

Les politiques des banques centrales en matière de garanties : enseignements tirés de l'expérience récente

Lorie Zorn et Alejandro García, département des Marchés financiers*

- *En imposant des exigences de garantie à l'égard des prêts qu'elles octroient, les banques centrales visent deux buts : protéger leur bilan contre le risque de perte financière liée à la défaillance d'une contrepartie et favoriser la réalisation de leurs objectifs sur les plans de la politique monétaire et du système financier.*
- *Les banques centrales peuvent être appelées à modifier leur politique en matière de garanties en raison de la conjoncture. Ainsi, pendant la récente crise financière, elles ont soutenu la liquidité de marché et la liquidité de financement en élargissant provisoirement l'éventail des instruments qu'elles acceptent en nantissement.*
- *Du fait de la position particulière qu'elles occupent au sein du système financier, les banques centrales peuvent utiliser leurs exigences de garantie pour favoriser de meilleures pratiques de gestion des risques, notamment en ce qui a trait à la transparence des produits titrisés et à la gestion des risques de crédit et de marché.*

La contraction dramatique de la liquidité de marché et de la liquidité de financement dans les marchés essentiels¹ a été un trait saillant de la récente crise financière. Or, pour qu'un système financier soit sûr et efficient, il doit être possible d'acheter ou de vendre une quantité appréciable d'actifs financiers sans que cela ait une incidence marquée sur les prix (liquidité de marché), et les institutions solvables doivent pouvoir se procurer rapidement des moyens de paiement pour s'acquitter d'obligations arrivant à échéance (liquidité de financement). La diminution de la liquidité a par conséquent menacé la stabilité du système financier et compromis l'efficacité des instruments habituellement utilisés par les banques centrales pour conduire leur politique monétaire (Cecchetti, 2008). Les grandes banques centrales sont intervenues pour soutenir la liquidité des marchés et atténuer les difficultés de financement, et leurs politiques en matière de garanties ont joué à cet égard un rôle critique². Les banques centrales ont non seulement accru leur apport de liquidités au système financier³, mais elles ont en outre élargi la liste des garanties admissibles aux fins de l'octroi de liquidités. Ce faisant, elles ont contribué à contrer les effets du choc global de liquidité et ont finalement aidé à rétablir un fonctionnement plus normal des marchés monétaire et du crédit.

* Alejandro García travaille maintenant au Bureau du surintendant des institutions financières.

1 Un marché de financement essentiel 1) constitue une importante source de fonds pour les institutions, les teneurs de marché et les gouvernements au cœur du système financier; 2) n'a aucun substitut immédiat; 3) peut être un vecteur de contagion important s'il cesse de fonctionner efficacement. Voir Fontaine, Selody et Wilkins (2009), ainsi que Carney (2008).

2 On trouvera dans Zorn, Wilkins et Engert (2009) une description détaillée des mesures exceptionnelles prises par la Banque du Canada en 2007-2009 en réaction à la crise financière.

3 Voir l'article de Lavoie, Sebastian et Traclet, à la page 29.

Le présent article examine les exigences de garantie des banques centrales et tire des enseignements de l'expérience acquise lors de la récente crise. Quand elle formule ses exigences, la banque centrale est motivée non seulement par l'objectif habituel de protection de son bilan contre des pertes financières, mais aussi par ses buts à l'égard de la politique monétaire et du système financier. L'importance qu'elle accorde à chacun de ces buts varie selon le contexte extérieur — la politique en matière de garanties pouvant devoir ne pas être la même en temps normal et dans les circonstances exceptionnelles. Par ailleurs, les banques centrales peuvent se servir de ces exigences pour exercer une influence positive sur les pratiques en vigueur au sein des marchés financiers, et par là même concourir à la stabilité monétaire ainsi qu'à l'efficacité et à la stabilité du système financier. Nous abordons trois grands domaines dans lesquels les banques centrales peuvent contribuer aux initiatives mondiales visant l'adoption de meilleures pratiques de gestion des risques par les agents du système financier : la transparence, qu'il s'agit d'accroître pour les produits titrisés; les pratiques de gestion du risque de crédit, qui sont à améliorer; et la procyclicité associée à la gestion du risque de marché, qu'il faut atténuer.

Qu'est-ce qu'une politique en matière de garanties?

Les garanties s'entendent habituellement des actifs donnés en gage pour couvrir des prêts. Dans le cas de la Banque du Canada, il peut s'agir de fonds fournis dans le cadre du mécanisme permanent d'octroi de liquidités mis en œuvre à l'appui des opérations de paiement et de règlement intrajournalières du Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV)⁴, ou de prêts accordés au titre des facilités de crédit exceptionnelles parfois proposées en période de crise⁵.

La politique en matière de garanties est un ensemble de principes et de règles régissant l'évaluation et l'acceptation des actifs remis en nantissement pour une opération de prêt, ainsi que l'estimation des risques connexes. Elle établit notamment les critères d'admissibilité des différents types d'actifs pouvant être mis en gage de même que des mesures de limitation des risques, et prévoit comment les règles peuvent être modifiées dans certaines circonstances. Du fait qu'elle influe sur les transactions effectuées entre les institutions financières, elle

peut avoir une incidence sur le système financier tout entier : en effet, si les garanties permettent de limiter les pertes du prêteur en cas de défaillance d'une contrepartie, au niveau macroéconomique par contre, les dispositions prises avec chaque contrepartie en matière de garanties peuvent avoir, collectivement, des répercussions sur le degré global de la liquidité de marché et de la liquidité de financement. C'est pourquoi la banque centrale élabore sa politique sur les garanties non seulement dans le but de gérer ses propres risques, mais aussi en fonction des effets que ces règles peuvent avoir plus généralement sur le système financier.

La banque centrale élabore sa politique sur les garanties non seulement dans le but de gérer ses propres risques, mais aussi en fonction des effets que ces règles peuvent avoir plus généralement sur le système financier.

L'élaboration de la politique en matière de garanties

La banque centrale ne limite pas sa politique en matière de garanties à un seul objectif. Premièrement, elle cherchera, en tant qu'institution publique, à protéger la valeur de ses actifs financiers. Deuxièmement, elle s'emploiera à faciliter l'exercice de ses responsabilités aux chapitres de la politique monétaire et du système financier. En plus d'influer directement sur la liquidité des marchés de financement essentiels, la politique de la banque centrale sur les garanties peut avoir des effets indirects sur la tarification du risque de crédit et sur le niveau d'intermédiation du crédit au sein de l'économie. Elle peut aussi modifier la dynamique du marché monétaire et, donc, le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Par conséquent, la banque centrale formulera ses exigences de garantie en tenant compte des conditions nécessaires au bon fonctionnement des marchés, ce qui favorisera en retour la stabilité du système financier et la mise en œuvre efficace de la politique monétaire.

La politique sur les garanties contribue à la réalisation du premier objectif en abaissant la probabilité de voir les actifs remis en nantissement entraîner des pertes : le risque de défaillance des contreparties est réduit au maximum de même que les pertes résultant des fluctuations des prix de marché des actifs mis en gage.

⁴ Le STPGV est le système de traitement de gros paiements utilisé au Canada.

⁵ Cette définition exclut les titres admissibles pour les opérations de pension, quoique le terme « garantie » soit souvent utilisé dans ce contexte.

La banque centrale fait affaire uniquement avec des contreparties choisies, dont la qualité du crédit est bien établie, et elle n'accepte en garantie que des titres de grande qualité pour lesquels elle exige une sûreté valide de premier rang. De plus, pour maîtriser les risques inhérents à ces actifs, elle fixe les conditions d'acceptation des garanties, notamment en imposant des marges et des décotes⁶.

Dans les pays où les marchés financiers sont bien développés, la banque centrale s'attache à atteindre le deuxième objectif en fonction de l'état du système financier. En temps normal, elle peut soutenir la stabilité et l'efficacité du système à l'aide de mesures neutres pour les marchés — autrement dit, il n'y a ni besoin ni volonté de sa part de s'ingérer dans le jeu des forces du marché. Cependant, l'expérience récente a montré que la banque centrale peut être obligée d'intervenir en période de crise, en particulier si celle-ci est caractérisée par des réductions systémiques marquées de la liquidité de marché et de la liquidité de financement⁷. Dans ces cas exceptionnels, elle peut se servir d'éléments de sa politique sur les garanties pour contrer les effets négatifs qui se manifestent quand les participants au marché protègent leurs propres intérêts financiers sans prendre en considération ou sans comprendre les menaces que leurs actions font peser sur le système tout entier⁸. Ces effets peuvent être minimes et particulièrement difficiles à cerner en temps ordinaire, étant donné que les acteurs sont nombreux, qu'ils agissent de manière différente et que chacune de leurs actions n'a qu'une faible incidence sur le risque global. Toutefois, dans des circonstances extraordinaires, comme un choc systémique, les participants agissent de façon plus homogène et l'effet négatif combiné de ces actions individuelles peut s'avérer important.

Pour que la banque centrale puisse intervenir au besoin, sa politique en matière de garanties et les pratiques qui s'y rattachent doivent être établies dans un cadre clair, fondé sur des principes, qui lui donne la latitude nécessaire pour réagir à des situations exceptionnelles⁹. En particulier, ce cadre opérationnel doit prévoir des méthodes de gestion des risques et d'évaluation qui permettent à

l'institution de prendre en gage des actifs nouveaux ou complexes. Ainsi, en acceptant temporairement des garanties plus risquées conformément à une stratégie appropriée d'atténuation des risques, la banque centrale est en mesure de résoudre une pénurie de garanties de grande qualité et de liquidités, et elle peut alors aider à redresser les distorsions sur les marchés financiers et à rétablir le fonctionnement des marchés.

La politique en matière de garanties et les pratiques qui s'y rattachent doivent être établies dans un cadre clair, fondé sur des principes, qui donne à la banque centrale la latitude nécessaire pour réagir à des situations exceptionnelles.

L'adaptation de la politique sur les garanties en période de crise

Pendant la récente crise financière, les participants au marché ont durci les modalités des opérations de prêt garanti en restreignant la gamme des garanties admissibles et en augmentant les décotes. Globalement, ces actions ont provoqué une réduction de la liquidité de financement et de marché et une montée de la volatilité sur les marchés. Une des solutions apportées par les banques centrales à cette situation a été d'accepter la mise en gage d'un éventail élargi d'actifs afin d'offrir aux contreparties un accès plus souple au financement de banque centrale. Pour atténuer les tensions accrues au sein des marchés du financement à court terme, la Banque du Canada a accéléré son processus de décision dès les débuts de la crise de manière à inclure plus rapidement les titres émis par le Trésor américain et certains instruments de papier commercial adossés à des actifs (PCAA) parmi les garanties admissibles à tout moment dans le cadre du mécanisme permanent d'octroi de liquidités¹⁰. Du fait d'une plus forte aversion des investisseurs à l'égard des risques associés aux produits titrisés durant la crise, les promoteurs bancaires n'ont eu d'autre choix que de réintégrer ces titres dans

⁶ La marge est le montant de garantie qui doit être déposé pour couvrir le risque de crédit que prend le prêteur. La décote détermine l'évaluation d'un actif mis en gage et représente la réduction calculée à partir de la valeur actuelle de marché de l'actif pour prendre en compte l'incertitude de sa valeur future si la garantie devait être liquidée.

⁷ L'engagement de la banque centrale peut aussi être souhaitable dans des marchés en développement qui n'ont pas encore atteint un niveau de maturité suffisant pour répartir les ressources efficacement.

⁸ Il est parfaitement rationnel pour un participant d'agir dans son propre intérêt plutôt que de contribuer au bien collectif à ses dépens.

⁹ Engert, Selody et Wilkins (2008) décrivent les principes régissant l'intervention des banques centrales en cas de perturbations sur les marchés financiers.

¹⁰ La Banque avait déjà accepté le PCAA comme garantie dans le cadre du mécanisme spécial d'octroi de liquidités mis en place pour satisfaire des besoins exceptionnels de liquidités pouvant survenir lors du passage à l'an 2000 (Banque du Canada, 1999). La Banque savait qu'en acceptant ces titres, elle enverrait un important signal aux marchés et, de ce fait, contribuerait à la viabilité à long terme du marché canadien du PCAA.

leurs bilans¹¹. Pour assouplir la gestion des garanties et soutenir la création de liquidité, la Banque du Canada a provisoirement autorisé les promoteurs bancaires à donner en garantie leur propre PCAA mais en majorant sa décote.

Pendant la crise, la Banque a aussi commencé à accepter que les banques mettent en gage leurs portefeuilles de créances non hypothécaires¹². Les participants directs au STPGV ont ainsi pu remplacer leurs titres par ces portefeuilles pour satisfaire aux exigences de garantie du STPGV, du mécanisme permanent d'octroi de liquidités et de la facilité de prêt à plus d'un jour¹³. La Banque était disposée à accepter temporairement des blocs d'actifs non négociables et peu liquides pour que les participants au STPGV puissent employer leurs garanties classiques, plus liquides, ailleurs¹⁴. À mesure que les conditions de financement sont redevenues normales, la portion admissible des portefeuilles de créances non hypothécaires a été progressivement réduite. Dans un souci d'efficacité, la Banque a cependant décidé de maintenir en permanence l'utilisation limitée de ces portefeuilles à des fins de nantissement, la limite pouvant être rehaussée dans des circonstances extraordinaires pour faciliter les flux de paiement extrêmement importants (Banque du Canada, 2009)¹⁵.

Si une politique souple en matière de garanties peut aider la banque centrale à atteindre ses objectifs stratégiques, cette souplesse entraîne un risque d'aléa moral; en effet, si les acteurs attendent de cette institution qu'elle intervienne de façon similaire à l'avenir, ils pourraient être enclins à prendre plus de risques. Plus généralement, l'idée pourrait s'imposer que les banques centrales offrent une source de liquidités facilement accessible qui sert de substitut au financement de marché. Les banques centrales doivent donc insister sur le fait que les mesures exceptionnelles sont temporaires

11 Bien que le promoteur bancaire ne soit pas l'émetteur en droit, il participe habituellement à la promotion, au marketing et à la distribution de ces titres, en plus de fournir des services administratifs ainsi qu'un soutien sous forme de liquidités ou de crédit.

12 Les portefeuilles de créances non hypothécaires étaient aussi admissibles en garantie dans le cadre du mécanisme spécial d'octroi de liquidités mis en place lors du passage à l'an 2000.

13 On trouvera plus de précisions sur la facilité de prêt à plus d'un jour dans le site Web de la Banque du Canada, à l'adresse <http://banqueducanada.ca>.

14 Pour atténuer le risque, la valeur de garantie du portefeuille de créances non hypothécaires a été plafonnée à 60 % de la valeur des actifs contenus dans le portefeuille. Dans les faits, cependant, les besoins de couverture ne représentaient qu'une fraction de ce montant. Par ailleurs, la qualité des garanties était raisonnablement assurée, étant donné que les constituants du gage étaient réglementés par le Bureau du surintendant des institutions financières, avec lequel la Banque du Canada entretient une relation étroite et formelle afin d'échanger de l'information concernant le système financier.

15 Depuis le 1^{er} avril 2010, les portefeuilles de créances non hypothécaires de participants au STPGV peuvent représenter au plus 20 % de la valeur totale des actifs mis en gage.

et qu'elles visent une situation bien précise. Elles doivent souligner l'incertitude entourant de tels événements et faire valoir qu'une action de leur part n'est pas assurée. Conséquemment, les participants, à l'échelon individuel, ne devraient pas s'exposer à des pertes en comptant sur la garantie implicite d'une intervention de la banque centrale (Selody et Wilkins, 2010). Une exposition claire des principes qui déterminent l'intervention de la banque centrale peut être utile à cet égard.

Les banques centrales peuvent aussi atténuer la nécessité de leur intervention sur les marchés financiers en encourageant les acteurs à devenir suffisamment résilients face aux chocs¹⁶. Un moyen d'y parvenir consiste à favoriser l'adoption de pratiques appropriées sur les marchés financiers.

Promouvoir des pratiques appropriées

Le développement de marchés financiers efficaces qui soutiennent la stabilité et l'efficacité du système financier est un objectif de longue date de la Banque du Canada, et celle-ci s'est employée, à diverses occasions, à améliorer la dynamique des marchés et les pratiques qui y sont observées¹⁷. Depuis la crise financière, ses efforts ont principalement porté sur les comportements propres à renforcer le système financier et à prévenir d'autres crises. Parallèlement, la Banque et certaines de ses homologues ont pris acte du fait que le rôle particulier qu'elles assument au sein du système financier leur donne les moyens de se servir de leur politique en matière de garanties pour promouvoir des changements positifs.

L'apport de liquidités par la banque centrale est une importante facette du fonctionnement au jour le jour du système financier, et les pratiques du secteur privé peuvent être influencées par les rapports qu'il entretient avec cette institution. Étant donné l'importance croissante du financement garanti, la banque centrale peut formuler ses exigences de garantie de façon à ce que

16 Nombre de réformes en cours visent à réduire la nécessité d'une intervention de la banque centrale à l'avenir. Ces réformes prévoient notamment une augmentation du niveau et de la qualité des fonds propres et des actifs liquides détenus par les institutions financières, ainsi qu'un recours accru à des contreparties centrales dans les marchés des pensions.

17 Par exemple, pendant les années 1950 et 1960, les opérations de la Banque du Canada sur les marchés étaient conçues pour favoriser le développement du marché monétaire canadien; dans les années 1990, la Banque a travaillé de concert avec le secteur financier pour élaborer un code de conduite qui puisse régir les marchés des titres du gouvernement canadien; elle demeure un membre actif du Comité canadien du marché des changes, dont le but est la mise en place de pratiques et de procédures pour le marché des changes.

ses contreparties — et au-delà le marché en général — aient intérêt à adopter des pratiques appropriées au chapitre de la gestion de l'investissement et du nantissement, et ainsi contribuer au bon fonctionnement des marchés financiers de même qu'au renforcement de la stabilité et de l'efficacité du système financier. Les banques centrales comptent d'habitude sur les forces du marché pour fixer des normes de marché. Or les incitations du secteur privé ne sont pas toujours orientées vers la création ou l'adoption au moment voulu de pratiques exemplaires pour le bien de tous. Il peut alors être utile que les banques centrales donnent l'exemple de pratiques appropriées. On l'a d'ailleurs constaté dans trois domaines : la transparence des produits titrisés, la gestion du risque de crédit et la gestion du risque de marché.

La banque centrale peut formuler ses exigences de garantie de façon à favoriser des pratiques appropriées aux chapitres de l'investissement et du nantissement, et ainsi contribuer à un système financier plus stable et plus efficient.

Transparence des produits titrisés

Le fait d'avoir au bon moment une information pertinente sur les titres de placement devrait rehausser la qualité de la prise de décision des investisseurs, faciliter l'exercice de la discipline de marché par ces derniers et, conséquemment, améliorer la stabilité et l'efficacité globales des marchés. Avec le manque de diligence raisonnable des investisseurs, la mauvaise appréciation des risques fait partie des nombreux facteurs à l'origine de la crise récente. Cela ressort nettement quand on considère les produits titrisés, produits pour lesquels l'information disponible était limitée (Hendry, Lavoie et Wilkins, 2010). Ayant pris acte de cette défaillance, le G20 s'est engagé à accroître la transparence de ces produits, et les autorités de réglementation tout comme des groupes d'acteurs du marché ont avancé des initiatives en ce sens.

En décembre 2007, la Banque du Canada a annoncé qu'elle formulerait des critères d'admissibilité pour accepter le PCAA en garantie dans le cadre de son mécanisme permanent d'octroi de liquidités et que ces critères incluraient des normes d'information plus rigoureuses (Banque du Canada, 2008). Par ce communiqué,

la Banque indiquait son intention de contribuer plus généralement au renforcement de la transparence des produits titrisés. Le communiqué signalait non seulement que la Banque attachait de l'importance à la titrisation, vu son utilité dans l'allocation du crédit, mais encore qu'elle était préoccupée par les failles présentes dans la structure des produits titrisés et par les lacunes concernant la divulgation de renseignements. Le marché canadien du PCAA a été touché par la première vague de la crise, et une compréhension inadéquate des risques associés aux placements en PCAA a concouru à cet état des choses. Dans les conditions d'acceptation du PCAA que la Banque a finalement annoncées en mars 2008, une grande place était donnée à la communication de l'information¹⁸. D'autres acteurs du marché canadien du PCAA ont entrepris d'accroître la disponibilité d'informations pertinentes en matière d'investissement¹⁹.

À l'étranger, d'autres banques centrales ont participé au renforcement de la transparence des produits titrisés en modifiant leurs politiques en matière de garanties. Ainsi, en septembre 2008, la Banque centrale européenne (BCE) a détaillé ses critères d'admissibilité pour les titres adossés à des actifs (TAA) acceptés en nantissement dans les opérations de crédit de l'Eurosystème et a précisé les renseignements importants devant être communiqués au public dans les rapports d'évaluation de la qualité des placements²⁰. Plus récemment, la BCE a annoncé en décembre 2010 son intention de mettre en place des obligations d'information prêt par prêt et d'encourager activement l'aménagement d'une infrastructure de gestion des données afin que les intervenants de marché puissent disposer des informations requises (BCE, 2010). En novembre 2010, la Banque d'Angleterre a pour sa part présenté de nouveaux critères de transparence relatifs aux TAA et aux obligations garanties acceptés en nantissement dans le cadre de

¹⁸ Les exigences de transparence de la Banque du Canada à l'égard du PCAA sont les suivantes : elle doit recevoir dans un seul document concis — fourni et validé par le promoteur — la totalité de l'information pertinente sur le programme de PCAA; tous les investisseurs doivent avoir accès à ce document; les changements survenus dans l'information présentée doivent être communiqués en temps opportun. Même si la Banque décrit dans les grandes lignes l'information qu'elle juge pertinente, c'est au promoteur que revient le soin de déterminer quels renseignements sont importants pour les investisseurs.

¹⁹ Par exemple, le Dominion Bond Rating Service (DBRS) publie désormais des rapports de surveillance sur les produits financiers structurés qui permettent une analyse plus complète de certaines classes d'actifs.

²⁰ Le rapport initial doit contenir une analyse exhaustive des aspects structurels et juridiques, une analyse détaillée du portefeuille de garanties, une analyse des participants à la transaction et toute autre précision utile sur l'opération. Les données de transaction les plus importantes et les données de rendement doivent être fournies avec la publication trimestrielle des révisions de notations.

ses dispositifs d'octroi de liquidités, ainsi qu'un calendrier de mise en œuvre²¹.

Les initiatives touchant la transparence des produits titrisés impliquent une coopération entre intervenants de marché, groupes sectoriels, autorités de réglementation et banques centrales, et sont menées dans le cadre d'une plus large série d'initiatives destinées à consolider ce marché²². Néanmoins, il reste à savoir comment les exigences de transparence des banques centrales devraient venir en complément à celles des autorités de réglementation. À la demande du Conseil de stabilité financière (CSF) et du G20, les autorités de réglementation examinent actuellement s'il leur faudra changer des règles en matière de communication d'informations sur les produits titrisés, mais, à ce jour, ces instances et les banques centrales ne semblent pas avoir la même approche²³.

Gestion du risque de crédit

La compréhension et l'évaluation des caractéristiques du risque de crédit (ou de défaut) lié aux actifs acceptés en garantie constituent des éléments importants de la gestion des risques, et il existe à cette fin plusieurs instruments. Par ailleurs, les agences de notation constituent une source d'opinion accessible sur le risque de crédit, surtout pour les intervenants de marché qui sont dans l'impossibilité de mener une évaluation indépendante et complète. Malgré tout, une gestion moins rigoureuse du risque de crédit et une confiance aveugle dans les cotes des agences de notation peuvent être problématiques pour chaque intervenant et pour le système financier. La crise récente a montré combien une dégradation soudaine et imprévue des cotes peut aggraver de manière fortuite l'instabilité du système financier en provoquant des liquidations à grande échelle et des réactions en chaîne propres à amplifier les retombées négatives sur les marchés²⁴.

Cette expérience a confirmé qu'il était nécessaire de faire évoluer les pratiques dans le domaine de la gestion

du risque de crédit afin de cerner les insuffisances des cotes établies par les agences de notation et d'exploiter d'autres sources d'information en vue d'une appréciation exhaustive et indépendante du risque de crédit. Les secteurs public et privé doivent prendre des mesures pour que les intervenants soient moins incités à s'appuyer aveuglément sur ces cotes.

Le CSF a publié en octobre 2010 une série de principes directeurs généraux afin d'aider les acteurs publics et privés à moins dépendre des cotes des agences de notation dans la prise des décisions d'investissement et dans l'établissement de normes, de lois et de règlements (CSF, 2010). Ces principes renvoient spécifiquement aux exigences des banques centrales sur les garanties. Ces institutions sont invitées à formuler leur propre jugement sur le risque de crédit associé aux instruments financiers qu'elles acceptent en gage et à éviter que leurs politiques en la matière tendent à un emploi mécanique des cotes des agences de notation²⁵. Les principes reconnaissent cependant que les banques centrales peuvent utiliser les cotes comme un outil d'évaluation parmi d'autres. Si la banque centrale s'appuyait exclusivement sur sa propre évaluation du risque de crédit, il est clair que les décisions qu'elle prendrait pourraient influencer le comportement du secteur privé. En se servant d'un large éventail d'informations pour établir la qualité des titres de nantissement, la banque centrale pourrait inciter ses contreparties à ne pas se limiter aux agences de notation pour prendre leurs décisions en matière d'investissement et de garantie.

La Banque du Canada a apporté plusieurs modifications à sa politique en matière de garanties afin d'améliorer la gestion du risque de crédit et de favoriser l'adoption de pratiques plus prudentes. Lorsqu'elle a commencé à accepter le PCAA en nantissement en 2008, elle a notamment utilisé, pour mesurer le risque de crédit des promoteurs bancaires des programmes d'émission de PCAA, des notes « intrinsèques » plutôt que des notes officielles²⁶. Elle a également exigé au moins deux notes pour les programmes dont la qualité du crédit fait l'objet d'une évaluation. En septembre 2010, elle a étendu cette obligation à tous les titres émis par des entités non souveraines. Disposer de plus d'une cote de crédit est, pour la Banque et ses contreparties, un gage supplémentaire que l'ensemble des composantes du risque de crédit ont été prises en compte et évaluées. En outre, la moins élevée

²¹ Bien que le renforcement des obligations d'information vise d'abord à aider la Banque d'Angleterre à gérer les risques de son portefeuille de TAA avec plus d'efficacité, celle-ci a indiqué que ce renforcement augmentera la transparence de l'ensemble du marché (Banque d'Angleterre, 2010a et 2010b).

²² Voir Allan et Bergevin (2010), le FMI (2009), Paligorova (2009), Selody et Woodman (2009) pour en savoir plus sur la réforme des marchés de titrisation.

²³ Le 25 mars 2011, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont publié, pour qu'elles soient commentées, des propositions de changements sur la transparence et les obligations d'information des produits titrisés. Les Autorités ont indiqué que les exigences proposées étaient conçues pour aller dans le sens de l'évolution de la situation internationale.

²⁴ Le FMI a analysé le rôle involontaire des agences de notation dans l'instabilité financière, que ce soit avant ou après la crise. Voir par exemple les études du FMI (2008 et 2009) et de Kiff (2010).

²⁵ Comme elle le précise dans sa politique relative aux garanties, la Banque du Canada se réserve le droit de refuser tout actif proposé en nantissement, et indique que, outre les cotes de crédit, d'autres facteurs servent aussi de critères d'admissibilité.

²⁶ Les notes intrinsèques ne tiennent pas compte de l'aide financière potentielle de l'État. Harvey et Merkowsky (2008) décrivent ce type de notes.

des deux meilleures notes sert dorénavant à établir l'admissibilité des garanties et à déterminer les décotes applicables. Cette approche réduit chez les émetteurs les incitations à faire jouer la concurrence pour obtenir une note plus avantageuse et évite à la Banque d'être perçue comme trop prudente ou trop complaisante quand elle interprète des notes contradictoires.

D'autres sources d'information, y compris des indicateurs de marché, pourraient aider à mesurer le risque de crédit²⁷. Des recherches effectuées à la Banque du Canada portent sur l'intérêt potentiel que présentent les indices de swaps sur défaillance et les statistiques relatives à la probabilité de défaut anticipée comme compléments d'information sur le risque de crédit²⁸. Bon nombre de banques centrales complètent l'exigence d'une note de passage avec des renseignements tirés du marché, voire évaluent intégralement le risque de crédit. Les pratiques ont évolué depuis la crise et continueront vraisemblablement de le faire dans les années à venir.

Gestion du risque de marché

Du fait de la variation des prix des actifs, la valeur de garanties détenues peut baisser et entraîner des pertes au cas où la défaillance d'une contrepartie obligerait la banque centrale à vendre ces garanties. L'application de décotes joue un rôle important dans la gestion de ce risque de marché.

La crise financière a mis au jour des méthodes de gestion du risque de marché qui ont influencé négativement la dynamique des marchés et intensifié les fluctuations des cycles économiques. La nature intrinsèquement procyclique des marges et décotes appliquées était au cœur même de ces problèmes²⁹. Pour prendre en compte ce phénomène, les décideurs publics envisagent des moyens qui permettraient de diminuer la procyclicité provoquée par les dispositifs de marge. Les mesures à l'étude visent à freiner l'accroissement du levier financier pendant les périodes favorables et à atténuer les conséquences systémiques de la réduction subséquente de ce levier en période de ralentissement³⁰.

La crise financière a mis au jour des méthodes de gestion du risque de marché qui ont influencé négativement la dynamique des marchés et intensifié les fluctuations des cycles économiques.

C'est dans ce contexte que la Banque du Canada passe régulièrement en revue sa propre approche de manière à éviter que ses pratiques quant aux décotes ne favorisent une procyclicité exagérée, et pour mieux délimiter son rôle dans la prévention et la résolution des crises induites par la liquidité. Pour commencer, lorsque le système financier subit des tensions exceptionnelles, la banque centrale devrait donner plus d'importance à son objectif de stabilité financière en écartant toute action susceptible d'accentuer négativement la dynamique de la liquidité de financement. Cette prudence commande de maintenir les décotes à un niveau constant pendant tout le cycle au lieu de les faire osciller selon l'évolution à court terme des indicateurs de risque.

Le calcul des décotes fixes sur l'intégralité du cycle reposerait sur un grand échantillon de données qui rendrait compte du profil risque-rendement des actifs dans un cycle entier d'évolution des prix où surviendrait au moins un épisode de crise. Il suffirait alors de procéder à des réévaluations périodiques pour veiller à ce que le niveau des décotes continue de correspondre au degré de tolérance au risque de la banque centrale. Dans cette approche, les décotes ne réagiraient pas aux poussées temporaires des primes de liquidité, mais refléteraient uniquement les risques fondamentaux de crédit et de liquidité. Il reste qu'il n'est pas facile de décomposer une décote en tranches indicatives de la rétribution du risque de crédit et du risque de liquidité, et indicatives de la prime de liquidité; c'est pourquoi d'autres études s'imposent³¹. La Banque du Canada s'est engagée à mettre en œuvre un programme de recherche visant une meilleure compréhension de ces questions.

La poursuite des analyses et des réformes après la crise permettra aux banques centrales de réfléchir au rôle qu'elles pourront jouer dans l'amélioration des dispositifs de marge. Sources ultimes de liquidités, ces institutions devraient peut-être adapter leur propre dispositif de décote de façon à atténuer les mouvements procycliques

²⁷ Ainsi, l'agence Moody's publie des notes dérivées des informations de marché (Market-Implied Ratings), qui intègrent le prix auquel le marché estime le risque de défaut au fil du temps.

²⁸ Voir l'analyse que font García et Prokopiw (2009) des mesures du risque de crédit qui pourraient être utilisées par les banques centrales pour évaluer les conditions globales du crédit.

²⁹ Voir Gorton et Metrick (2009), Kamhi (2009) et Krishnamurthy (2010) pour une analyse de la procyclicité des dispositifs de marge durant la crise.

³⁰ Voir le Comité sur le système financier mondial (2010) pour l'analyse des liens entre les dispositifs de marge et de décote et la procyclicité au sein du système financier.

³¹ Eu égard à ces difficultés, la méthode suivie à ce jour a consisté à calculer les décotes sur la base d'un échantillon étendu de données rétrospectives et à maintenir sur une longue période les décotes obtenues.

et à faire en sorte que les marchés de financement essentiels soient toujours ouverts durant les crises³².

Enseignements tirés

Les objectifs des banques centrales à l'égard du système financier prennent plus de relief en temps de crise, et leurs politiques en matière de garanties peuvent faire partie intégrante de la panoplie de mesures exceptionnelles prises par le secteur public dans le but de stabiliser le système financier. Les banques centrales pourraient devoir accepter à court terme des actifs plus risqués en garantie (en utilisant des outils de contrôle des risques appropriés), mais le coût que cela entraînerait pour ces institutions serait contrebalancé par les avantages dont profiterait le système financier.

Il pourrait aussi être indiqué de conserver, à une échelle limitée, certaines mesures portant spécifiquement sur les garanties, qui ont été introduites pour s'attaquer aux problèmes de liquidité pendant les crises. Par exemple, maintenir, en temps normal, l'admissibilité d'un nombre limité de garanties non conventionnelles peut aider les intervenants de marché à gérer leurs garanties, en particulier dans un environnement où le financement garanti gagne en importance, et peut ainsi favoriser le bon fonctionnement des marchés. Sur le plan opérationnel, une telle mesure renforce les capacités d'intervention de la banque centrale dans des situations extraordinaires, en lui permettant de relever les montants de garanties non conventionnelles qu'elle accepte.

Ce bénéfice potentiel doit cependant être concilié avec le souci de réduire l'aléa moral. En indiquant clairement que les changements apportés aux exigences de garantie sont placés sous le signe de l'incertitude parce qu'ils sont instaurés en période de crise, et en faisant ressortir que des ajustements extrêmes ne seront opérés que pour réagir à des situations rares et temporaires, la banque centrale s'expose moins à voir ses contreparties adopter un comportement préjudiciable.

Parallèlement, la politique des banques centrales en matière de garanties peut faciliter des changements positifs dans le comportement des acteurs de marché et, conséquemment, diminuer la probabilité et l'intensité d'un choc financier à l'avenir. En assortissant l'admissibilité des produits titrisés acceptés en garantie d'exigences de transparence, la banque centrale peut inciter les émetteurs à accroître la quantité et la qualité des informations mises à la disposition des investisseurs. Elle peut aussi contribuer à réduire l'usage mécanique

des cotes des agences de notation en en faisant un instrument parmi d'autres dans une palette d'outils servant à déterminer la qualité des garanties déposées dans le cadre de ses facilités. Pour autant que leur politique sur les garanties influe sur les pratiques en matière de gestion du risque de marché, les banques centrales parviendront peut-être à réduire le degré de procyclicité des dispositifs de marge en adoptant des décotes calculées sur l'intégralité du cycle.

Conclusion

La récente crise financière a touché de nombreux pays et commandé une réponse concertée à l'échelle internationale. L'évolution des politiques et des pratiques dans le sillage de la crise exigera une concertation du même ordre. Il sera utile de mettre en commun les analyses et les expériences alors que les banquiers centraux s'interrogeront sur la formulation optimale de leurs politiques en matière de garanties; dans ce contexte, une foule de questions pourraient être étudiées, notamment celles-ci :

- La crise a mis en lumière les avantages d'une politique souple en matière de garanties, mais quel est le degré de souplesse souhaitable à cet égard? Quelle est l'ampleur des risques qu'une banque centrale peut ou devrait assumer? Comment concilier des capacités opérationnelles qui favoriseront cette souplesse avec les coûts encourus, surtout quand, par définition, les circonstances exceptionnelles sont rares?
- Dans quelle mesure la banque centrale devrait-elle employer sa politique sur les garanties pour infléchir le comportement des intervenants de marché, et quand convient-il de laisser les marchés évoluer d'eux-mêmes? Les banques centrales devraient-elles coordonner leurs exigences de garantie de manière à restreindre les possibilités d'arbitrage?

La Banque du Canada est prête à examiner avec d'autres banques centrales ces questions et d'autres enjeux, et elle poursuit l'analyse de sa propre politique en matière de garanties en considérant cette dernière comme un moyen d'atteindre ses objectifs pour la politique monétaire et le système financier.

³² Cette idée fait partie des nombreuses considérations avancées par le gouverneur Carney, qui militent en faveur d'une modification de la conduite de la politique monétaire pour renforcer la stabilité financière (Carney, 2009).

Ouvrages et articles cités

- Allan, D. C., et P. Bergevin (2010). *The Canadian ABS Market: Where Do We Go From Here?*, commentaire n° 315, Institut C. D. Howe, novembre.
- Banque centrale européenne (2010). *ABS Loan-level Initiative*. Internet : <http://www.ecb.int/paym/coll/loanlevel/html/index.en.html>.
- Banque d'Angleterre (2010a). *Extending Eligible Collateral in the Discount Window Facility and Information Transparency for Asset-Backed Securitizations*. Internet : <http://www.bankofengland.co.uk/markets/money/publications/condocmar10.pdf>.
- (2010b). *Market Notice — Expanding Eligible Collateral in the Discount Window Facility and Information Transparency for Asset-Backed Securities*. Internet : <http://www.bankofengland.co.uk/markets/marketnotice100719.pdf>.
- Banque du Canada (1999). *Le passage à l'an 2000 et les mesures de contingence concernant l'octroi de liquidités par la Banque du Canada*, communiqué publié le 2 septembre. Internet : <http://www.banqueducanada.ca>.
- (2008). *Critères proposés pour l'acceptation en garantie de PCAA dans le cadre du mécanisme permanent d'octroi de liquidités de la Banque du Canada*, annonce faite le 5 mars. Internet : <http://www.banqueducanada.ca>.
- (2009). *Changements apportés à la politique relative à la mise en garantie de portefeuilles de créances non hypothécaires dans le cadre du mécanisme permanent d'octroi de liquidités de la Banque du Canada*, avis publié le 5 novembre. Internet : <http://www.banqueducanada.ca>.
- Carney, M. (2008). *La création de marchés continus*, discours prononcé devant la Chambre de commerce Canada-Royaume-Uni, Londres, 19 novembre.
- (2009). *Quelques considérations sur le recours à la politique monétaire pour stabiliser l'activité économique*, discours prononcé à un symposium organisé par la Banque fédérale de réserve de Kansas City, Jackson Hole (Wyoming), 22 août.
- Cecchetti, S. G. (2008). *Monetary Policy and the Financial Crisis of 2007-2008*, coll. « CEPR Policy Insight », n° 21.
- Comité sur le système financier mondial (2010). *The Role of Margin Requirements and Haircuts in Procyclicality*, coll. « CGFS Papers », n° 36.
- Conseil de stabilité financière (CSF) (2010). *Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings*, 27 octobre.
- Engert, W., J. Selody et C. Wilkins (2008). « Les interventions des banques centrales face aux perturbations des marchés financiers », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 75-82.
- Fonds monétaire international (2008). « Structured Finance: Issues of Valuation and Disclosure », *Global Financial Stability Report: Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness*, chapitre 2, avril, p. 54-85.
- (2009). « Restarting Securitization Markets: Policy Proposals and Pitfalls », *Global Financial Stability Report: Navigating the Financial Challenges Ahead*, chapitre 2, octobre, p. 77-115.
- Fontaine, J.-S., J. Selody et C. Wilkins (2009). « Vers une résilience accrue des marchés de financement essentiels », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 49-55.
- García, A., et A. Prokopiw (2009). *Measures of Aggregate Credit Conditions and Their Potential Use by Central Banks*, document d'analyse n° 2009-12, Banque du Canada.
- Gorton, G. B., et A. Metrick (2009). *Haircuts*, document de travail n° 15273, National Bureau of Economic Research.
- Harvey, N., et M. Merkowsky (2008). « Le rôle des notations de crédit dans la gestion du risque de crédit inhérent aux opérations de trésorerie de l'État », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 65-70.
- Hendry, S., S. Lavoie et C. Wilkins (2010). « Produits titrisés, communication d'informations et réduction du risque systémique », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 55-64.
- Kamhi, N. (2009). « La procyclicité et les marges prescrites », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 61-63.

Ouvrages et articles cités (suite)

- Kiff, J. (2010). « Reducing Role of Credit Ratings Would Aid Markets », *IMF Survey Magazine*, septembre.
- Krishnamurthy, A. (2010). « How Debt Markets Have Malfunctioned in the Crisis », *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 24, n° 1, p. 3-28.
- Lavoie, S., A. Sebastian et V. Traclet (2011). « Les leçons tirées du recours aux mécanismes exceptionnels d'octroi de liquidités des banques centrales », *Revue de la Banque du Canada*, présente livraison, p. 29-40.
- Paligorova, T. (2009). « Les conflits de type mandant-mandataire dans le processus de titrisation », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 35-51.
- Selody, J., et C. Wilkins (2010). « Aléa moral et politiques relatives à l'octroi exceptionnel de liquidités par la Banque du Canada », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 35-38.
- Selody, J., et E. Woodman (2009). « La réforme de la titrisation », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 57-62.
- Zorn, L., C. Wilkins et W. Engert (2009). « Mesures de soutien à la liquidité mises en œuvre par la Banque du Canada en réaction à la tourmente financière », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 3-24.