



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

**Discours prononcé par Timothy Lane
sous-gouverneur de la Banque du Canada
devant l'Institut canadien de la retraite
et des avantages sociaux
Vancouver (Colombie-Britannique)
le 19 mai 2011**

LE TEXTE PRONONCÉ FAIT FOI

L'évolution du risque au sein du système financier mondial

Introduction

Bonjour.

J'aimerais aujourd'hui vous entretenir du risque.

Je sais que le risque est omniprésent dans votre sphère d'activité, notamment dans le travail que vous accomplissez pour vous acquitter de vos engagements envers les bénéficiaires et les répondants de vos régimes de pension. D'importants risques pèsent sur le rendement des placements de ces régimes, ainsi que sur la valeur des passifs au titre des pensions de retraite. Vous êtes sans doute tous très conscients de ces risques, qui se sont fortement intensifiés ces dernières années.

À la Banque du Canada, nous nous préoccupons également du risque dans le cadre de notre engagement envers la population canadienne. Notre mandat exige, à propos du risque, que nous adoptions un point de vue qui englobe l'ensemble de l'économie. Lorsque nous formulons la politique monétaire en vue d'atteindre notre cible d'inflation de 2 %, nous évaluons les risques entourant l'économie réelle et l'inflation. Dans les activités que nous menons afin de favoriser la stabilité du système financier, nous évaluons les divers risques auxquels est exposée la stabilité financière, tant au Canada qu'à l'étranger. C'est à ces risques planant sur la stabilité financière que je m'intéresserai plus particulièrement aujourd'hui.

La crise financière mondiale a marqué un point tournant. Durant cette crise, de nombreux risques visant le système financier se sont concrétisés et d'autres sont apparus. J'aborderai brièvement la période ayant précédé la crise, que l'on appelle la Grande Modération et pendant laquelle on estimait que les risques allaient en diminuant. Je traiterai ensuite de la façon dont cette confiance excessive a été brisée, ainsi que des risques qui se sont matérialisés et des mesures prises pour les maîtriser. Enfin, j'examinerai les nouveaux risques qui ont surgi au sein du secteur financier international, en raison de la reprise « à deux vitesses » de l'économie mondiale.

J'aimerais profiter de l'occasion qui m'est offerte aujourd'hui pour illustrer deux points importants. Premièrement, les sources de risque évoluent et nous devons nous employer constamment à cerner et à surveiller les risques à mesure qu'ils se transforment. Deuxièmement, les risques peuvent provenir de sources inattendues. Par conséquent, nous devons veiller à ce que les systèmes financiers canadien et mondial soient

suffisamment résilients pour résister aux contrechocs d'événements imprévus. À la Banque du Canada, nous agissons sur ces deux fronts.

La Grande Modération

Je commencerai, si vous le voulez bien, par la Grande Modération. Pendant la majeure partie des 25 dernières années, il était communément admis que l'économie mondiale devenait de plus en plus stable. Dans les pays avancés, l'inflation avait été maîtrisée, les récessions étaient plus modérées que par le passé, et la stabilité financière semblait assurée. Ironiquement, ce point de vue s'est trouvé renforcé par l'éclatement de la bulle technologique en 2001, qui, bien qu'elle ait ébranlé les marchés financiers et peut-être fait passer à plusieurs d'entre vous quelques nuits blanches, témoignait de la résilience du système financier mondial. La Grande Modération était considérée comme étant, du moins en partie, le résultat de saines politiques économiques et d'un système financier sophistiqué qui pouvait transformer et redistribuer les risques efficacement.

Les économies de marché émergentes, pour leur part, avaient connu une tout autre expérience au cours de cette période. Le Mexique, la Corée, l'Indonésie, la Thaïlande, la Russie, le Brésil et l'Argentine ont tous subi des crises dévastatrices survenues sous l'effet combiné de vulnérabilités du système financier, d'une dette publique insoutenable et de déséquilibres extérieurs.

Puis, au cours de la dernière décennie, les pays émergents se sont, eux aussi, stabilisés graduellement. Dans la plupart des cas, ils ont persévéré dans le redressement de leurs finances publiques, dans l'assainissement de leurs systèmes financiers et dans la mise en œuvre de réformes audacieuses visant l'émancipation de leurs économies dynamiques. Ils ont tiré parti d'une conjoncture mondiale clémente afin de réduire leurs dettes extérieures et d'accumuler des réserves de devises.

Des inquiétudes subsistaient quant aux vulnérabilités – notamment les déséquilibres mondiaux des balances courantes –, mais de façon générale, on sous-estimait les risques.

La crise de 2008

Lorsque la crise mondiale a éclaté, ce fut à un endroit inattendu : non pas en périphérie, mais au cœur même de l'économie mondiale, dans le système financier le plus sophistiqué du globe. Au moment où des tensions ont commencé à se faire jour sur le marché américain des prêts hypothécaires à risque, de nombreux spécialistes du domaine ont pensé que l'on réussirait aisément à les contenir, puisque les prêts douteux en question étaient relativement petits et étaient titrisés de telle façon que le risque puisse être assumé par des investisseurs bien informés, diversifiés et dotés de moyens financiers adéquats. À l'automne 2008, comme nous le savons tous, cette situation s'est toutefois transformée en cataclysme planétaire, qui s'est propagé à l'ensemble de l'économie et du système financier mondiaux. La liquidité s'est tarie, du fait que les institutions financières n'osaient plus se consentir mutuellement des prêts. Les bilans de ces établissements se sont détériorés à mesure que ceux-ci procédaient à des ventes en catastrophe d'actifs, et les investisseurs de partout dans le monde se sont détournés des actifs risqués.

Sous l'effet des étranglements du crédit et de l'énorme perte de richesse qui s'en sont suivis, les tensions financières ont provoqué la « Grande Récession » – la plus grave depuis la Seconde Guerre mondiale. Aucun pays n'a alors été épargné. Cependant, les

économies de marché émergentes ont mis plus de temps à entrer en récession et moins de temps à en sortir que les économies avancées.

L'économie mondiale connaît aujourd'hui une reprise à deux vitesses. Les pays émergents ont renoué avec une croissance vigoureuse, mais dans beaucoup d'économies avancées, notamment aux États-Unis et en Europe, l'expansion est anémique, les ménages, les entreprises et les institutions financières continuant d'assainir leurs bilans. Cette reprise à deux vitesses est à l'origine d'une nouvelle configuration des risques au sein du système financier mondial. Je reviendrai sur ce point un peu plus tard.

Ici, au Canada, le système financier s'est révélé plus robuste que dans les autres économies avancées, mais il faut mentionner que, sans une intervention officielle à point nommé, les problèmes liés au papier commercial adossé à des actifs auraient pu avoir de très sérieuses conséquences. La Banque du Canada a dû injecter des quantités substantielles de liquidités dans le système afin d'assurer le fonctionnement continu des marchés de financement essentiels. Quoiqu'il en soit, le Canada a subi une grave récession, en raison principalement de la chute de ses exportations.

La reprise est désormais bien engagée, tant au pays qu'à l'échelle du globe. De fait, le Canada se trouve déjà en période d'expansion, l'activité économique et l'emploi ayant dépassé les niveaux enregistrés avant la crise. Mais nous devons encore chercher à comprendre comment celle-ci s'est produite et déterminer ce qu'il faut faire pour éviter que pareille situation ne se reproduise.

Que s'est-il passé pendant la crise?

La plus grande surprise que nous ait réservée la crise est peut-être le fait que les défauts de paiement des prêts hypothécaires à risque aux États-Unis – qui représentaient un segment restreint du marché du logement de ce pays – aient pu entraîner l'effondrement du système financier mondial. La cascade d'événements survenue à l'automne 2008 nous a rappelé que ce dernier présente un vaste réseau de liens d'interdépendance. À cause de ces liens entre les institutions financières et les marchés, les problèmes peuvent se propager jusque dans des endroits inattendus, et des chocs de faible envergure peuvent avoir des effets démesurés.

La crise financière a mis au jour trois grandes faiblesses dans la façon dont le système gérait le risque.

- Premièrement, de nombreuses institutions financières avaient eu recours à un effet de levier excessif et ne disposaient pas de réserves de fonds propres adéquates pour absorber les pertes ni de liquidités suffisantes pour fonctionner en période de tensions sur le marché.
- Deuxièmement, il est apparu que le réseau complexe et opaque des marchés de la titrisation et des produits dérivés, qui étaient censés aider l'économie à mieux gérer et répartir le risque, se trouvait au contraire à le transmettre et à l'amplifier.
- Troisièmement, les institutions financières d'importance systémique (« trop grandes pour faire faillite ») avaient moins d'incitations à gérer le risque et, en définitive, avaient fait supporter ces risques par les contribuables.

Ces vulnérabilités ont pu s'accroître, et ont même été favorisées, du fait qu'on croyait, au moment de la Grande Modération, que les risques allaient en s'amenuisant. Les modèles

de financement qui semblaient bien conçus dans le contexte d'un risque sans cesse décroissant se sont avérés imprudents dès lors que le système a été soumis à des tensions. La réglementation a alors accumulé un retard considérable par rapport à l'innovation financière.

Comment le monde a réagi à la crise

Les réformes financières mondiales lancées par les dirigeants des pays du G20 sont conçues pour remédier aux trois faiblesses dont je viens de parler. Premièrement, pour réduire la fréquence et la gravité des crises financières, les institutions financières seront tenues de se doter de coussins de fonds propres et de liquidité plus importants. Deuxièmement, des mesures seront prises afin de réduire le risque que les marchés financiers ne deviennent des vecteurs de contagion. Troisièmement, les mécanismes visant à résoudre le problème posé par les établissements trop grands pour faire faillite seront raffermis. Je vais maintenant aborder brièvement chacun de ces éléments.

Les nouvelles règles de Bâle III en matière de fonds propres et de liquidité constituent le pivot du programme de réforme du secteur financier mondial. Ces règles accroissent de manière substantielle le niveau des fonds propres que les banques doivent conserver pour absorber leurs pertes, et imposent des ratios de liquidité et un plafonnement du recours à l'effet de levier. Par ailleurs, l'instauration d'un volant de fonds propres contracyclique permettra à ces institutions de constituer des réserves pendant les phases d'expansion, qu'elles pourront ensuite utiliser pour couvrir leurs pertes¹.

En ce qui concerne les marchés financiers, une mesure importante consiste à renforcer l'infrastructure de marché de manière à réduire le risque systémique. Les dirigeants du G20 se sont entendus pour que la compensation et le règlement des produits dérivés de gré à gré soient confiés à des contreparties centrales et pour exiger plus de transparence de la part de ces marchés, qui se sont avérés être des canaux de contagion financière durant la crise. Le Canada est aussi en train de mettre en place une contrepartie centrale pour assurer la compensation des opérations de pension, un important mode de financement à court terme.

Une question concomitante est celle du financement sur les marchés, notamment la titrisation du crédit. Des travaux ont commencé sous les auspices du Conseil de stabilité financière pour définir ce secteur, mettre au point les données et la méthodologie permettant d'en assurer une surveillance systématique, et élaborer des mesures stratégiques².

Pour ce qui est des institutions financières d'importance systémique, trop grandes pour faire faillite, on s'emploie actuellement à voir à ce que celles-ci soient correctement surveillées et suffisamment capitalisées pour absorber leurs pertes. On travaille également à la mise sur pied d'un mécanisme de résolution pour les cas où ces établissements seraient en faillite.

¹ Voir le rapport de recherche de la Banque du Canada sur les coûts et avantages des nouvelles règles (Internet : <http://www.banqueducanada.ca/2010/08/page-secondaire/renforcement-des-normes-internationales-de-fonds-propres-et-de-liquidite-evaluation-de-lincidence-macroeconomique-pour-le-canada-2>).

² Voir Conseil de stabilité financière (2011), *Shadow Banking: Scoping the Issues—A Background Note of the Financial Stability Board*, 12 avril (Internet : http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_110412a.pdf).

Voilà donc en bref les mesures qui sont prises pour corriger les faiblesses à l'origine de la crise de 2008 et qui ont pour but de mettre en place un système financier mondial plus résilient. À présent, je vais aborder une nouvelle configuration des risques qui a vu le jour depuis la récession.

Les risques d'une reprise mondiale à deux vitesses

Comme je l'ai dit, le monde connaît actuellement une reprise à deux vitesses : la croissance est vigoureuse dans les économies de marché émergentes, mais léthargique dans les économies avancées. Cette disparité, qui s'accompagne d'une aggravation des déséquilibres économiques mondiaux, donne lieu à une nouvelle configuration des risques qui planent sur la stabilité du système financier mondial, et qui sont notamment liés au risque souverain, à la fragilité du système financier, à la quête de rendements ainsi qu'aux tensions connexes au sein des économies émergentes et des marchés des changes.

Deux fois par an, la Banque du Canada publie la *Revue du système financier*, dans laquelle elle analyse l'évolution du système financier en vue de déceler les risques susceptibles d'en menacer la solidité globale. Dans cette publication, la Banque met également en lumière les efforts qu'elle ainsi que d'autres autorités réglementaires nationales et internationales déploient afin de limiter ces risques. La *Revue* de décembre dernier examine la configuration des risques dont je vais vous parler. Nous continuons de surveiller ces risques et nous publierons en juin la mise à jour de notre évaluation.

Le **risque souverain** est devenu de plus en plus saillant dans plusieurs économies avancées. De nombreux pays ont abordé la crise dans une position budgétaire précaire, qui a été affaiblie davantage par les répercussions d'une croissance anémique sur les recettes fiscales et par les coûts des mesures de relance économique et du renflouement d'institutions financières. Si ces problèmes sont particulièrement aigus dans les pays périphériques d'Europe – notamment la Grèce, l'Irlande et le Portugal –, nombre d'économies avancées demeurent dans une situation budgétaire incertaine et devront persévérer pour régler ces problèmes.

Au contraire, le Canada, lui, jouit de finances publiques plus solides que la plupart des autres économies avancées. De plus, son secteur financier est peu exposé directement à la dette souveraine des pays périphériques de la zone euro. Toutefois, le système financier canadien pourrait se ressentir des problèmes liés à la dette souveraine d'autres pays, par divers canaux tels que des coûts de financement plus élevés et un déclin dans l'évaluation des prix des actifs.

La faible croissance de nombreuses économies avancées a entraîné une **fragilité financière** persistante. Les perspectives des établissements bancaires en Europe et, dans une moindre mesure, aux États-Unis demeurent obscurcies. Malgré les progrès appréciables que de nombreuses banques de par le monde ont accomplis dans l'assainissement de leurs bilans, certaines restent sous forte tension. Elles sont également exposées à des secteurs économiques vulnérables, dont les marchés de l'immobilier résidentiel et commercial. Dans certains cas, leur situation de financement est fragile, exposée à une confiance fragile de la part des investisseurs.

Du fait de la croissance atone dans les grandes économies avancées, les taux d'intérêt dans plusieurs de ces pays sont à des niveaux extraordinairement bas et devraient y demeurer pendant une longue période. Une politique monétaire expansionniste s'impose

pour soutenir le redressement de l'économie mondiale, mais un scénario prévoyant une **période prolongée de bas taux d'intérêt** est porteur de risques pour le système financier mondial, en particulier le secteur des pensions.

Vous le savez, on s'attend souvent – et parfois, leur contrat ou leur mandat l'exige – à ce que les investisseurs institutionnels comme les compagnies d'assurances et les caisses de retraite assurent des taux de rendement cibles. Dans bien des cas, ces taux sont aujourd'hui irréalistes et ne peuvent être atteints qu'en prenant plus de risques que ne l'exige la prudence. Les changements apportés aux règles comptables, selon lesquels l'actualisation des passifs fait appel à des taux d'intérêt bas sans risque, tandis que l'évaluation des actifs est faite en fonction des prix en vigueur sur le marché, ajoutent à la difficulté d'atteindre en permanence ces rendements élevés.

On a là un exemple particulier de la quête de rendement qui accompagne fréquemment une longue période de taux d'intérêt très bas. Cette période peut être associée à une expansion excessive du crédit et à une prise de risques indus par des investisseurs en quête de meilleurs rendements, ce qui donne lieu à une sous-évaluation des risques et à des hausses insoutenables des prix des actifs. D'autres faits – le volume sans précédent des émissions d'obligations à rendement élevé aux États-Unis, la relance des flux de capitaux vers les économies de marché émergentes et la popularité des fonds négociés sur les bourses de marchandises ces derniers trimestres – cadrent avec cette évolution.

L'influence que la faiblesse soutenue des taux d'intérêt dans les grandes économies avancées exerce sur la propension au risque constitue une dynamique puissante qui mérite qu'on y prête attention.

Les **déséquilibres mondiaux** sont liés aux trois risques que je viens de décrire et font également planer d'autres menaces sur le système financier mondial. Le pendant de ces déséquilibres est que, dans bon nombre de cas, les pays en excédent résistent aux pressions à la hausse qui s'exercent sur leur monnaie, causant ainsi des pressions inflationnistes intérieures. En s'employant à contenir ces pressions, les autorités de ces pays ajoutent un surcroît de tensions au sein de leur système financier. Il existe également un risque que l'ajustement nécessaire des taux de change – lorsqu'il se produira – soit désordonné.

La correction des déséquilibres mondiaux ne pourra s'accomplir que si les États-Unis et les autres pays dont la balance est déficitaire stimulent l'épargne nationale promptement et de manière soutenue. Parallèlement, les pays excédentaires, notamment les économies émergentes d'Asie, doivent entreprendre des réformes structurelles destinées à appuyer les sources de croissance internes afin de réduire leur dépendance à l'égard de la demande extérieure. Une flexibilité accrue des taux de change est un autre élément essentiel de la solution³.

Ce sont là quelques-uns des principaux risques que la reprise mondiale à deux vitesses pourrait faire peser sur la stabilité financière. J'aimerais maintenant parler brièvement des travaux que mène la Banque du Canada pour raffiner son analyse des risques.

³ Tous ces éléments sont des objectifs centraux du cadre du G20 à l'appui d'une croissance forte, durable et équilibrée. Le Canada copréside le comité chargé de surveiller la mise en œuvre des politiques s'inscrivant dans ce cadre.

Améliorer l'évaluation des risques

À la Banque du Canada, nous travaillons à l'élaboration de nouveaux outils et de nouveaux modèles d'évaluation des risques qui prennent en compte les diverses sources de risque et nous aident à comprendre comment ceux-ci se propagent à l'échelle du système financier. La Banque a accompli d'importants progrès dans ce domaine, et elle n'est pas la seule à le faire. Le Fonds monétaire international et le Conseil de stabilité financière, de même que des banques centrales et des universitaires, déploient des efforts considérables dans ce sens.

L'amélioration des cadres d'évaluation des risques mettra l'accent sur la détection des vulnérabilités au sein du système financier. Ainsi, la Banque s'emploie à mettre au point un cadre d'analyse empirique plus rigoureux qui viendra compléter ses travaux dans les domaines de l'analyse conjoncturelle et de l'information sur les marchés. Il se peut qu'un modèle unique rendant compte du système financier ne soit ni pratique ni réaliste. Étant donné la complexité du système financier, un ensemble de modèles combinant un certain nombre d'outils, d'approches et d'indicateurs analytiques représente peut-être le meilleur moyen de réussir.

Tandis que nous cherchons à cerner les principaux risques, les récents événements nous ont rappelé que nous devons aussi prévoir l'imprévisible. Le séisme et le tsunami survenus au Japon sont des exemples de chocs que personne n'avait anticipés. Les turbulences politiques au Moyen-Orient nous en donnent un autre exemple – non moins cataclysmique.

Il est certain que nous ne pouvons prévoir tous les chocs. C'est pourquoi il est si important de faire en sorte que le système financier soit plus robuste, afin qu'il puisse résister aux chocs qui se produiront. La résilience est donc le grand but du programme de réforme du G20.

Conclusion

Permettez-moi à présent de conclure. Les risques sont omniprésents, mais leur nature et leurs sources évoluent au fil du temps.

Une confiance excessive est elle aussi une source de risques – de fait, on a vu que la Grande Modération, en permettant aux vulnérabilités de croître, contenait en elle-même les germes de sa perte.

La vigilance est donc de mise pour évaluer la nature changeante du risque. La Banque du Canada continue d'évaluer les risques et de communiquer ses évaluations aux autres institutions publiques, à ses homologues à l'étranger et au secteur privé.

Mais nous devons aussi nous attendre à l'inattendu, et le seul rempart face à une situation imprévue est la mise en place d'un système financier plus résilient. Et c'est justement ce que fera l'ensemble de réformes financières actuelles.

Merci.