



**Discours prononcé par Mark Carney
gouverneur de la Banque du Canada
au Rendez-vous avec l'Autorité des marchés
financiers
Montréal (Québec)
le 26 octobre 2009**

LE TEXTE PRONONCÉ FAIT FOI

La réforme du système financier mondial

Je suis ravi d'être présent à ce rendez-vous de 2009 avec l'Autorité des marchés financiers (AMF).

Après avoir brièvement passé en revue le contexte macrofinancier actuel, j'ai l'intention de concentrer mes observations sur le programme de réforme du G20. La crise financière s'est traduite par des dizaines de millions de pertes d'emplois et des billions de dollars de manques à produire. Ses retombées se feront sentir pendant des années. Pour que des conséquences encore plus graves soient évitées, les politiques monétaire et budgétaire ont été poussées à leurs limites.

Dans ce contexte, on aurait tort de sous-estimer la détermination des chefs d'État et de gouvernement du G20 à redéfinir le secteur des services financiers. Le mois dernier à Pittsburgh, ceux-ci ont approuvé un vaste programme de réforme, dont la mise en œuvre ne fait que commencer. Comme je le soulignerai durant mon discours, le Canada entend tirer profit du fait qu'il présidera le G7 l'an prochain pour faire avancer certains des dossiers prioritaires.

Les perspectives actuelles

Les indicateurs récents font état du début d'une reprise à l'échelle du globe. L'évolution économique et financière a été un peu plus favorable que la Banque ne l'entrevoyait en juillet, quoique des vulnérabilités importantes subsistent. Le Canada, comme prévu, a lui aussi renoué avec la croissance économique, après avoir connu trois trimestres de suite de forte contraction. Cette reprise est soutenue par la détente monétaire et budgétaire, l'augmentation de la richesse des ménages, l'amélioration des conditions financières, le renchérissement des produits de base et le regain de confiance de la part des entreprises et des consommateurs.

Toutefois, la volatilité accrue et la vigueur persistante du dollar canadien ont pour effet de ralentir la croissance et de contenir les pressions inflationnistes. La Banque estime qu'avec le temps, la force actuelle du dollar viendra plus que contrebalancer les effets de l'évolution positive observée depuis juillet.

À la lumière de tous ces facteurs, la Banque s'attend à présent à ce que, comparativement à ce qui était escompté dans la livraison de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*, la composition de la demande globale continue à se modifier, la demande intérieure finale gagnant en importance au détriment des exportations nettes. Elle prévoit maintenant que le taux de croissance sera légèrement inférieur en moyenne durant le reste de la période

de projection. Elle estime que l'économie canadienne se sera contractée de 2,4 % cette année, pour ensuite progresser de 3,0 % en 2010 et de 3,3 % en 2011. Selon ces prévisions, cette reprise sera un peu plus modeste que celle observée en moyenne lors des cycles précédents.

L'inflation mesurée par l'IPC global a reculé pour toucher un creux de -0,9 % au troisième trimestre, ce qui s'explique par l'importante baisse en glissement annuel des prix de l'énergie. Elle devrait grimper à 1,0 % au cours du présent trimestre, alors que l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait toucher un creux de 1,4 % durant la même période. En raison de l'offre excédentaire substantielle qui est apparue au sein de l'économie, la Banque s'attend à ce que l'inflation mesurée tant par l'indice de référence que par l'IPC global regagne la cible de 2 % au troisième trimestre de 2011, soit un trimestre plus tard qu'elle ne l'entrevoit en juillet.

Les principaux risques à la hausse concernant l'inflation ont trait à la possibilité que le redressement de l'économie mondiale soit plus vif qu'escompté et que la demande intérieure au Canada soit plus robuste.

Parmi les risques à la baisse, la reprise mondiale pourrait être encore plus lente qu'anticipé. En outre, une vigueur du dollar canadien supérieure au niveau postulé, induite par un remaniement des portefeuilles à l'échelle mondiale au détriment des titres libellés en dollars américains, pourrait exercer un nouvel effet modérateur considérable sur la croissance ainsi que des pressions à la baisse supplémentaires sur l'inflation.

Mardi, la Banque a réitéré son engagement conditionnel à maintenir le taux cible du financement à un jour à son niveau plancher de 1/4 % jusqu'à la fin de juin 2010 afin que la cible d'inflation puisse être atteinte. La Banque conserve une flexibilité considérable dans la conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt, conformément au cadre exposé dans le *Rapport* d'avril.

Comme je l'ai souligné la semaine dernière, l'objectif que vise la Banque dans la formulation de la politique monétaire est d'atteindre la cible d'inflation de 2 %. Le taux de change doit être envisagé dans ce contexte. Il s'agit d'un important prix relatif dont la Banque suit l'évolution de près. Ce qui importe en définitive, c'est l'incidence du taux de change conjuguée à tous les autres facteurs d'origine interne et externe sur la demande globale et l'inflation au Canada. Autrement dit, la Banque examine tout à travers le prisme de l'atteinte de la cible d'inflation.

Le contexte macrofinancier actuel

Comme bon nombre d'entre vous l'ont sûrement remarqué, la conjoncture actuelle est très favorable aux institutions financières. Les opérations axées sur les volumes et les activités de tenue de marché sont plus attrayantes et les marges d'intermédiation se sont accrues. Les revenus de prise ferme des émissions de titres sont en hausse, à mesure que les marchés de capitaux se redressent, et on observe des signes avant-coureurs d'un regain d'intérêt pour les fusions et acquisitions. Les banques sont de nouveau rémunérées pour leurs activités de base, à savoir l'octroi de liquidités et de crédit. Fait intéressant, malgré la baisse de la volatilité mesurée, la VaR de l'industrie, bien qu'elle ait diminué par rapport au sommet atteint plus tôt cette année, est encore supérieure aux niveaux auxquels elle s'établissait avant la faillite de Lehman Brothers.

Ce qui est peut-être moins évident, c'est que ces résultats découlent en grande partie des politiques publiques. Même si, à moyen terme, il reste manifestement des défis à relever, les risques extrêmes ont été effacés des perspectives économiques. Le très bas niveau des taux directeurs et la clarté plus grande que de coutume quant à la trajectoire de la politique monétaire encouragent les investisseurs à retourner sur les marchés et à prendre davantage de risques.

Le soutien direct fourni à l'industrie a été impressionnant : certains pays industrialisés ont consacré 25 % de leur PIB à l'appui de leur secteur financier, ce qui est remarquable. En effet, de par leur ampleur, les dépenses étaient comparables à celles qui sont faites en temps de guerre, mais elles étaient affectées à une calamité survenant en temps de paix. Les engagements du G7 en octobre dernier ont eu pour effet d'éliminer temporairement le risque de contrepartie pour les principales institutions. Si l'on ajoute à cela la ruée vers les titres de qualité, on constate que les grandes institutions financières ont bénéficié d'un soutien disproportionné.

Même au Canada, le financement public a été considérable. Les 65 milliards de dollars obtenus par les banques dans le cadre du Programme d'achat de prêts hypothécaires assurés représentent 4,3 % du PIB. Les facilités de trésorerie extraordinaires offertes par la Banque du Canada ont été moindres qu'ailleurs mais elles ont tout de même atteint un sommet de 3 % du PIB. Les garanties de l'État n'ont pas été utilisées, mais il convient de noter que le montant des émissions d'emprunts à terme des banques canadiennes est inférieur de 30 % aux niveaux normaux, ce qui s'explique en grande partie par le recours au Programme d'achat de prêts hypothécaires assurés et aux facilités de la Banque du Canada.

Au départ, la crise a aussi eu une incidence marquée sur le climat de concurrence dans lequel évoluent les institutions financières. La concurrence internationale a nettement diminué sous l'effet d'un ensemble de facteurs : la faillite d'institutions, une baisse de l'activité bancaire transfrontière et, surtout, l'effondrement de la majeure partie du système bancaire parallèle. La dynamique de faible concurrence pourrait se prolonger pendant un certain temps, ce qui permettrait au noyau du secteur financier de se constituer un capital suffisant pour l'avenir. Les banques à l'échelle du globe auraient tout intérêt à saisir cette occasion qui leur est offerte.

Le programme de réforme du G20

L'objectif fondamental du programme de réforme du G20 est de créer un système financier mondial résilient qui soutient efficacement l'expansion économique à l'échelle du globe. Ce système doit résister aux chocs et atténuer – plutôt qu'amplifier – l'effet de ceux-ci sur l'économie réelle.

La Banque du Canada croit fermement que cet objectif devrait être que les institutions financières et les marchés financiers jouent des rôles déterminants – et complémentaires – afin de favoriser la prospérité économique à long terme. Le système financier sera plus stable si l'infrastructure des marchés est substantiellement améliorée, si les produits offerts sont davantage standardisés et transparents, et si les banques disposent des capitaux nécessaires pour s'acquitter de leurs rôles en matière de tenue de marché et d'intermédiation du crédit. C'est aux forces du marché qu'il devrait revenir de déterminer la taille relative et les limites des marchés et du secteur bancaire. Ce faisant, les marchés peuvent discipliner les banques en procurant la concurrence nécessaire.

Deux principales approches sont envisagées pour la réforme :

- Premièrement, protéger les banques contre le cycle économique; en d'autres termes, accroître la résilience de chaque banque.
- Deuxièmement, protéger le cycle contre les banques, c'est-à-dire accroître la résilience du système dans son ensemble.

Les deux approches sont essentielles.

Protéger les banques contre le cycle

Dans les faits, la première approche a pour objet de rendre les institutions plus résilientes. Cela exigera plus de capitaux, une plus grande liquidité et une meilleure gestion des risques.

Au début de septembre, mes collègues et moi-même de l'organe de surveillance du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire nous sommes réunis pour examiner une série détaillée de mesures visant à renforcer la réglementation, la surveillance et la gestion des risques au sein du secteur bancaire. Nous nous sommes entendus sur de nouvelles normes en matière de réglementation et de surveillance bancaires, qui devraient réduire la probabilité que des tensions économiques et financières ne surviennent et la gravité de celles-ci, le cas échéant. Ces normes ont été approuvées par les chefs d'État et de gouvernement du G20 à Pittsburgh.

Plus précisément, afin de protéger les banques contre le cycle, nous avons convenu de ce qui suit :

1. Accroître la qualité et la transparence des fonds propres de catégorie 1 et améliorer la cohérence des normes en la matière. À l'avenir, les fonds propres de catégorie 1 seront constitués principalement des actions ordinaires et des bénéfiques non répartis. En outre, les déductions et les filtres prudentiels (comme la survalueur et autres actifs incorporels, l'achat de ses propres actions, les actifs d'impôts reportés, etc.) seront harmonisés à l'échelle internationale et appliqués de manière générale au niveau des capitaux propres attribuables aux actionnaires ordinaires. Enfin, toutes les composantes des fonds propres seront détaillées.
2. Introduire un ratio de levier maximal en tant que mesure supplémentaire d'adéquation des fonds propres au dispositif de Bâle II fondé sur le risque. Pour assurer la comparabilité, les détails du ratio seront harmonisés à l'échelle du globe, en tenant pleinement compte des différences de règles comptables (comme la compensation).

Ces deux mesures rapprocheront la réglementation internationale des fonds propres bancaires de celle dont le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) au Canada assure le respect. D'autres initiatives seront nouvelles, même pour notre pays¹ :

¹ L'approche systémique, ou macroprudentielle, est une responsabilité que partagent le ministère des Finances et tous les organismes fédéraux de réglementation financière, dont naturellement la

3. Mettre en place un mécanisme prévoyant l'établissement d'un coussin de capital contracyclique qui porterait le niveau des fonds propres au-dessus des exigences réglementaires minimales. La Banque du Canada travaille en étroite collaboration avec le BSIF et ses homologues étrangères à l'élaboration de propositions visant les éléments d'un tel mécanisme.
4. Créer une norme minimale internationale relative à la liquidité de financement comprenant une exigence en matière de ratio de liquidité à court terme en période de stress, qui s'ajouterait à un ratio de liquidité structurelle à long terme. Comme c'est le cas dans d'autres domaines, les normalisateurs devront adopter une approche globale.

Les banques centrales se préoccupent beaucoup des effets de cliquet (la constitution de réserves largement supérieures aux normes) surtout à la lumière de la procyclicité inhérente à la liquidité (c'est-à-dire que les institutions veulent plus de liquidités lorsque les temps sont difficiles pour ne pas avoir à puiser dans leurs réserves).

Une mesure d'atténuation envisageable serait de veiller à ce qu'une vaste gamme de titres soient liquides quelles que soient les conditions de marché. Tous ceux qui ont tenté de mettre en pension des titres quasi souverains l'année dernière le savent bien : c'est plus facile à dire qu'à faire. Je présenterai quelques solutions possibles à ce problème dans un moment.

La Banque croit fermement que cette norme ne devrait pas être contraignante en contexte de crise systémique.

Le Comité de Bâle formulera des propositions précises et concrètes concernant ces mesures d'ici la fin de l'année. Il procédera à une évaluation de l'incidence de celles-ci au cours de la première moitié de 2010 et précisera les nouvelles exigences à la fin de 2010. Le calendrier de mise en œuvre permettra de faire en sorte que l'adoption progressive de ces mesures n'entrave pas la reprise de l'économie réelle.

Protéger le cycle contre les banques

Pour protéger le cycle contre les banques, il faut édifier un système qui soit capable de résister à la défaillance de n'importe laquelle des institutions financières qui le composent, et qui soit soutenu par des marchés résilients.

Aujourd'hui, après l'adoption d'un train de mesures exceptionnelles mais nécessaires pour assurer le fonctionnement continu du système, nous nageons en plein aléa moral. Si rien n'est fait, la situation va fausser le comportement du secteur privé et gonfler les coûts du secteur public.

C'est pourquoi il se dégage une ferme conviction parmi les décideurs publics que, dans les crises à venir, les pertes devront être assumées par les institutions mêmes. C'est-à-dire

par les dirigeants, les actionnaires et les créanciers, et non par les contribuables. Un tel changement ne se fera pas du jour au lendemain. Il faut au contraire l'envisager comme un objectif à long terme qui devrait guider de manière cohérente les choix relatifs aux politiques dès maintenant et dans l'avenir. Les quatre mesures suivantes visent à créer un système où l'accent porte moins sur les institutions financières individuelles et davantage sur les marchés :

1. Comme cela se fait déjà au Canada, les organismes de réglementation des institutions financières devraient tous instituer des régimes d'intervention graduelle² afin de pouvoir déceler les problèmes rapidement.
2. Les banques elles-mêmes devraient faire leur « testament biologique », c'est-à-dire élaborer des plans de liquidation ordonnée si elles venaient à faire faillite. Si ce processus entraîne une simplification des organisations, qu'il en soit ainsi. La démarche aura à tout le moins le mérite de souligner le caractère partagé des responsabilités en matière de stabilité financière et de permettre aux organismes de réglementation de mieux comprendre les modèles d'affaires des entreprises.
3. Le comité de surveillance de Bâle a convenu de « réduire le risque systémique associé au traitement des difficultés des banques présentes dans plusieurs pays ». Fermer une institution multinationale est une tâche d'une difficulté inouïe, mais si aucun progrès n'est fait à ce chapitre, l'efficacité du système mondial diminuera probablement, et peut-être de beaucoup. À titre d'exemple, le traitement viable des difficultés des institutions présentes dans plusieurs pays est l'élément clé pour assurer que les liquidités d'une institution financière continuent d'être réparties de manière optimale entre les pays où celle-ci exerce des activités.
4. Enfin, la Banque du Canada croit que l'ouverture permanente des marchés de financement est essentielle pour qu'un système puisse résister aux défaillances. La crise mondiale a manifestement été aggravée par l'écroulement des marchés interbancaires et des pensions. Les bonnes garanties sont devenues impossibles à financer du jour au lendemain, des entreprises ont fait faillite, l'aversion pour le risque a monté en flèche et l'économie mondiale s'est effondrée.

Au nombre des avenues prometteuses qu'on pourrait explorer pour mettre fin à un tel assèchement subit de la liquidité sur les marchés de financement, mentionnons :

- la mise sur pied de chambres de compensation pour les opérations de pension;
- le calcul des marges prescrites en fonction du cycle intégral;
- la standardisation des produits;
- des règles comptables permettant une compensation efficace;

² Le BSIF a élaboré un guide en matière d'intervention à l'intention des institutions de dépôt fédérales. Le cadre d'intervention qui y est présenté vise une réaction efficace aux circonstances qui pourraient miner la viabilité financière d'une institution. Il prévoit un ensemble d'interventions mesurées et graduelles, qui dépendent de l'étape à laquelle une institution est classée selon sa situation et son degré de faiblesse perçue. On trouvera de plus amples renseignements sur le régime d'intervention graduelle à l'adresse www.osfi-bsif.gc.ca/app/DocRepository/1/fra/pratiques/surveillance/Guide_Int_f.pdf.

- l'adaptation des mécanismes d'octroi de liquidités des banques centrales au besoin.

Dans le même ordre d'idées, les efforts déployés actuellement dans le but de transférer le règlement des opérations sur de nombreux produits dérivés de gré à gré à des chambres de compensation et, peut-être, de transférer les opérations sur certains de ces produits à des bourses, comme celle de Montréal, peuvent permettre de réduire le risque de contrepartie bilatéral, d'accroître la liquidité et d'améliorer la transparence. Les pays membres du G7 – où a lieu la grande majorité de ces opérations – en ont fait une priorité essentielle à mettre en œuvre l'an prochain, ce qui témoigne du sérieux de l'initiative. La Banque du Canada travaille de concert avec ses partenaires, dont l'AMF et le ministère fédéral des Finances, à l'élaboration d'une démarche propre au Canada.

Dans l'ensemble, des progrès considérables ont été accomplis ces derniers mois : plus des deux tiers des swaps sur défaillance et plus des trois quarts des swaps de taux d'intérêt sont maintenant admissibles aux chambres de compensation. Il reste évidemment beaucoup de travail à faire car les volumes transigés ne représentent encore qu'une fraction de ces niveaux.

Pour que ces initiatives soient pleinement réussies, il faudrait que les exigences de fonds propres réglementaires renforcent les incitatifs au traitement centralisé de produits standardisés. En d'autres termes, le recours aux produits dérivés standardisés devrait comporter des avantages financiers, et un risque de base limité ne devrait pas mener à l'imposition d'exigences de fonds propres de nature punitive. Les transactions « sur mesure » auront encore leur place, mais elles devraient être soumises à des exigences de fonds propres plus élevées afin que le régime incitatif soit cohérent.

La titrisation doit devenir plus viable

L'amélioration de la résilience du système financier exigera une relance de la titrisation privée. Correctement structurée, la titrisation peut diversifier le risque, inculquer une discipline concurrentielle aux banques et abaisser les coûts d'emprunt pour les ménages et les entreprises. Il faut aller beaucoup plus loin pour s'assurer que ces objectifs peuvent être atteints.

Le redressement du marché de la titrisation a été lent pour deux raisons. Tout d'abord, certains grands acheteurs réguliers de tranches prioritaires (véhicules d'investissement structurés, PCAA non bancaires canadiens, grandes banques) ne reviendront pas sur le marché. À lui seul, ce facteur contractera fortement le marché. Avec le temps, une partie de cette capacité de financement perdue sera remplacée par le maintien du risque de crédit au bilan des banques, quoique la perspective de se voir imposer des ratios de levier limitera les banques dans leurs achats futurs de tranches prioritaires.

Deuxièmement, la crise a mis au jour de graves lacunes structurelles, notamment en matière de communication de l'information financière liée aux produits titrisés. Il faudrait accroître la transparence, de façon à pouvoir repérer le risque plus efficacement et l'évaluer avec plus d'efficacité. Par exemple, la Banque du Canada a fait appel à sa politique relative aux garanties sur prêts pour améliorer l'information financière concernant le PCAA bancaire, créant ainsi une norme qui devrait devenir commune. De façon plus générale, nous préconisons la diffusion des modèles et des données sous-

jacents aux titres afin de rendre le secret de la « boîte noire » accessible à tous. Il y a également une foule d'initiatives visant à ce que les initiateurs des prêts conservent une partie des risques (p. ex., en assumant les premières pertes ou en étant touchés s'ils ont émis des produits similaires sur le marché).

La Banque travaille actuellement avec le gouvernement et l'industrie à explorer l'efficacité de ces initiatives, parmi d'autres.

Une démarche coordonnée pour ramener le risque vers le secteur privé

La panique financière a exigé une réaction énergique. Bien qu'absolument nécessaires, les mesures prises ont eu pour effet de déplacer largement le risque du secteur privé au secteur public. L'expédient ne devrait pas devenir permanent. Les risques doivent être retournés au secteur privé, qui les assumera. Cependant, cela ne pourra se produire que si les banques sont résilientes, et les marchés, construits sur des bases solides.

Il faudra pour ce faire un train de réformes cohérentes qui se renforcent mutuellement. Je viens tout juste de mentionner les chambres de compensation pour les swaps sur défaillance, le traitement du risque de base dans Bâle II, les nouvelles exigences de liquidité et la mise sur pied de marchés de financement ouverts en permanence afin d'élargir les options en matière de liquidité. Les réformes ne peuvent être pensées et introduites à la pièce; elles doivent constituer un tout cohérent.

De même, les banques devraient suivre une démarche coordonnée dans l'affectation de leurs bénéfices d'exploitation actuels. À cet égard, il convient de noter que le Comité de Bâle et le G20 soulignent tous deux l'importance de préserver les fonds propres durant la période de transition au nouveau régime. Le débat sur les pratiques de rémunération devrait être envisagé dans ce contexte. Les bénéfices records actuels peuvent être utilisés pour rémunérer les employés, rétribuer les actionnaires ou accroître les fonds propres. Il est clair que le secteur public vise prioritairement la recapitalisation du système financier dans le but d'accroître la formation de crédit. Le calendrier de transition au nouveau régime auquel j'ai fait référence au début de mon discours est conçu en partie pour tirer profit du niveau élevé des bénéfices non répartis en ce moment. L'industrie ne devrait entretenir aucun doute quant à la hausse future des exigences de fonds propres. Ceux qui auront fait preuve de prévoyance optimiseront leur position à moyen terme.

Par ailleurs, nous sommes tous d'accord pour dire que les primes au rendement devraient être liées aux résultats à long terme. Dans leur communiqué, les dirigeants du G20 ont exhorté les entreprises à appliquer immédiatement de saines pratiques de rémunération. La manne actuelle, que l'on doit à la présence des filets de sécurité les plus solides qui soient et aux politiques énergiques de relance, n'est guère compatible avec ce principe. Les entreprises ont-elles réellement une bonne maîtrise de leur rentabilité à moyen terme compte tenu des changements profonds qui se profilent à l'horizon en matière de réglementation et d'économie?

Conclusion : Travailler ensemble à l'élaboration de solutions communes

En conclusion, je dirai que le système financier, après s'être autoproclamé centre de l'activité économique, doit graduellement reprendre son rôle de serviteur de l'économie réelle. Des institutions plus solides et un système capable de résister aux défaillances sont

des conditions nécessaires. Mais la pleine réalisation de cet objectif exige aussi un changement d'attitude.

La Banque du Canada a une nette préférence pour une réglementation qui se fonde sur des principes et sur la confiance dans le jugement des personnes plutôt que sur une foi aveugle dans la sécurité de la surcapitalisation. Or, une telle conception suppose une réceptivité de la part de l'industrie, réceptivité qui a manqué à l'appel au cours des derniers mois. Le soulagement menace de céder la place à un orgueil démesuré.

Les institutions financières doivent démontrer qu'elles sont conscientes de leurs responsabilités élargies. Chaque jour, les financiers devraient se demander en quoi leurs activités influent sur le risque systémique et ce qu'ils font pour la promotion de la croissance économique.

Comme le disait un collègue durant la crise, « il n'y a pas plus d'athées dans les tranchées que d'idéologues dans les crises financières ». Les décideurs publics ont dû prendre beaucoup de mesures impopulaires pour sauver l'économie du système financier – un système financier qui demandait grâce.

Nous n'allons pas rappeler aux acteurs du marché les nombreux serments qu'ils ont prêtés il y a un an, pas plus que nous ne nous attendons à ce que des hordes de financiers entrent en religion. Ce à quoi nous nous attendons, toutefois, c'est que les vœux qui ont été prononcés dans la fièvre des combats soient respectés en temps de paix et que l'on ait à cœur de contribuer au quotidien à l'édification d'un système financier plus solide et plus résilient au service de l'économie réelle, et ce, en remplaçant les emplois perdus et en comblant les pertes de production.