considérés, ce qui cadre avec le canal de la demande globale, suivant lequel la demande de biens échangeables a partout diminué. Les auteurs estiment que 65 % des pertes d'emplois survenues aux États-Unis entre mars 2007 et mars 2009 sont imputables au canal de la demande globale.

Se basant sur des données relatives aux États américains qui touchent notamment aux dépenses de consommation, la commentatrice **Katsiaryna Kartashova** (Banque du Canada) analyse la robustesse des résultats de l'étude et confirme les observations des auteurs. Elle montre aussi que le crédit bancaire a eu un rôle dans les pertes d'emplois subies aux États-Unis après 2007. En effet, la diminution du crédit bancaire a réduit l'emploi dans le secteur des biens non échangeables, non seulement du fait du recul de la demande des emprunteurs associé aux tensions du bilan des ménages (comme chez Mian et Sufi, 2012), mais aussi en raison des conséquences de la dégradation du bilan des banques, d'où une amplification des résultats de Mian et Sufi.

Rui Castro (Université de Montréal) s'est intéressé à une autre hypothèse — celle d'un choc propre au secteur des biens non échangeables — pour expliquer la hausse du chômage dans ce secteur. La majorité des entreprises productrices de biens non échangeables étant de petite taille (c'est le cas des restaurants), elles dépendent davantage du financement bancaire que les fabricants de biens échangeables, qui sont généralement des entreprises de grande taille (cas des producteurs automobiles). Pour Castro, la raréfaction du crédit a été préjudiciable aux petites entreprises des comtés habités par les ménages les plus endettés. Parce que l'endettement des ménages est un élément important de l'économie d'aujourd'hui, cette étude a suscité un long débat parmi les participants.

Dans *Consumer Bankruptcy and Information*, **Jason Allen** et le présentateur **Evren Damar** (tous deux de la Banque du Canada) et **David Martinez-Miera** (Université Carlos III) analysent les facteurs qui ont contribué à la hausse de l'insolvabilité des ménages au cours des deux dernières décennies. À

partir de renseignements que livrent des données administratives sur les déclarations de faillite au Canada, les trois chercheurs étudient la variation considérable des taux de faillite dans le temps et entre quartiers. Leur principale hypothèse de travail est que les évolutions des taux de faillite observés dans divers quartiers peuvent être en partie expliquées par le rôle des succursales bancaires et la relation entre créanciers et débiteurs à l'échelon local. Le principal constat empirique est que les banques affichant les taux d'approbation de prêts par succursale les plus élevés sont aussi celles dont les clients font le plus faillite. Le phénomène tient peut-être au fait que ces banques exploitent les données informelles avec moins d'intensité que les autres banques en raison de leur incapacité à nouer des relations individuelles suivies avec leurs nombreux emprunteurs. Ce résultat a d'importantes implications, car il indique que les données objectives (pointages de crédit) ne peuvent pas entièrement remplacer les renseignements recueillis localement par les succursales à la faveur de contacts personnels.

Les commentateurs **Reint Gropp** (Université Goethe) et **Emre Ergungor** (Banque fédérale de réserve de Cleveland) examinent les deux mécanismes explicatifs avancés par Allen, Damar et Martinez-Miera : 1) l'effet des fusions bancaires sur la répartition des emprunteurs entre succursales; 2) une analyse de régression de la relation entre l'utilisation d'informations informelles et le nombre des faillites personnelles. De l'avis des deux commentateurs, le premier mécanisme permet d'expliquer de façon plus convaincante le lien entre succursales bancaires et faillites. Pour Ergungor, la fermeture de succursales est souvent un enjeu aux États-Unis et devrait faire partie de l'analyse formelle. Pour sa part, Gropp soulève la question de l'incidence potentielle de ces fermetures du point de vue du bien-être collectif, ainsi que celle du niveau socialement optimal des faillites.

Séance 4 : Intermédiation financière et prix des actifs

Dans la conférence d'honneur, le présentateur **Hyun Song Shin** (Université de Princeton) et sa coauteure **Valentina Bruno** (Kogod School of Business, American University) se penchent sur les flux de capitaux et le canal de la prise de risque de la politique monétaire. Ils soulignent en particulier l'importance des conditions de la liquidité mondiale pour le crédit intérieur. Les banques étant aujourd'hui d'envergure internationale, de bas taux d'intérêt réduisent les coûts du financement bancaire. Cela a pour effet d'augmenter l'offre de crédit et d'accentuer la prise de risque. Shin et Bruno soutiennent qu'en temps normal, les mesures de risque paraissent diminuer même en contexte de prise de risque accrue des banques, ce qui alimente les flux interbancaires transfrontières et incite les banques à assumer encore plus de risque. Les auteurs concluent que la prise de risque et les mesures de risque s'influencent réciproquement. Le facteur d'amplification clé qu'ils examinent est l'effet qu'une prise de risque accrue a sur l'appréciation de la monnaie en raison de la hausse des flux de capitaux. L'intensification de ces flux entraîne un recul de la volatilité mesurée (c.-à-d. du risque perçu) des actifs bancaires et, par conséquent, un nouvel accroissement des flux de capitaux du fait que les banques visent un niveau de risque préétabli.

Dans son commentaire, **Guillaume Plantin** (École d'économie de Toulouse et Institut d'Économie Industrielle) indique que le principal mécanisme invoqué par Bruno et Shin est le non-respect de la condition de parité des taux d'intérêt non couverte². Les monnaies des pays où les taux d'intérêt

² La condition de parité des taux d'intérêt non couverte postule que l'écart de taux d'intérêt entre deux pays est égal à la variation attendue de leurs taux de change.

sont faibles tendraient ainsi à se déprécier, plutôt qu'à s'apprécier comme le veut cette condition. Les économistes comprennent mal pourquoi dans la réalité, la condition de parité non couverte est généralement infirmée par les données, et de nombreux travaux ont récemment été consacrés à cette énigme troublante³.

Séance 5 : Innovation financière, secteur bancaire parallèle et périmètre prudentiel

Le Conseil de stabilité financière décrit le secteur bancaire parallèle dans les termes généraux suivants : intermédiation de crédit faisant intervenir des entités et des activités en dehors du système bancaire classique (CSF, 2011). Ce secteur s'est trouvé au cœur de la crise financière de 2007-2009 parce que, d'une part, il avait des pratiques de titrisation douteuses et s'appuyait sur des modes de financement moins stables et que, d'autre part, les banques traditionnelles faisaient appel à lui pour lever des fonds sur les marchés de gros, eux aussi plus fragiles. Ces divers canaux de financement reposaient essentiellement sur la titrisation, comme l'émission de papier commercial adossé à des actifs (PCAA). Pour s'attaquer au problème, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a lancé, en 2009, un appel à propositions, en vue de renforcer les exigences de liquidité de façon à favoriser la résilience du secteur financier⁴.

En réponse à l'appel du Comité de Bâle, **Charles Calomiris** (Université Columbia), **Florian Heider** et **Marie Hoerova** (tous deux de la Banque centrale européenne) ont procédé à une analyse approfondie des exigences de liquidité, dont Calomiris livre le fruit dans la communication intitulée *A Theory of Bank Liquidity Requirements*. Au moyen d'un modèle où les exigences de fonds propres et les exigences de liquidité interagissent, les auteurs déterminent la combinaison optimale de ces exigences selon un certain nombre de scénarios. Les actifs liquides tiennent un rôle important en limitant le risque de liquidité et en encourageant une gestion plus serrée des risques. Comme l'existence d'un régime d'assurance-dépôts incite moins les banques à se surveiller les unes les autres, l'État pourrait les obliger à détenir davantage d'actifs liquides pour que le niveau de risque soit le même que dans un environnement où il n'y a pas d'assurance-dépôts.

Le commentateur **David Martinez-Miera** (Université Carlos III) reconnaît avec les auteurs le double rôle que jouent les actifs liquides en atténuant aussi bien le risque de liquidité que le risque d'insolvabilité. Il craint cependant que le relèvement des exigences de liquidité n'érode la valeur de la licence d'exploitation des banques⁵, ce qui aggraverait le risque d'insolvabilité au lieu de le réduire. Cette érosion pourrait amener les banques à moins se soucier de préserver la valeur de leur licence et à prendre plus de risques à court terme.

Francesco Trebbi (Université de la Colombie-Britannique) s'attarde au « paradoxe de la liquidité » (Myers et Rajan, 1998), suivant lequel la facilité avec laquelle les actifs liquides peuvent être déplacés rend les banques moins désireuses d'engager leurs fonds. Or, plus les banques disposent de liquidités, plus il est facile pour leurs dirigeants d'adopter un comportement contraire aux volontés de leurs actionnaires et des autorités de

³ Voir, par exemple, Alvarez, Atkeson et Kehoe (2007) ainsi qu'Obstfeld et Rogoff (2000).

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

⁵ C'est-à-dire la valeur actualisée des bénéfices nets futurs d'une banque du point de vue de ses actionnaires.

réglementation. Trebbi conclut que les exigences de liquidité demandent une compréhension plus fine qu'il n'y paraît et qu'on doit en approfondir les aspects potentiellement nuisibles.

Dans l'étude intitulée *Covered Bonds and Systemic Risk*, **Kartik Anand** et le présentateur **James Chapman** (tous deux de la Banque du Canada) et **Prasanna Gai** (Université d'Auckland) examinent les implications de l'existence des obligations sécurisées pour le risque systémique et la stabilité financière. Les obligations sécurisées sont des titres garantis par un bloc d'actifs de grande qualité « cantonnés » au bilan de la banque émettrice, c'est-à-dire isolés du reste des actifs. Dans le modèle décrit, le montant de ces obligations que les banques peuvent émettre est plafonné par l'imposition d'une limite au volume des sûretés admissibles. Les auteurs mènent une expérience dans laquelle les actifs ainsi isolés subissent une dépréciation qui oblige la banque à cantonner de nouveaux actifs. Ce rajustement accroît la propension des déposants à retirer leurs fonds, puisque la dépréciation est entièrement supportée par les créanciers ordinaires. En période de rendements élevés, le relèvement de la limite fixée au montant des sûretés peut atténuer le risque systémique en raison de la hausse des possibilités d'investissement. Lorsque les rendements sont faibles, une telle mesure peut au contraire aggraver le risque systémique en influant sur les décisions des créanciers ordinaires de renouveler ou non leurs dépôts. Le modèle indique que le plafond imposé devrait être adaptable plutôt que fixe. Il indique également que la banque centrale peut soutenir le marché secondaire des obligations sécurisées en échangeant de « mauvaises » garanties contre de « bonnes », tant durant les crises systémiques qu'en temps normal.

Les deux commentateurs, **Douglas Gale** (Université de New York) et **Rodney Garratt** (Université de Californie, Santa Barbara), se disent intrigués par le rôle joué par les obligations sécurisées dans la stabilité financière. Ils sont d'avis qu'en dépit de la plausibilité des résultats, Anand, Chapman et Gai devraient lever certaines des hypothèses de leur modèle. Leur étude étant la première à être consacrée aux aspects incitatifs des obligations sécurisées, les auteurs devraient s'intéresser uniquement au cantonnement d'actifs, sans tenter de modéliser à la fois l'émission des obligations sécurisées et leur négociation sur les marchés secondaires.

Séance 6 : Réglementation, externalités et risque systémique

Les communications de cette séance analysent rétrospectivement les crises survenues dans le secteur bancaire parallèle. Dans *Responding to a Shadow Banking Crisis: The Lessons of 1763*, **William Roberds** (Banque fédérale de réserve d'Atlanta) et **Stephen Quinn** (Université chrétienne du Texas) étudient l'effondrement, en 1763, de la banque d'affaires de Neufville ainsi que ses répercussions sur les autres banques d'affaires et la Banque d'Amsterdam, en traçant un parallèle avec l'écroulement de Lehman Brothers en 2008. Ils constatent plusieurs similitudes. Les deux établissements avaient eu recours à la titrisation, étaient exposés au risque de refinancement et ont bénéficié de prêts ainsi que d'une facilité d'urgence de la banque centrale. Et dans les deux cas, une banque d'affaires ayant eu recours au levier a été conduite à la faillite par la chute de la valeur des garanties qu'elle détenait. Toutefois, contrairement à ce qui s'était passé avec la maison Lehman, l'intervention de la Banque d'Amsterdam a permis

au marché hollandais de se relever du naufrage de la banque de Neufville. En outre, l'effondrement de Lehman Brothers a eu des répercussions plus graves sur l'économie mondiale.

Angela Redish (Université de la Colombie-Britannique) se dit impressionnée par le travail de dépouillement des archives hollandaises auquel se sont livrés les auteurs en vue d'analyser la crise bancaire de 1763. Néanmoins, elle aurait souhaité qu'ils en dégagent plus de leçons et d'implications en matière de politiques. Par exemple, la réalisation de tests de résistance aurait-elle pu avertir du danger naissant? Des exigences de fonds propres ou de liquidité plus élevées auraient-elles pu aider à prévenir la défaillance?

Olivier Accominotti (London School of Economics and Political Science) fait observer que le travail d'archives des auteurs devrait grandement stimuler les recherches sur l'histoire du système bancaire hollandais. D'après lui, l'effondrement de la banque de Neufville s'apparente davantage au cas d'AIG qu'à celui de Lehman Brothers. De Neufville était en effet très active sur le marché des acceptations, qui ne présentaient pas le problème d'asymétrie des échéances dont était affligée la maison Lehman.

Dans *The Flight from Maturity*, **Gary Gorton** (Yale School of Management) jette un regard rétrospectif sur la déroute de Lehman Brothers en 2008. Lui et ses coauteurs **Andrew Metrick** (Yale) et **Lei Xie** (Yale) soutiennent que celle-ci a été précipitée par la montée des risques ayant suivi le premier mouvement de panique sur le marché des pensions et le marché du PCAA au début de 2007. Ils expliquent cette montée par la course à la liquidité des acteurs de marché, qui se sont mis à délaisser les instruments de long terme tels que les titres d'emprunt à échéance éloignée au profit des instruments de court terme comme les opérations de pension. Les méthodes économétriques au moyen desquelles Gorton, Metrick et Xie testent leur hypothèse permettent de découvrir plusieurs ruptures structurelles (ou changements de régime) dans les séries relatives à cette période. Les auteurs concluent que chaque rupture correspondait à une nouvelle intensification des risques et que l'écroulement de l'ensemble du système financier n'était pas attribuable à un choc unique et inattendu. Autrement dit, la crise de l'automne 2008 était le symptôme de la fragilisation grandissante du système financier. La chute de Lehman Brothers n'a pas été le déclencheur de la crise : elle a simplement marqué le début de la matérialisation inévitable des vulnérabilités financières.

Anna Kovner (Banque fédérale de réserve de New York) loue les efforts déployés par les auteurs en vue de rassembler des données sur la situation de financement à court terme des banques avant et durant la crise financière, mais elle dit être restée sur sa faim. Malheureusement, de nombreux éléments d'information potentiellement utiles (décotes, volumes des opérations de pension, transactions conclues de gré à gré, etc.) ne faisaient l'objet d'aucune collecte avant la crise.

Andrew Morton (Citibanque) évoque sa propre expérience chez Lehman Brothers pendant la crise. À l'instar de Gorton, il est d'avis que cette dernière s'est amorcée bien avant la chute de Lehman Brothers et était l'aboutissement d'une suite imbriquée de phénomènes enclenchée avec le choc survenu sur le marché des pensions en juillet 2007. Il devrait par conséquent être possible pour les pouvoirs publics de détecter ces phénomènes à l'avance, au lieu de les expliquer a posteriori. Voilà l'objectif qu'il faut viser.

Conférence commémorative John Kuszczak

Chaque année depuis 2002, la Banque du Canada honore la mémoire de l'un des siens en invitant un orateur à donner une conférence en souvenir de John Kuszczak. L'invité de cette année – **Edmund Clark** (chef de la direction du Groupe Banque TD) – a entretenu son auditoire de l'effritement de la confiance du public dans le système bancaire à travers le monde, et en particulier dans les banquiers, depuis la crise financière de 2007-2009. Il a abordé certaines des raisons de cette érosion, dont la crise européenne en cours, les déboires financiers de certaines banques et le fait que plusieurs banques secourues par les États et les banques centrales engrangent à nouveau des bénéfices considérables sans avoir vraiment modifié leurs comportements. Clark exhorte les autorités à poursuivre avec fermeté la mise en place d'une réglementation fondée sur des principes (plutôt que sur l'application stricte de règles), afin que les institutions financières et, partant, l'économie puissent mieux fonctionner dans un contexte moins incertain sur le plan réglementaire.

Table ronde

Le colloque s'est terminé par une table ronde réunissant **Mark Carney** (gouverneur de la Banque du Canada), **Stanley Fischer** (gouverneur de la Banque d'Israël) et **Robert Kaplan** (professeur à la Harvard Business School).

Mark Carney a axé ses propos sur les travaux amorcés sur la réglementation du secteur bancaire parallèle, qui figurent parmi les grandes priorités du Conseil de stabilité financière (CSF). Il a fait valoir que ce secteur remplit un rôle important, complémentaire de celui que joue le secteur bancaire réglementé dans le processus d'intermédiation du crédit, et que si ce rôle doit être encouragé, il doit aussi être surveillé. De manière plus générale, le gouverneur a décrit les principales initiatives lancées par le CSF et insisté sur l'importance d'une mise en œuvre cohérente de l'ensemble des réformes. Cette mise en œuvre est essentielle pour préserver les avantages d'un système financier ouvert et intégré à l'échelle mondiale, car les acteurs de marché et les autorités doivent avoir confiance dans la solidité des institutions financières et des marchés financiers des autres pays. Carney a par ailleurs indiqué que le retour à un système financier mondial segmenté en blocs nationaux risquerait de réduire tant la capacité financière que la résilience systémique, ce qui aurait des répercussions majeures sur l'emploi et la croissance dans toutes les économies.

Stanley Fischer a centré son intervention sur deux questions d'ordre macro-prudentiel touchant Israël : la mesure des tensions et des risques au sein du système financier et la coordination entre les organismes de réglementation macroprudentielle. Il a souligné l'importance que les banques centrales doivent aujourd'hui accorder à la mesure des risques (aussi bien financiers, bancaires et macroéconomiques que liés aux marchés, de dimension tant nationale qu'internationale) ainsi qu'à la façon de les expliquer.

Le dernier conférencier, Robert Kaplan, a discuté du rôle crucial du leadership au moment de sortir de la crise financière, d'appliquer aux banques de nouvelles exigences réglementaires et de réfléchir aux moyens de relancer l'économie. Il a fait remarquer que bien que les banques centrales aient pris la tête des efforts internationaux, cela ne suffira pas à assurer une reprise forte. Pour que les pays de l'Amérique du Nord et de l'Europe renouent avec une croissance plus élevée, il faudra que leurs dirigeants politiques fassent montre de plus de volontarisme dans l'impulsion des changements radicaux nécessaires au retour de la prospérité.

Liste des études présentées au colloque et ouvrages et articles cités

- Allen, J., H. E. Damar et D. Martinez-Miera (2012). *Consumer Bankruptcy and Information*, document de travail n° 2012-18, Banque du Canada.
- Alvarez, F., A. Atkeson et P. J. Kehoe (2007). « If Exchange Rates Are Random Walks, Then Almost Everything We Say About Monetary Policy Is Wrong », *The American Economic Review*, vol. 97, n° 2, p. 339-345.
- Anand, K., J. Chapman et P. Gai (2012). *Covered Bonds and Systemic Risk*.
- Bruno, V., et H. S. Shin (2012). *Capital Flows and the Risk-Taking Channel of Monetary Policy*.
- Calomiris, C., F. Heider et M. Hoerova (2012). *A Theory of Bank Liquidity Requirements*.
- Caplin, A., J. H. Carr, F. Pollock, Z. Y. Tong, K. M. Tan et T. Thampy (2007). « Shared-Equity Mortgages, Housing Affordability, and Homeownership », *Housing Policy Debate*, vol. 18, n° 1, p. 209-242.
- Caplin, A., N. B. Cunningham et M. Engler (2009). « Rectifying the Tax Treatment of Shared Appreciation Mortgages », *Tax Law Review*, vol. 62, n° 4, 505-538.
- Conseil de stabilité financière (2011). *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation*. Internet : http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111027a.pdf.
- Gorton, G. B., A. Metrick et L. Xie (2012). *The Flight from Maturity*.
- Kung, E. C. (2012). *Continuous Workout Mortgages in a Structural Model of Housing and Mortgage Markets*.
- Li, W., et Z. Gao (2012). *Real Estate Investors and the Boom and Bust of the U.S. Housing Market*. Internet : <http://ssrn.com/abstract=2024199>.
- Mian, A., K. Rao et A. Sufi (2011). *Household Balance Sheets, Consumption, and the Economic Slump*. Internet : http://faculty.chicagobooth.edu/amir.sufi/MianRaoSufi_EconomicSlump_Nov2011.pdf.
- Mian, A., et A. Sufi (2012). *What Explains High Unemployment? The Aggregate Demand Channel*, document de travail n° 17830, National Bureau of Economic Research.
- Myers, S. C., et R. G. Rajan (1998). « The Paradox of Liquidity », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 113, n° 3, p. 733-771.
- Obstfeld, M., et K. Rogoff (2000). *The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause?*, document de travail n° 7777, National Bureau of Economic Research.
- Roberds, W., et S. Quinn (2012). *Responding to a Shadow Banking Crisis: The Lessons of 1763*, document de travail n° 2012-8, Banque fédérale de réserve d'Atlanta.

Shiller, R. J. (2008). *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened and What to Do About It*, Princeton (New Jersey), Princeton University Press.

——— (2009). « Policies to Deal with the Implosion in the Mortgage Market », *The B.E. Journal of Economic Analysis & Policy*, vol. 9, n° 3, 4^e article.

Vickers, J. (2012). *Some Economics of Banking Reform*, Université d'Oxford, coll. « Department of Economics Discussion Papers », n° 632.