

# Les obligations sécurisées comme source de financement des portefeuilles de prêts hypothécaires des banques

---

*Toni Ahnert*

- En 2017, les obligations sécurisées finançaient seulement environ 3 % des actifs des grandes banques et 9 % des prêts hypothécaires au Canada, les banques préférant se tourner essentiellement vers des solutions de financement hypothécaire garanties par l'État, relativement moins coûteuses.
- Une part croissante des prêts hypothécaires sont non assurés et non admissibles au financement garanti par l'État, de sorte que des sources de financement de rechange deviennent nécessaires. Les obligations sécurisées peuvent répondre en partie à ce besoin, et aider à créer une combinaison diversifiée et stable de sources de financement pour les prêts hypothécaires.
- Les exigences de surdimensionnement et le remplacement dynamique du panier de sûretés peuvent accroître les risques auxquels s'exposent les créanciers ordinaires. Cette situation pourrait rendre une banque plus fragile en cas de chocs défavorables et se répercuter sur d'autres parties du système financier.
- Plusieurs instruments réglementaires peuvent aider à équilibrer les coûts et les avantages des obligations sécurisées. Ces instruments comprennent le simple plafonnement des émissions, les rajustements des primes d'assurance-dépôts et d'autres types de réglementation prudentielle.

## Introduction

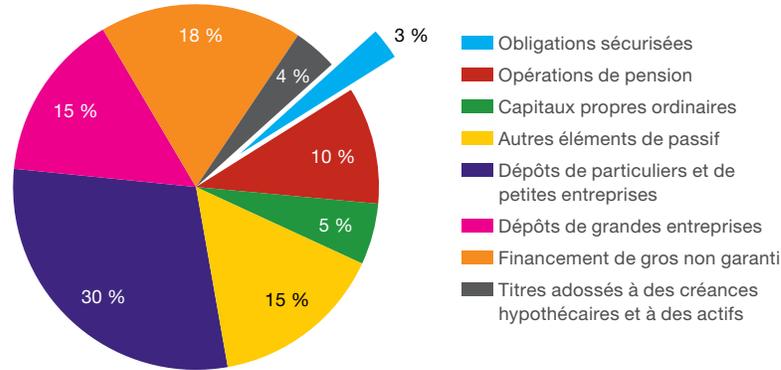
Pour financer les prêts hypothécaires et d'autres activités commerciales, les banques font des choix qui peuvent influencer fortement sur l'efficacité avec laquelle elles offrent des services bancaires et gèrent les risques pour elles-mêmes et pour le système financier. Les banques canadiennes utilisent généralement une vaste gamme de sources de financement, notamment les capitaux propres, les dépôts et les instruments de financement de gros (graphique 1)<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Voir Truno et autres (2017) pour une analyse plus approfondie du financement des banques canadiennes.

**Graphique 1 : Les obligations sécurisées forment une mince part du financement des six grandes banques**

Financement total de 6097 milliards \$ CA



Nota : Les six grandes banques canadiennes sont la Banque Royale du Canada, la Banque Toronto-Dominion, la Banque de Nouvelle-Écosse, la Banque de Montréal, la Banque Canadienne Impériale de Commerce et la Banque Nationale du Canada.

Source : relevés réglementaires soumis par les banques canadiennes Dernière observation : décembre 2017

Les sources de financement sont assorties de diverses échéances, et vont des instruments du marché monétaire et dépôts à court terme aux titres à plus long terme, y compris les obligations sécurisées et les obligations non garanties à cinq et à dix ans. Il est important que l'échéance des instruments de financement corresponde à l'échéance des actifs qu'ils financent pour réduire au minimum les risques de liquidité et de taux d'intérêt associés à la transformation des échéances. Environ la moitié des prêts hypothécaires canadiens ont des échéances de trois à cinq ans, ce qui crée une demande d'instruments de financement assortis d'échéances semblables.

Certaines sources de financement à long terme, notamment les obligations sécurisées, sont garanties, c'est-à-dire adossées à des sûretés particulières. D'autres instruments ne le sont pas, et reposent seulement sur la solvabilité générale de l'émetteur. Le choix entre les sources de financement garanties et non garanties implique des compromis de la part des banques. Le financement garanti est généralement plus sûr pour l'investisseur, et l'émetteur peut donc l'obtenir à moindre coût. Cependant, cette caractéristique a pour effet de concentrer davantage les risques de la banque sur les porteurs de titres d'investissement non garantis. Par exemple, ces investisseurs pourraient obtenir des taux de recouvrement inférieurs en cas de défaut de la banque, certains actifs étant réservés pour ceux qui ont investi dans des titres garantis. Par conséquent, les coûts du financement non garanti peuvent s'accroître, et la banque peut aussi devenir plus sensible aux chocs défavorables. La concentration accrue du risque sur les porteurs de titres d'investissement non garantis augmente la probabilité, par exemple, que ces investisseurs retirent leurs fonds en cas de divulgation de renseignements défavorables sur la valeur des actifs de la banque. Une banque dont le montant du financement garanti est important peut donc être exposée à une probabilité supérieure de retraits massifs de fonds non garantis.

Les banques doivent être conscientes de cette fragilité potentielle et l'intégrer dans leur prise de décisions en optant pour un montant modéré de financement garanti qui convient au degré de risque de leurs actifs.

Toutefois, la fragilité peut également avoir des retombées défavorables sur d'autres parties du système financier. La réglementation et les politiques sont donc indispensables pour équilibrer les coûts et les avantages que le choix des sources de financement a pour l'ensemble du système financier.

Au Canada, les banques comptent sur le financement fourni par les titres hypothécaires émis en vertu de la *Loi nationale sur l'habitation* (titres hypothécaires LNH), qui est garanti par le gouvernement fédéral, afin d'offrir du financement à terme à faible coût pour les prêts hypothécaires assurés. Cependant, en resserrant les règles de l'assurance hypothécaire, le gouvernement a accentué le recours aux prêts hypothécaires non assurés, lesquels ne peuvent être financés par les titres hypothécaires LNH. Il faut donc examiner d'autres solutions pour financer les prêts hypothécaires non assurés, non garantis par l'État. Mordel et Stephens (2015) analysent d'autres sources de financement garanti pour les prêts hypothécaires non assurés, y compris la titrisation privée.

Les obligations sécurisées constituent une autre solution à faible coût permettant de répondre à la demande de financement de prêts hypothécaires non garanti par l'État. Du point de vue de la stabilité financière, elles procurent un financement stable dont les échéances correspondent à celles du crédit hypothécaire accordé au Canada. Par contre, un recours excessif aux obligations sécurisées pourrait créer de la fragilité en augmentant les risques qui pèsent sur les porteurs de titres d'investissement non garantis.

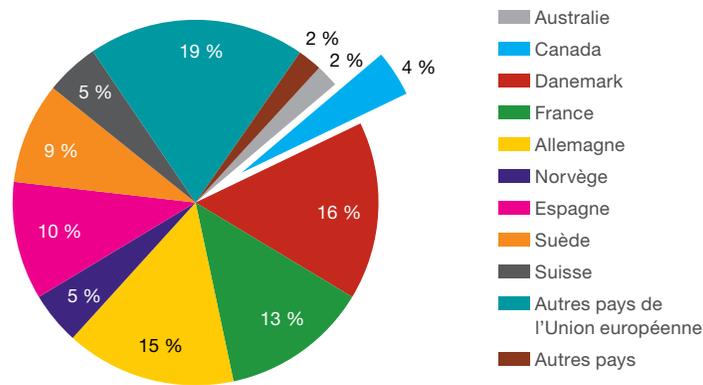
Les origines et la mécanique des obligations sécurisées sont analysées dans la prochaine section. De l'information sur les caractéristiques des marchés canadien et mondial des obligations sécurisées suit. Puis est présenté un cadre d'analyse des coûts et des avantages des obligations sécurisées, fondé sur la recherche d'Ahnert et autres (2017). Enfin, divers instruments réglementaires permettant d'équilibrer ces facteurs sont examinés.

## Que sont les obligations sécurisées et comment fonctionnent-elles?

Les obligations sécurisées sont des titres de créance négociables de premier rang émis par les banques. Elles ont vu le jour dans la Prusse du XVIII<sup>e</sup> siècle, après la guerre de Sept Ans (1756-1763), et au Danemark, après l'incendie de Copenhague en 1795. En raison de la dévastation causée par la guerre et la catastrophe naturelle, il était devenu difficile de convaincre les prêteurs que les prêts non garantis nécessaires pour financer la reconstruction seraient remboursés. Des prêts garantis régis par l'État ont alors été proposés pour insuffler la confiance nécessaire à une reprise des activités de prêt.

Au cours des deux derniers siècles, le marché des obligations sécurisées s'est développé au point de devenir une pierre angulaire du financement bancaire en Europe. En Amérique du Nord, toutefois, ce marché a joué un rôle beaucoup plus restreint. Cette situation s'explique en partie par l'existence d'autres sources de financement peu coûteuses pour les portefeuilles de prêts hypothécaires et par l'absence de cadre législatif régissant l'émission d'obligations sécurisées. Cependant, la crise financière mondiale de 2007-2009 a aiguisé l'intérêt porté aux obligations sécurisées, vues alors comme un moyen de relancer le financement hypothécaire (Paulson, 2009; Soros, 2010; Campbell, 2013). L'émission d'obligations sécurisées s'est accrue aux États-Unis et au Canada au cours des dix dernières années, bien que les volumes d'obligations en circulation ne représentent qu'une

**Graphique 2 : À la fin de 2016, le marché mondial des obligations sécurisées totalisait environ 2 500 milliards d'euros, et les émetteurs étaient concentrés en Europe**



Source : Conseil européen des obligations sécurisées

Dernière observation : décembre 2016

petite proportion des volumes mondiaux totaux. L'encours des obligations sécurisées dans le monde atteignait environ 2 500 milliards d'euros à la fin de 2016, l'Europe étant encore à l'origine de la plupart des émissions (graphique 2).

À l'instar d'autres formes de financement garanti, les obligations sécurisées sont adossées à des sûretés, généralement un panier isolé d'actifs de grande qualité. Au Canada et dans d'autres pays, les prêts hypothécaires résidentiels et commerciaux constituent la forme de garantie la plus fréquente. Les détenteurs d'obligations sécurisées sont protégés par le surdimensionnement, qui varie considérablement d'un pays à l'autre. Par exemple, un panier de sûretés composé de prêts hypothécaires résidentiels d'une valeur de 115 dollars est mis de côté pour servir de garantie à une offre d'obligations sécurisées d'une valeur de 100 dollars. Ce panier d'actifs est ensuite cantonné, ou grevé, et se trouve donc à l'abri de la faillite. En cas de faillite, les détenteurs d'obligations sécurisées sont assurés de recouvrer une meilleure valeur, parce qu'ils ont accès en priorité aux actifs du panier de sûretés.

Les obligations sécurisées présentent certaines caractéristiques qui les distinguent des titrisations comme les titres adossés à des prêts hypothécaires résidentiels et les autres formes de titres adossés à des actifs. Premièrement, le panier de sûretés demeure au bilan de la banque émettrice. Deuxièmement, les banques doivent adopter une stratégie de « remplacement dynamique », soit remplacer les actifs non productifs du panier par des actifs productifs de valeur et de qualité équivalentes en vue de maintenir le nantissement nécessaire. Troisièmement, les détenteurs d'obligations sécurisées sont protégés par un « double recours », c'est-à-dire qu'ils ont un recours à l'égard du panier et à l'égard de la banque émettrice en cas de défaut de l'émetteur. Ainsi, si le recours privilégié à l'égard du panier de sûretés est insuffisant, les détenteurs d'obligations sécurisées peuvent réclamer le reliquat à l'émetteur, sur un pied d'égalité avec les créanciers ordinaires.

Un cadre législatif propre aux obligations sécurisées est essentiel à la mise en place d'un marché, étant donné la structure juridique complexe et particulière des droits de recours en la matière (Schwarcz, 2011). Faire valoir ces droits devant un tribunal commercial ordinaire peut se révéler long, coûteux

et incertain. Toutefois, en donnant aux investisseurs une plus grande certitude quant à leurs droits, une législation encadrant expressément les obligations sécurisées favorise généralement l'établissement de marchés privés d'obligations sécurisées. La normalisation qui va de pair avec la législation, laquelle régit les questions comme les critères d'admissibilité des actifs dans le panier de sûretés et le surdimensionnement minimum requis, accroît également les liquidités dans les marchés secondaires.

La législation adoptée dans l'Union européenne dans les années 1990 a incité un ensemble élargi de pays européens, comme la France, le Luxembourg et l'Espagne (Mastroeni, 2001), à émettre des obligations sécurisées. Or, le Canada n'avait pas de cadre officiel jusqu'à ce qu'une loi entre en vigueur en juin 2012 et que la Société canadienne d'hypothèques et de logement établisse des règles définitives en décembre 2012. À l'heure actuelle, sept émetteurs sont inscrits au Canada : les six grandes banques et la Fédération des caisses Desjardins du Québec. L'encadré 1 présente plus en détail le cadre des obligations sécurisées au Canada.

#### Encadré 1

### Le cadre législatif et réglementaire des obligations sécurisées au Canada

Les banques canadiennes émettent des obligations sécurisées depuis 2007. L'encours de ces obligations atteignait plus de 60 milliards de dollars en 2012, année où le gouvernement du Canada a adopté une loi fédérale créée expressément pour les régir<sup>1</sup>. Ce cadre législatif vise à soutenir la stabilité financière en aidant les banques à diversifier leurs sources de financement. Dans le budget fédéral de 2012, le gouvernement a modifié la *Loi nationale sur l'habitation* et conféré à la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL) la responsabilité d'administrer les programmes d'obligations sécurisées au Canada. Ce cadre accorde une protection légale contre la faillite à ceux qui investissent dans des obligations sécurisées et favorise la mise en place de normes appropriées pour la divulgation de l'information, de même que la continuité des paiements (et le remboursement final) des obligations sécurisées émises. Les émetteurs doivent inscrire leurs programmes d'obligations sécurisées sur un registre des obligations sécurisées canadiennes tenu par la SCHL. Les banques ne peuvent émettre d'obligations sécurisées en dehors de ce cadre législatif, et les obligations sécurisées émises dans leurs programmes doivent être notées par au moins deux agences de notation.

Les principales sources d'actifs affectés en garantie d'obligations sécurisées sont les prêts hypothécaires résidentiels canadiens non assurés, c'est-à-dire les prêts hypothécaires accordés pour des propriétés résidentielles au Canada dont le ratio prêt-valeur est de 80 % ou moins au moment de l'octroi. Les programmes d'obligations sécurisées mis sur pied avant l'adoption de la loi comprenaient des prêts hypothécaires assurés. Cependant, afin de réduire le recours à

l'assurance hypothécaire soutenue par l'État et d'améliorer la liquidité des prêts hypothécaires non assurés, ces prêts ne peuvent plus être affectés en garantie d'obligations sécurisées. Le panier de sûretés peut également comprendre des titres du gouvernement du Canada (et des prises en pension de tels titres) comme « actifs de remplacement », pourvu qu'ils ne représentent pas plus de 10 % de la valeur totale des garanties. Le pourcentage de l'actif maximal fixé dans les programmes inscrits actuellement va de 93 à 97 % du total des obligations sécurisées en circulation (ce qui donne un surdimensionnement minimal allant de 103 à 107,5 %). En 2018, la SCHL a institué un surdimensionnement minimal obligatoire, de sorte que la valeur des actifs affectés en garantie dans le panier de sûretés doit désormais représenter en tout temps au moins 103 % de la valeur nominale équivalente en dollars canadiens des obligations sécurisées en circulation. Les émetteurs doivent nommer un surveillant du panier de sûretés, chargé d'assurer l'exactitude de l'information divulguée et le caractère adéquat des tests de couverture par l'actif (surdimensionnement), d'amortissement et d'évaluation (SCHL, 2017).

Outre les exigences du cadre législatif des obligations sécurisées, les émetteurs doivent satisfaire aux exigences de leurs organismes de réglementation prudentielle. Le Bureau du surintendant des institutions financières a imposé un plafond aux obligations sécurisées pouvant être émises par une institution financière sous réglementation fédérale qui correspond à 4 % des actifs totaux de la banque. La Société d'assurance-dépôts du Canada tient également compte du montant d'actifs grevés de chaque banque, lesquels comprennent le panier d'obligations sécurisées, pour déterminer les primes d'assurance-dépôts des banques d'importance systémique intérieure.

1 Gravelle et McGuinness (2008) ont analysé la naissance du marché.

## Le marché canadien des obligations sécurisées dans le contexte mondial

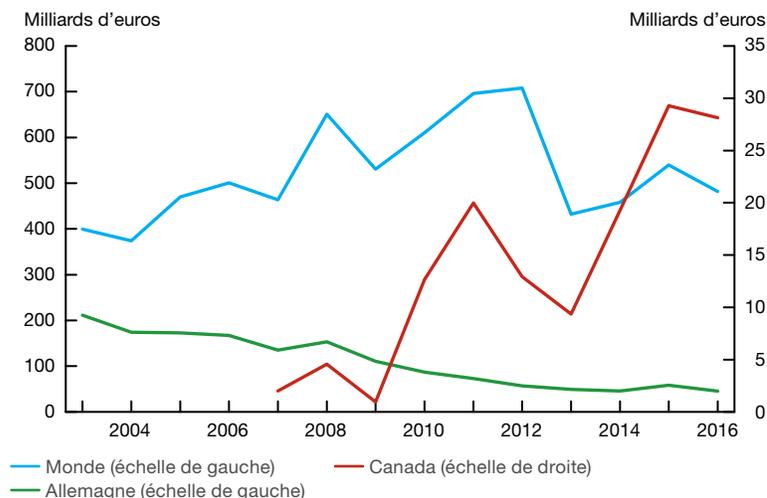
Le recours aux obligations sécurisées a toujours été plus important en Europe continentale; en 2016, les pays de l'Union européenne représentaient environ 83 % des volumes mondiaux d'obligations sécurisées émises et en circulation (**graphique 2**). Les autres grands émetteurs comprennent, en ordre décroissant selon l'encours d'obligations sécurisées, la Suisse, la Norvège, le Canada et l'Australie. Si la plupart des obligations sécurisées sont des titres publics normalisés qui font l'objet de larges émissions (appelés obligations de référence), certains pays, comme l'Allemagne et l'Espagne, font d'importants volumes de placements privés.

Les émissions mondiales d'obligations sécurisées augmentent régulièrement depuis 2003 et sont restées relativement stables tout au long de la crise financière mondiale (Wandschneider, 2014). Elles ont toutefois reculé d'environ 40 % en 2013 – probablement sous l'effet de la réduction du levier d'endettement dans les bilans des banques européennes et des mesures de politique monétaire exceptionnelles de la Banque centrale européenne – et ne sont pas encore revenues à leur sommet de 2012 (**graphique 3**).

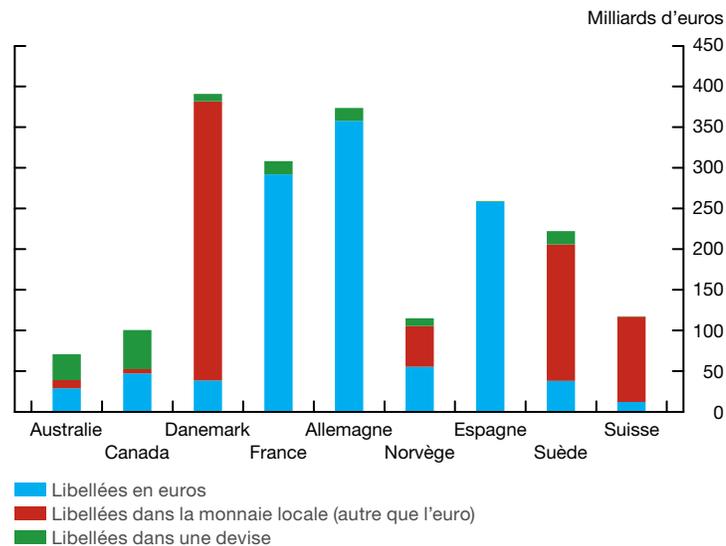
Au Canada, les émissions s'accroissent depuis leur début en 2007. Le bref ralentissement constaté en 2012 et en 2013 coïncide avec la mise en œuvre du nouveau cadre législatif. À la fin de 2017, la valeur des obligations sécurisées en circulation des six grandes banques canadiennes s'élevait à environ 140 milliards de dollars canadiens.

Puisque l'Europe constitue le plus gros marché, il n'est guère étonnant de constater que la plupart des obligations sécurisées émises, même par des pays à l'extérieur de la zone euro, sont libellées en euros (**graphique 4**). Certains pays à l'extérieur de la zone euro font exception et émettent parfois des obligations dans la monnaie locale en raison d'une forte demande intérieure. Au Canada, peu d'obligations sécurisées sont libellées en dollars canadiens, ce qui donne à penser que les marchés intérieurs sont moins liquides. Outre les émissions libellées en euros et en dollars canadiens, les obligations sécurisées canadiennes sont émises surtout en dollars américains et, dans

**Graphique 3 : Les émissions mondiales d'obligations sécurisées ont nettement ralenti en 2013 et n'ont pas encore regagné leur sommet**



**Graphique 4 : La plupart des obligations sécurisées en circulation sont libellées en euros ou dans une monnaie locale autre que l'euro**



Source : Conseil européen des obligations sécurisées

Dernière observation : 2016

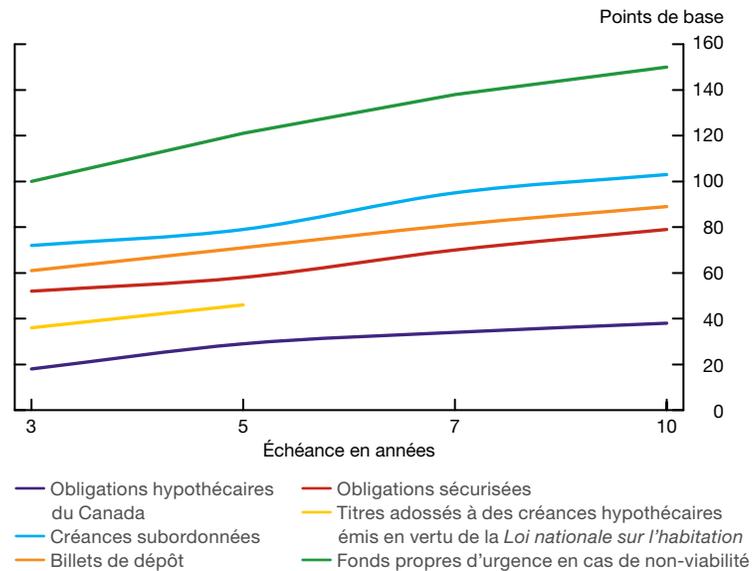
une moindre part, en livres sterling, en dollars australiens et en francs suisses. Émettre des obligations sécurisées en devises témoigne de la profondeur du marché et du bassin d'investisseurs, mais des stratégies de couverture doivent être prévues pour gérer le risque de change.

Les obligations sécurisées canadiennes sont normalement assorties d'échéances allant de trois à sept ans (Poschmann, 2015), ce qui permet aux banques canadiennes de les appairer avec le profil des échéances des prêts hypothécaires à taux fixe. En plus d'avoir un profil de financement stable, les obligations sécurisées s'accompagnent habituellement d'un faible risque et d'une note de crédit élevée, et constituent donc un outil de financement à faible coût. De manière générale, les obligations sécurisées se négocient à un taux proche de celui de l'actif sans risque. Comme l'illustre le **graphique 5**, les coûts de financement indicatifs montrent que les obligations sécurisées sont moins coûteuses que le financement non garanti. Par exemple, en mars 2018, une banque canadienne a émis des obligations sécurisées à cinq ans dont l'écart de taux par rapport aux titres du gouvernement du Canada était d'environ 60 points de base, tandis que les billets de dépôt assortis d'une même échéance se négociaient à un taux dont l'écart se rapprochait davantage de 75 points de base. Cependant, les banques canadiennes disposent d'autres sources de financement à faible coût, comme les titres hypothécaires LNH et les Obligations hypothécaires du Canada, qui se négocient à des écarts de taux beaucoup moins grands que les obligations sécurisées, étant garantis par l'État.

Les obligations sécurisées forment un pourcentage petit, mais croissant du financement hypothécaire des banques canadiennes (**graphique 6**). À la fin de 2017, les obligations sécurisées en circulation émises par les grandes banques canadiennes représentaient de 2,9 à 3,3 % de leurs actifs totaux, ou environ 9 % de l'encours total des prêts hypothécaires. Les banques canadiennes pourraient encore émettre pour plus de 50 milliards de dollars d'obligations sécurisées sans dépasser le plafond de 4 % des actifs totaux, et en émettraient probablement davantage si le plafond réglementaire était relevé. Le montant d'émissions inutilisé s'explique partiellement par le

### Graphique 5 : Les obligations sécurisées offrent une source de financement à faible coût

Écart par rapport à des titres du gouvernement du Canada équivalents

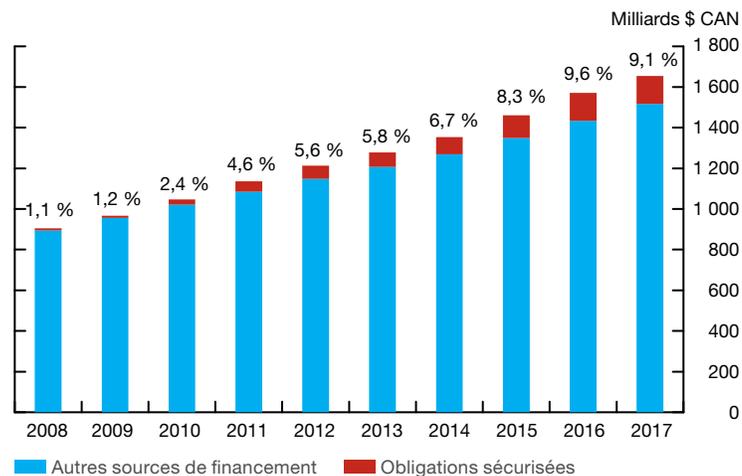


Nota : Les coûts de financement montrés dans le graphique excluent, le cas échéant, les primes d'assurance de portefeuille requises, de même que les frais d'inscription et frais administratifs devant être versés à la Société canadienne d'hypothèques et de logement ou à d'autres parties.

Source : calculs de la Banque du Canada fondés sur les soumissions de prix présentées à titre indicatif par les courtiers en valeurs mobilières Dernière observation : mars 2018

### Graphique 6 : Les obligations sécurisées ont financé environ 9 % du portefeuille de prêts hypothécaires des banques en 2017

Encours total des prêts hypothécaires



Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement, site Web des émetteurs inscrits, relevés réglementaires soumis par les banques canadiennes et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2017

souhait des banques de conserver une marge de manœuvre sous le plafond réglementaire, afin de pouvoir gérer les fluctuations dans les niveaux d'actifs et émettre des obligations sécurisées supplémentaires si les autres sources de financement deviennent plus rares. Si le plafond réglementaire était relevé, les banques pourraient émettre des obligations sécurisées additionnelles tout en conservant une marge de manœuvre souple.

Du côté de la demande, les obligations sécurisées ont une clientèle composée surtout d'investisseurs institutionnels, notamment des caisses de retraite et des gestionnaires d'actifs<sup>2</sup>. Ces investisseurs sont attirés par la note de crédit élevée des titres (triple A, habituellement). Les banques centrales se sont également mises à investir massivement dans les obligations sécurisées lorsque ces actifs ont été désignés comme une des cibles principales de la politique d'assouplissement quantitatif de l'Eurosystème, le Programme d'achat d'obligations sécurisées. L'Autorité bancaire européenne (2016) note que les avoirs des banques centrales en obligations sécurisées de référence libellées en euros sont passés de 9 % des émissions totales en 2009 à plus de 30 % en 2015.

## Les effets de bilan des obligations sécurisées

Pour comprendre les implications des obligations sécurisées, Ahnert et autres (2017) analysent un cadre dans lequel les banques sont financées par des créances garanties de premier rang (comme les obligations sécurisées) et des créances exigibles non adossées à des sûretés (comme les dépôts bancaires). Ce cadre est conçu pour étudier les implications favorables et normatives de l'émission d'obligations sécurisées. Il permet également d'analyser l'incidence des obligations sécurisées sur la fragilité et les prix des créances non garanties.

Le financement au moyen d'obligations sécurisées s'accompagne de deux effets de bilan qui en font ressortir les avantages et les inconvénients pour une banque donnée. Le principal avantage des obligations sécurisées est un **effet direct de financement des banques**, tandis que leur coût principal est un **effet de concentration des risques**.

### Effet direct de financement des banques

Les obligations sécurisées sont attrayantes tant pour les émetteurs que pour les investisseurs parce qu'elles sont relativement sûres, même par comparaison avec d'autres types de créances garanties autrement que par l'État. Étant donné que les actifs demeurent au bilan de l'émetteur, ils sont visés par la réglementation prudentielle standard, y compris les exigences en matière de fonds propres. En outre, le remplacement dynamique et le double recours signifient que tous les actifs de la banque serviront à couvrir les obligations sécurisées dans l'éventualité de pertes sur le panier d'actifs grevés. Ces deux caractéristiques incitent fortement les banques à maîtriser les risques dans leurs portefeuilles d'actifs<sup>3</sup>. Cette situation favorise de robustes pratiques de souscription, ce qui réduit au minimum l'arbitrage réglementaire et permet d'éviter certains écueils du modèle d'octroi puis de cession du crédit, courant dans les titrisations (Acharya, Schnabl et Suarez, 2013).

Ensemble, ces caractéristiques font des obligations sécurisées un actif relativement sûr pour les investisseurs privés. En fait, aucun cas de défaut sur obligations sécurisées n'est survenu au cours des deux cents dernières années, et les paiements versés en retard aux investisseurs se sont faits rares (Mastroeni, 2001; Wandschneider, 2014). Parce qu'elles sont sûres, les obligations sécurisées sont détenues par des investisseurs qui cherchent

---

<sup>2</sup> Certaines observations semblent indiquer que les obligations sécurisées canadiennes, particulièrement celles qui sont libellées en euros, sont attrayantes pour la trésorerie des banques, car elles peuvent être comptabilisées comme des actifs liquides de haute qualité aux fins des exigences réglementaires prudentielles, comme le ratio de liquidité à court terme.

<sup>3</sup> En ce sens, les obligations sécurisées peuvent être plus souhaitables que les titres privés adossés à des prêts hypothécaires résidentiels.

la sécurité, notamment ceux chargés de détenir des actifs de haute qualité et à faible risque (dont les caisses de retraite). Un traitement réglementaire favorable est également réservé aux obligations sécurisées lorsqu'elles sont détenues par d'autres banques, dans le ratio de liquidité à court terme, par exemple<sup>4</sup>.

Étant donné le faible risque, les investisseurs acceptent des taux d'intérêt plus bas pour les obligations sécurisées que pour les créances non garanties, ce qui en fait une source de financement peu coûteuse pour les banques. En outre, la durée des obligations sécurisées peut être appariée aux échéances des prêts hypothécaires canadiens, ce qui accroît directement la stabilité du financement des banques. Ainsi, les banques peuvent se servir des obligations sécurisées pour diversifier et stabiliser leurs sources de financement.

### Effet de concentration des risques

Étant donné que le panier d'actifs auquel sont adossées les obligations sécurisées est reconstitué, les pertes (attribuables, par exemple, aux prêts hypothécaires non productifs) supérieures aux capitaux de la banque sont concentrées chez les porteurs de créances non garanties. Ainsi, plus une banque émet d'obligations sécurisées, plus le degré de risque de ses obligations non garanties est élevé, ce qui a un effet indirect sur le financement de la banque en augmentant le coût du financement non garanti. La banque est également exposée à un risque de refinancement accru, car ses créances non garanties sont en bonne partie à court terme. Recourir davantage au financement reposant sur les obligations sécurisées peut donc exacerber le risque de liquidité des banques et augmenter la probabilité qu'un choc faisant baisser la valeur des actifs vienne menacer leur viabilité. Ce phénomène s'explique essentiellement par le grèvement, qui « réserve » des actifs pour les détenteurs d'obligations sécurisées, de sorte que ces actifs ne peuvent servir à combler les retraits des déposants et autres porteurs de créances non garanties. Le grèvement est aussi amplifié par le surdimensionnement, qui réserve plus d'actifs.

Ahnert et autres (2017) proposent une approche microprudentielle pour analyser l'effet de concentration des risques, à commencer par le fait que les actifs grevés sont également non disponibles pour un fonds d'assurance-dépôts pendant une résolution bancaire<sup>5</sup>. Bien que cette caractéristique protège les porteurs de créances garanties et contribue à la sûreté des obligations sécurisées, elle peut causer des pertes pour le fonds d'assurance-dépôts. Si la prime d'assurance facturée sur les dépôts bancaires ne tient pas pleinement compte du degré auquel leurs actifs sont grevés, les banques seront incitées à compter à outrance sur les obligations sécurisées et accentueront leur fragilité. En fait, les banques peuvent transférer les risques au fonds d'assurance-dépôts, ce qui justifie la réglementation des obligations sécurisées et du grèvement d'actifs.

Dans une perspective systémique macroprudentielle, la fragilisation des banques peut avoir des incidences sur la stabilité financière qui ne sont pas nécessairement prises en considération totalement dans les choix

---

<sup>4</sup> Le ratio de liquidité à court terme oblige les banques à disposer d'actifs liquides de haute qualité suffisants pour couvrir leurs besoins de liquidité pendant 30 jours dans l'hypothèse d'une crise. Selon ces règles, des restrictions plus souples et une décote moins élevée s'appliquent aux obligations sécurisées bien notées, comparativement à d'autres types de titres adossés à des actifs. Voir Gomes et Wilkins (2013).

<sup>5</sup> Bien sûr, lorsque les porteurs de créances garanties sont payés, les produits résiduels issus du panier d'actifs peuvent servir à payer les créanciers ordinaires et à approvisionner le fonds d'assurance-dépôts.

privés que font les banques. Premièrement, l'émission accrue d'obligations sécurisées exacerbe les difficultés qu'une banque doit surmonter lorsque les déposants font des retraits rapides ou que les créanciers ordinaires ne renouvellent pas leurs titres de créance. La vente en catastrophe des actifs qui en résulte peut réduire les valeurs de liquidation d'actifs similaires détenus par d'autres banques, ce qui crée un risque systémique. Deuxièmement, le coût du recouvrement d'actifs grevés pour les porteurs de créances garanties peut dépendre du nombre de défaillances bancaires (parce que les tribunaux ont une capacité limitée de traiter des cas, par exemple). Les banques ne tiennent peut-être pas pleinement compte de ces facteurs quand elles choisissent le montant d'obligations sécurisées à émettre. La réglementation macroprudentielle de l'émission d'obligations sécurisées peut donc améliorer les résultats pour le système financier dans son ensemble.

## Instruments réglementaires

S'intéressant aux conséquences du grèvement d'actifs inscrits aux bilans des banques pour la stabilité financière, Ahnert et autres (2017) montrent que plusieurs instruments de politique peuvent limiter la fragilité des banques et les charges excessives grevant les actifs. Les instruments qui suivent, notamment, pourraient se révéler efficaces<sup>6</sup> :

- (i) fixation de limites sur l'émission d'obligations sécurisées ou sur le panier d'actifs auquel sont adossées les obligations sécurisées;
- (ii) établissement d'exigences minimales de fonds propres en fonction de l'émission d'obligations sécurisées;
- (iii) imposition de frais supplémentaires pour le financement par obligations sécurisées versés, par exemple, au fonds d'assurance-dépôts.

Les décideurs portent attention à la hausse des charges grevant les actifs inscrits au bilan des banques, qui peut amplifier la fragilité du système financier (Haldane, 2012; CSFM, 2013). En raison des préoccupations soulevées par le grèvement excessif des actifs, de nombreux pays appliquent des restrictions explicites au moyen de limites concernant 1) les actifs qui peuvent être donnés en nantissement au moment de l'émission de créances garanties ou 2) l'émission d'obligations. L'angle d'approche diffère d'un pays à l'autre, en partie parce que les règles régissant les obligations sécurisées doivent tenir compte des effets de financement et de concentration des risques dans une gamme d'instruments de financement. Par exemple, le grèvement d'actifs peut venir des opérations de pension et des dérivés, et aussi des obligations sécurisées et des titrisations. En outre, d'autres types de règles, comme la préférence pour les déposants en cas de faillite, peuvent influencer sur le degré de concentration des risques. Le **tableau 1** résume certaines mesures réglementaires existantes qui visent à limiter le grèvement d'actifs.

En Italie, le plafonnement du niveau des actifs grevés dépend du ratio de fonds propres de la banque (fonds propres de catégorie 1 sous forme d'actions ordinaires), des limites plus strictes étant imposées aux banques moins capitalisées. Selon Ahnert et autres (2017), si cette approche peut

<sup>6</sup> Bien que ces limites soient exprimées sous l'angle de l'émission d'obligations sécurisées, elles pourraient aussi s'appliquer à d'autres formes de grèvement d'actifs. La ligne directrice B-11 (Bureau du surintendant des institutions financières) décrit les facteurs qui doivent être pris en compte par le conseil d'administration d'une banque pour l'établissement des politiques sur le nantissement. Le nantissement s'entend de la façon dont les banques désignent des titres dans des comptes distincts pour servir de sûretés ou de garanties.

**Tableau 1 : Limites réglementaires prudentielles à l'émission d'obligations sécurisées dans certains pays sélectionnés**

Pays	Politique
<b>Australie</b>	La valeur du panier d'actifs ne doit pas dépasser 8 % de la valeur des actifs nationaux.
<b>Canada</b>	Les obligations sécurisées en circulation ne doivent pas dépasser 4 % des actifs totaux.
<b>Italie</b>	La limite dépend du ratio de fonds propres réglementaire.
<b>Pays-Bas</b>	La De Nederlandsche Bank établit la limite au cas par cas pour maintenir un « sain » ratio.
<b>Nouvelle-Zélande</b>	La valeur du panier d'actifs ne doit pas dépasser 10 % de la valeur des actifs totaux.
<b>Royaume-Uni</b>	La Financial Conduct Authority établit la limite au cas par cas.
<b>Danemark, France, Allemagne, Norvège, Espagne, Suède et Suisse</b> : Aucune limite particulière	

Sources : Poschmann (2015) et organismes de réglementation nationaux

aider à ce que les banques disposant d'un faible capital soient moins incitées à grever des actifs à outrance, les banques fortement capitalisées ne seront pas moins portées à le faire. Par conséquent, la réglementation devrait viser l'émission d'obligations sécurisées par toutes les banques, quel que soit leur niveau de capitalisation.

Le niveau absolu du plafond applicable aux actifs grevés varie selon le pays. Aux Pays-Bas et au Royaume-Uni, le plafond est établi au cas par cas pour chacune des banques, compte tenu de la situation financière et du risque de solvabilité de la banque émettrice, de son profil de risque et du degré de risque des actifs (De Nederlandsche Bank, 2015). Ahnert et autres (2017) indiquent que le niveau d'émission d'obligations sécurisées socialement optimal dépend tant de facteurs globaux (comme le montant que les banques peuvent obtenir si elles ont besoin de liquider rapidement des actifs et le coût de recouvrement des actifs grevés en cas de faillite) que de facteurs propres à la banque (le ratio de fonds propres et la répartition des pertes sur prêts inscrites à son bilan). Il semble donc que le plafond devrait être adapté dans une certaine mesure à la situation individuelle de la banque. En particulier, la banque émettra davantage d'obligations sécurisées dans les conditions suivantes : la banque a accès à des possibilités de prêts plus rentables, le rendement devant être offert aux investisseurs est faible, les réductions de valeur dans son portefeuille de prêts sont peu nombreuses, les coûts de recouvrement des actifs grevés sont bas, les valeurs de liquidation des investissements sont élevées et ses réserves de liquidités sont importantes.

Fait intéressant, le relèvement du ratio de fonds propres a un effet ambigu sur l'émission d'obligations sécurisées. La capacité additionnelle d'absorption des pertes permet à la banque de résister à une fragilité accrue, facteur qui l'incite à émettre plus d'obligations sécurisées. La banque a cependant de plus grands intérêts en jeu en raison du relèvement des niveaux de fonds propres, ce qui avivera son désir de limiter sa fragilité et la dissuadera d'émettre des obligations sécurisées.

Relever le plafond des émissions peut également aider les banques de petite taille à élaborer leur propre programme d'obligations sécurisées et à diversifier leurs sources de financement (voir la section « Autres vulnérabilités » dans la présente livraison). La taille minimale d'un programme d'obligations sécurisées viable est d'environ 2 milliards de dollars, ce qui pourrait

dépasser le plafond de 4 % des actifs totaux de certaines petites banques. Le relèvement du plafond permettrait peut-être à certaines de ces banques de participer. Dans certains cas, des mesures qui réduiraient la taille minimale d'un programme d'obligations sécurisées viable pourraient aussi se révéler utiles.

Enfin, certains organismes canadiens de réglementation du secteur financier modulent également les prix en fonction de l'effet de concentration des risques des obligations sécurisées (comme le fait une taxe pigouvienne). Les primes d'assurance-dépôts perçues par la Société d'assurance-dépôts du Canada auprès des banques d'importance systémique intérieure tiennent compte de la mesure dans laquelle les actifs inscrits au bilan sont grevés. En fait, 5 % de la note servant à calculer la prime est déterminée en fonction des actifs grevés<sup>7</sup>. Comme nous l'avons vu ci-dessus, Ahnert et autres (2017) proposent que les actifs grevés soient pris en considération quelle que soit la taille de la banque, et pas seulement dans le cas des banques d'importance systémique. Toutefois, étant donné que, pour l'instant au Canada, seules les grandes banques émettent des obligations sécurisées, ce point n'est pas préoccupant dans l'immédiat. Pour influencer sur les résultats des banques, un calcul approprié des primes d'assurance-dépôts doit accorder un poids suffisant à l'émission d'obligations sécurisées, mais sans négliger le fait que de tels frais supplémentaires servent de complément aux limites imposées actuellement sur l'émission d'obligations sécurisées par la réglementation microprudentielle.

## Conclusion

Les obligations sécurisées constituent une source de financement stable et à faible coût pour les banques. Contrairement à la situation observée en Europe, où les marchés des obligations sécurisées sont bien développés, à peine 9 % environ du financement des prêts hypothécaires au Canada provient à l'heure actuelle des obligations sécurisées. Étant donné que le financement garanti par l'État est de moins en moins disponible, l'émission accrue d'obligations sécurisées pourrait aider à fournir un financement stable et diversifié pour les prêts hypothécaires canadiens.

Pour que les obligations sécurisées occupent une plus grande place dans le financement des banques<sup>8</sup>, il faut relever la limite prudentielle applicable à leur émission. Cependant, les limites prudentielles et les frais d'assurance-dépôts sont aussi importants pour équilibrer les coûts et les avantages des obligations sécurisées. Ces coûts comprennent les effets sur le degré de risque des banques individuelles et sur les externalités qui se créent lorsque la fragilité des banques accentue le risque pour le système financier.

---

<sup>7</sup> La Société d'assurance-dépôts du Canada utilise une fonction de notation discontinue pour établir le niveau de la prime d'assurance de chaque banque. Pour les banques ayant une note supérieure à 80, la prime est de 7,5 points de base des dépôts assurés, alors qu'une prime de 33 points de base est requise dans le cas des banques dont la note est inférieure à 50.

<sup>8</sup> Rudin (2018) analyse le cadre des obligations sécurisées du Canada.

## Bibliographie

- Acharya, V., P. Schnabl et G. Suarez (2013). « Securitization Without Risk Transfer », *Journal of Financial Economics*, vol. 107, n° 3, p. 515-536.
- Ahnert, T., K. Anand, P. Gai et J. Chapman (2017). *Asset Encumbrance, Bank Funding and Fragility*, document de travail n° 52, Comité européen du risque systémique.
- Autorité bancaire européenne (2016). « EBA Report on Covered Bonds: Recommendations on Harmonisation of Covered Bond Frameworks in the EU », n° EBA-Op-2016-23.
- Campbell, J. Y. (2013). « Mortgage Market Design », *Review of Finance*, vol. 17, n° 1, p. 1-33.
- Comité sur le système financier mondial (CSFM) (2013). *Asset Encumbrance, Financial Reform and the Demand for Collateral Assets*, coll. « CGFS Papers », n° 49.
- De Nederlandsche Bank (2015). *Testing of a Healthy Ratio of Covered Bonds to Disposable Assets*. Internet : <http://www.toezicht.dnb.nl/en/3/51-203144.jsp>.
- Gomes, T., et C. Wilkins (2013). « Le point sur les normes de liquidité de Bâle III », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 41-48.
- Gravelle, T., et K. McGuinness (2008). « Dossier : L'émission d'obligations sécurisées », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 37-42.
- Haldane, A. (2012). *Financial Arms Races*, discours prononcé à l'Institute for New Economic Thinking, Berlin, 14 avril.
- Mastroeni, O. (2001). « Pfandbrief-Style Products in Europe », *The Changing Shape of Fixed Income Markets: A Collection of Studies by Central Bank Economists*, Banque des règlements internationaux, coll. « BIS Papers », n° 5, p. 44-66.
- Mordel, A. et N. Stephens (2015). « Une analyse de la titrisation des prêts hypothécaires à l'habitation au Canada », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 43-53.
- Paulson, H. (2009). *Statement on Covered Bond Best Practices*, déclaration, Trésor américain, 28 juillet.
- Poschmann, F. (2015). *How to Make the World Safe for (and from) Covered Bond*, Institut C.D. Howe.
- Rudin, J. (2018). *Obligations sécurisées au Canada : le rôle du BSIF à l'appui de l'intégrité du cadre*, communication de Jeremy Rudin, surintendant, au Conseil européen des obligations sécurisées, Vancouver (Colombie-Britannique), 18 avril.

Schwarcz, S. L. (2011). « The Conundrum of Covered Bonds », *Business Lawyer*, vol. 66, n° 3, p. 561-586.

Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL) (2017). *Guide des programmes inscrits canadiens d'obligations sécurisées*.

Soros, G. (2010). *Reforming a Broken Mortgage System*. Internet : [www.politico.com](http://www.politico.com).

Truno, M., A. Stolyarov, D. Auger et M. Assaf (2017). « Le financement de gros des six grandes banques canadiennes », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 50-66.

Wandschneider, K. (2014). « Lending to Lemons: Landschaft Credit in Eighteenth-Century Prussia », *Housing and Mortgage Markets in Historical Perspective*, sous la direction de E. N. White, K. Snowden et P. Fishback, Chicago (Illinois), University of Chicago Press, chap. 9, p. 305-325.