

Évolution

récente et

tendances

Nota

Sauf indication contraire, les données utilisées dans le présent document sont celles qui étaient disponibles au **26 novembre 2004**.

L'expression « grandes banques » désigne au Canada les six banques commerciales qui, par la taille de leur actif, se classent au premier rang au pays : la Banque Canadienne Impériale de Commerce, la Banque de Montréal, la Banque Nationale du Canada, la Banque Scotia, le Groupe Financier Banque TD et le Groupe Financier RBC.

La promotion de l'efficience et de la stabilité du système financier

Le système financier canadien se compose des marchés financiers, des institutions financières et des systèmes de compensation et de règlement. On dit d'un système financier qu'il fonctionne bien lorsque : i) les agents qui y évoluent acquièrent l'information dont ils ont besoin pour affecter les capitaux aux projets d'investissement les plus productifs; ii) le risque y est géré de telle sorte qu'il soit assumé par ceux qui sont le plus disposés à l'assumer. Le système financier contribue au bien-être social et à la croissance économique du fait qu'il améliore l'allocation des ressources et réduit la volatilité de la consommation et de l'investissement. Un système financier efficient est également en mesure de mieux protéger l'économie réelle contre les chocs défavorables, ce qui rend l'expansion de l'activité moins volatile.

Les frictions au sein du système financier peuvent nuire à l'allocation efficiente des capitaux, augmenter la sensibilité de l'économie aux perturbations (c'est-à-dire son instabilité) et avoir une incidence considérable sur le bien-être (Haldane et coll., 2004). De nombreuses raisons peuvent expliquer l'apparition d'inefficiences financières (voir Bauer, 2004, pour une typologie de l'efficience des marchés).

Des asymétries d'information peuvent se manifester du côté tant des marchés financiers que des institutions financières, car les emprunteurs sont généralement mieux informés que les prêteurs de la valeur potentielle et du niveau de risque des projets d'investissement pour lesquels ils demandent des fonds. Ces asymétries sont amplifiées par des facteurs tels que la piètre qualité de l'information financière et la mauvaise gouvernance. Les inefficiences opérationnelles, qui ont pour effet de renchérir les transactions financières, peuvent tenir au manque de concurrence entre les fournisseurs de services financiers, aux exigences réglementaires ou aux lacunes de l'infrastructure juridique (p. ex., l'application déficiente des règles, des règlements et des contrats régissant le système financier). Des cas comme celui d'Enron constituent des exemples réels extrêmes de ce type d'inefficience. Des résultats empiriques donnent à penser que ces frictions sont importantes d'un point de vue macroéconomique, puisque les pays qui en présentent peu (p. ex., droit des contrats plus rigoureux, meilleur respect de la loi et plus grande transparence de la part des entreprises) ont tendance à afficher une croissance économique plus forte et une volatilité moins marquée de la production (Dolar et Meh, 2002; La Porta et coll., 1997; Cooley, Marimon et Quadrini, 2004).

La réduction des inefficiences financières peut, en principe, améliorer l'allocation des ressources ainsi qu'aider l'économie et le système financier à mieux absorber les chocs. Les mesures de politique publique visant à augmenter la qualité de l'information financière (p. ex., le resserrement des normes comptables, des normes de présentation et de la gouvernance), de même que la force exécutoire des règles, des règlements et des contrats régissant le système financier, sont susceptibles de favoriser à la fois l'efficience et la stabilité du système financier. Un suivi et une analyse approfondis sont toutefois nécessaires pour que l'on puisse évaluer l'avantage net ultime d'une politique touchant le système financier. En particulier, il convient de vérifier si les politiques publiques atteignent bel et bien de manière efficiente l'objectif établi.

Vue d'ensemble

La présente section de la Revue du système financier porte sur la récente tenue du système financier canadien et sur les facteurs, tant nationaux qu'internationaux, qui l'influencent. Les questions connexes d'intérêt particulier sont abordées à la rubrique intitulée Principaux enjeux.

Points saillants

- Le dynamisme continu de l'économie mondiale a permis de réduire les vulnérabilités du système financier au Canada et à l'étranger.
- La hausse des prix du pétrole soulève cependant des inquiétudes quant à la vigueur future de la croissance dans le monde.
- Le système financier international semble bien placé pour absorber les majorations de taux d'intérêt que plusieurs pays, dont le Canada, devraient connaître au fil du temps.
- De façon générale, la tenue du système financier canadien s'est améliorée depuis la publication de la *Revue du système financier* de juin 2004, et la majorité des risques sont demeurés inchangés.
- Dans l'ensemble, les bilans des sociétés non financières du pays se sont également améliorés au cours des trois premiers trimestres de 2004, malgré l'appréciation du dollar canadien. La plupart des secteurs ont enregistré des hausses considérables de leurs bénéfices, notamment en raison du renforcement de la demande mondiale.
- Diverses mesures ont été prises au Canada, ces dernières années, en vue d'accroître la confiance des investisseurs dans les marchés de capitaux du pays. On en trouvera un aperçu dans la présente livraison.

L'économie mondiale a connu une expansion vigoureuse en 2004. Dans un tel contexte, les efforts déployés par les sociétés et les institutions financières en vue de restructurer leurs bilans ont eu pour effet de renforcer la stabilité du système financier international.

On s'attend à ce que la croissance à l'échelle mondiale ralentisse un peu en 2005, notamment en raison du renchérissement du pétrole. Les taux directeurs devraient néanmoins augmenter dans un certain nombre de pays, à mesure que les banques centrales continueront d'atténuer la forte détente monétaire en place depuis quelques années.

Le haut niveau d'endettement de certains emprunteurs (ménages, entreprises et certains émetteurs souverains des pays à marché émergent) persiste. Cette situation, combinée aux perspectives de nouvelles majorations des taux directeurs, comporte des risques pour le système financier mondial. En général, toutefois, les emprunteurs semblent en bonne posture pour faire face à une montée des coûts d'emprunt.

Dans la plupart des pays industriels, en effet, les sociétés et les institutions financières ont redressé leurs bilans. En outre, il faut voir dans le relèvement des taux d'intérêt une étape normale du retour cyclique des économies à leur pleine capacité de production. Par conséquent, la hausse du loyer de l'argent ne devrait pas avoir d'effet négatif sur le système financier mondial.

Au Canada, la solidité des institutions financières est liée à celle des bilans des sociétés non financières et des ménages. Les crédits aux entreprises et aux ménages représentent grosso modo 30 % et 70 %, respectivement, du portefeuille de créances des institutions financières. On trouvera, dans la présente livraison de la *Revue*, une évaluation de l'incidence que pourrait avoir l'évolution des conditions des marchés financiers sur ces deux groupes.

En ce qui concerne les sociétés, on observe que, depuis la fin des années 1980, le redressement des conditions macroéconomiques et des bilans — auquel s'ajoutent les innovations financières et les modifications apportées à la structure des échéances de la dette des entreprises — a rendu ces dernières moins vulnérables aux fluctuations cycliques des

taux d'intérêt. De leur côté, les banques canadiennes ont diminué leurs très gros prêts aux sociétés.

Les sociétés non financières ont poursuivi l'assainissement de leurs bilans aux trois premiers trimestres de 2004. Malgré l'appréciation qu'a connue le dollar canadien depuis le début de 2003, la plupart des secteurs fortement tributaires du commerce international ont vu leurs bénéfices progresser considérablement durant cette période. L'essor des prix des matières premières a fait augmenter les profits des secteurs producteurs et baisser ceux de certains secteurs utilisateurs. On s'attend toutefois à ce que les gains que le huard a continué d'enregistrer ces derniers mois exercent des pressions supplémentaires sur des secteurs et des entreprises largement ouverts aux échanges internationaux. Globalement, on considère que les sociétés non financières ne présentent qu'un faible risque pour le système financier.

Le niveau d'endettement des ménages canadiens n'a cessé de croître, si bien qu'il atteint maintenant un sommet sans précédent. On trouvera, dans les pages qui suivent, une analyse de la capacité des ménages d'assurer le service de leurs dettes dans l'éventualité d'une hausse cyclique des taux d'intérêt ou encore d'un recul des prix des maisons. Il ressort de cet examen : i) que la première éventualité ne devrait pas avoir beaucoup d'effet sur la qualité du crédit des ménages; et ii) qu'il est peu probable que la tendance des prix des maisons connaisse un renversement marqué sur les grands marchés canadiens.

Les institutions financières au pays affichent de solides bilans. Tout au long des trois premiers trimestres de 2004, les grandes banques ont déclaré des bénéfices substantiels, fruits d'une stratégie de diversification de leurs activités. Le niveau des fonds propres des banques canadiennes demeure également largement supérieur aux exigences minimales. Les autres institutions financières ont elles aussi enregistré de bons résultats. De façon générale, la tenue du système financier du pays n'a cessé de s'améliorer depuis le printemps 2004.

D'importantes mesures en matière de réglementation ont été prises au Canada, ces dernières années, en vue d'accroître la confiance des investisseurs dans les marchés de capitaux du pays. Ces mesures ont été adoptées par divers organismes de réglementation, administrations publiques et acteurs des marchés financiers. On en trouvera un aperçu dans la présente *Revue*.

L'état du système financier national et international s'est amélioré depuis juin dernier, mais certains risques continuent de planer sur le système financier mondial. Même si l'évolution récente

des écarts de rendement des titres de dette des pays à marché émergent reflète la diminution des inquiétudes d'ordre macroprudentiel et que, par conséquent, ces écarts restent faibles, il subsiste un risque qu'ils bondissent si les attentes relatives aux taux directeurs sont brusquement révisées à la hausse. Une telle éventualité demeure néanmoins peu probable.

En outre, l'économie mondiale demeure confrontée à plusieurs risques, dont l'ajustement aux lourds déficits commercial et budgétaire des États-Unis. Le nouvel accès de faiblesse générale que le dollar américain a connu dernièrement semble traduire les préoccupations entourant ces déficits. La situation géopolitique ainsi que le niveau élevé et la volatilité des cours du pétrole brut sont également source d'incertitude.

Graphique 1
Ratio emprunts / capitaux propres des sociétés non financières canadiennes



Principaux enjeux

La présente section examine trois questions : l'incidence potentielle d'une hausse des taux d'intérêt sur les bilans des sociétés canadiennes, la situation financière du secteur canadien des ménages et les initiatives visant à stimuler la confiance des investisseurs à l'égard des marchés de capitaux du Canada.

Incidence potentielle d'une hausse des taux d'intérêt sur les bilans des sociétés canadiennes

La santé des sociétés non financières canadiennes revêt de l'importance pour le secteur bancaire. De fait, même si l'exposition des banques du pays au secteur des sociétés a diminué, les crédits octroyés aux entreprises représentent encore quelque 30 % des portefeuilles de créances bancaires. Dans le passé, les périodes de ralentissement économique ou de forte augmentation des taux d'intérêt ont valu aux institutions financières canadiennes de lourdes pertes sur les prêts accordés aux sociétés. Par conséquent, il est utile d'évaluer quels effets la réduction du degré de détente monétaire au cours du cycle actuel pourrait avoir sur le secteur des sociétés.

La présente section examine d'abord les changements survenus dans les bilans des sociétés non financières par suite du resserrement de la politique monétaire à la fin des années 1980. Puis elle passe en revue les tendances et les facteurs qui ont influé sur les bilans des sociétés durant la période subséquente. Enfin, elle renferme une évaluation de l'incidence potentielle d'un relèvement des taux d'intérêt sur le secteur canadien des sociétés non financières.

Il est à noter que cette analyse se fonde sur des indicateurs globaux de la situation financière des sociétés non financières. Bien que ce genre d'examen fournisse des renseignements utiles, il ne tient pas compte des implications importantes que pourraient avoir les conditions variables auxquelles sont confrontés les différents secteurs industriels et les entreprises¹.

Resserrement de la politique monétaire à la fin des années 1980

À la fin des années 1980, tant les conditions macroéconomiques que la solidité des bilans des sociétés étaient très différentes de ce qu'elles sont aujourd'hui. En particulier, les sociétés étaient beaucoup plus endettées (Graphique 1). En outre,

1. Voir la section « Les secteurs industriels » à la page 24.

depuis quelques années, les portefeuilles de créances des banques canadiennes sur les entreprises comptent moins de très gros prêts. On se rappellera également que, durant la deuxième moitié des années 1980, les attentes d'une inflation modérée étaient bien enracinées. Pour maîtriser l'inflation, les autorités ont dû resserrer fortement la politique monétaire, de sorte que le taux officiel d'escompte a été porté de 7,2 % en 1987 à 13,8 % en 1990 (Graphique 2).

Comme les sociétés empruntaient des sommes considérables à court terme, la montée des taux d'intérêt à court terme a entraîné une hausse importante du service de la dette dans ce secteur. De plus, les niveaux de rentabilité des entreprises ont beaucoup pâti du ralentissement économique. En conséquence, le ratio du service de la dette aux flux de trésorerie des entreprises s'est nettement accru, passant de 19 % en 1987 à 47 % en 1992 (Graphique 3)².

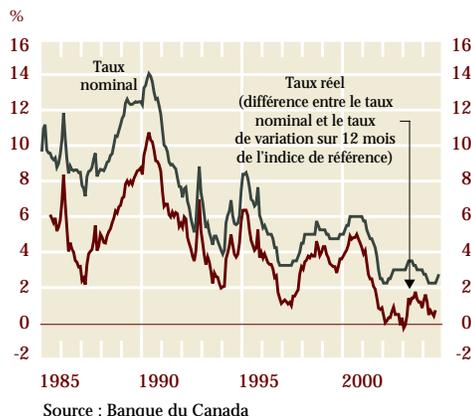
La détérioration des bilans des sociétés a également eu des retombées négatives sur les banques canadiennes. La qualité générale des prêts du secteur bancaire s'est dégradée : alors qu'il s'établissait à 3,4 % en 1989, le ratio des prêts douteux bruts à l'ensemble des prêts atteignait 5,8 % en 1992 (Graphique 4). Bien que les données relatives aux pertes sur les prêts aux entreprises ne soient disponibles qu'à partir de 1994, le recul de la qualité générale des prêts à la fin des années 1980 semble en grande partie imputable à ces pertes.

À quoi peut-on s'attendre si, comme on l'anticipe, la banque centrale réduit le degré de détente monétaire au cours du présent cycle?

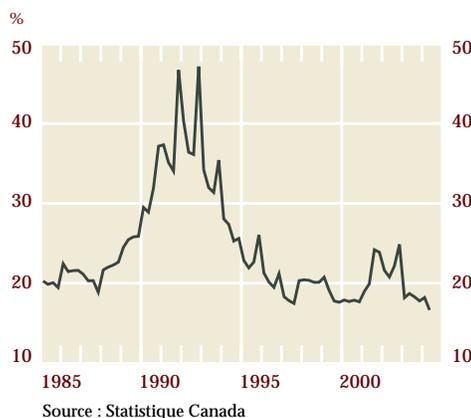
Comme les attentes d'inflation sont bien arimées à la cible d'inflation de 2 %, la réduction du degré de détente monétaire durant le cycle actuel ne devrait nécessiter que des relèvements modestes des taux d'intérêt. Qui plus est, les bénéficiers des sociétés non financières se situent à des niveaux élevés, et l'on pense qu'ils demeureront robustes et pourront jouer le rôle de tampon si les taux d'intérêt et le coût du service de la dette augmentent. Par conséquent, le ratio du service de la dette des entreprises devrait s'accroître beaucoup moins qu'à la fin des années 1980. Les bilans des banques canadiennes se sont également assainis de façon marquée. En particulier, le ratio des prêts douteux bruts à l'ensemble des prêts est très faible présentement (Graphique 4).

2. Le ratio du service de la dette aux flux de trésorerie est égal au quotient des paiements d'intérêts par les bénéfices après impôt majorés des éléments sans effet sur la trésorerie.

Graphique 2
Taux officiel d'escompte



Graphique 3
Capacité d'endettement des entreprises non financières : ratio du service de la dette aux flux de trésorerie

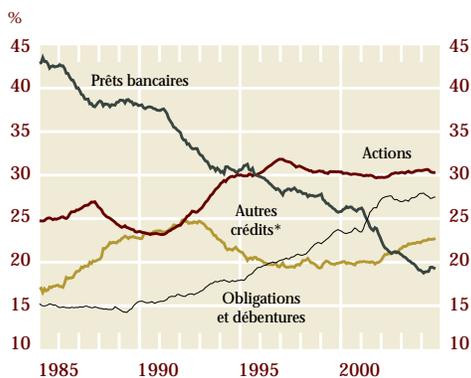


Graphique 4
Prêts douteux bruts en pourcentage des prêts



Graphique 5
Financement des sociétés non financières

En pourcentage du financement total



* Les autres crédits comprennent les prêts hypothécaires sur immeubles non résidentiels, les créances résultant du crédit-bail, le papier commercial et les autres prêts.
Source : Statistique Canada

Graphique 6
Financement à court terme des sociétés non financières

Part du financement total moins actions et parts de fiducie



Source : Statistique Canada

Par ailleurs, les récentes innovations financières et les changements survenus dans la composition des bilans des sociétés au cours de la dernière décennie pourraient contribuer à contenir la hausse du ratio du service de la dette. Un certain nombre de tendances témoignent d'une amélioration des bilans des sociétés canadiennes. D'une part, le financement par actions est devenu une source importante de financement, puisqu'il représente 31 % de l'encours total des crédits aux entreprises en 2004, contre 26 % en 1987 (Graphique 5). Résultat, le ratio des emprunts aux capitaux propres, qui était de 1,17 à la fin des années 1980, est tombé à un creux historique de 0,96 cette année (Graphique 1). Moins les sociétés ont recours à l'emprunt, plus leur bilan est sain et plus le risque de faillite est faible, toutes choses égales par ailleurs. Pour un niveau donné de risque du côté de l'actif du bilan, une baisse de l'endettement implique en effet que les bilans des sociétés seront moins touchés par une augmentation éventuelle des taux débiteurs.

Parallèlement, la structure des échéances de la dette des sociétés s'est passablement modifiée. Premièrement, la part des emprunts à court terme dans l'ensemble du crédit est passée progressivement de 65 % en 1987 à 42 % en 2004 (Graphique 6). Compte tenu de cette évolution, on peut s'attendre à ce que les coûts de refinancement de la dette ne grimpent pas autant en cas de hausse des taux d'intérêt ou, de façon plus générale, à ce que le risque de liquidité s'atténue. Deuxièmement, les emprunts bancaires, qui constituaient la principale source de financement des entreprises à la fin des années 1980, ont reculé au profit d'un nombre croissant d'émissions d'obligations et de débetures. Ainsi, la part du financement obligataire dans l'ensemble du crédit a atteint 28 % en 2004, alors qu'elle n'était que de 16 % en 1990 (Graphique 5).

Le recours accru aux émissions sur le marché et aux produits dérivés, tels que les swaps de taux d'intérêt, a permis aux sociétés d'ajuster plus facilement le profil de leur endettement et de moduler le service de leurs dettes suivant leur exposition et leurs attentes en matière de taux d'intérêt. Grâce aux swaps de taux d'intérêt par exemple, les sociétés peuvent dissocier les décisions de financement et les décisions relatives au taux d'intérêt³. Il s'agit d'une amélioration sensible par rapport à la situation observée à la fin des années 1980, car alors, les emprunts bancaires — principale source de financement des sociétés — étaient assortis

3. Ces instruments n'éliminent pas nécessairement le risque de taux d'intérêt, mais ils permettent à la société de moduler son exposition à celui-ci.

d'échéances fixes et les marchés des produits dérivés étaient moins développés. Par contre, étant donné l'usage accru des swaps de taux d'intérêt et d'autres produits dérivés, il se pourrait bien que la part du financement à court terme dans l'ensemble des crédits aux entreprises ne soit plus un bon indicateur — s'il est utilisé seul — de la vulnérabilité des sociétés à l'évolution des taux d'intérêt selon l'échéance. Il faudrait savoir précisément à quel segment de la courbe des taux l'emploi de ces swaps a rendu les sociétés plus sensibles. Cette information n'est toutefois pas facile à réunir.

Pour évaluer convenablement l'exposition des sociétés non financières au risque de taux, il faut également analyser leurs régimes de pension à prestations déterminées. Même si, à proprement parler, ces régimes ne figurent pas au bilan des sociétés, leurs promoteurs sont tenus par la loi d'honorer leurs obligations au titre des retraites. Les régimes de pension à prestations déterminées au Canada sont en moyenne déficitaires depuis le début de 2002. Cela s'explique principalement par la faiblesse des marchés boursiers — et le recul concomitant de la valeur des actifs — et la baisse des taux d'intérêt, qui a eu pour effet de gonfler la valeur actualisée du passif au titre des régimes (Armstrong, 2004).

Il reste qu'au total, les hausses de taux d'intérêt entraînent une réduction des déficits des régimes de pension. L'augmentation des rendements obligataires tend à diminuer non seulement la valeur des portefeuilles d'obligations (qui composent habituellement environ 40 % de l'actif des grands régimes de pension), mais aussi celle de l'ensemble du passif (c'est-à-dire la valeur actualisée des prestations futures). Par conséquent, l'incidence nette d'une montée des taux d'intérêt sur la capitalisation des régimes de pension des sociétés est largement positive. Ainsi, selon l'indice de Mercer sur la santé financière des régimes de retraite canadiens, le taux de capitalisation moyen (le ratio de l'actif au passif) s'établissait à 89 % à la fin du troisième trimestre de 2004, en progression par rapport à son creux cyclique de 83 %, touché en 2003. Mercer estime qu'un relèvement de 100 points de base des rendements des obligations de toutes échéances pourrait porter le taux de capitalisation moyen à quelque 96 %⁴.

Dans l'ensemble, l'analyse fait ressortir que l'amélioration des conditions macroéconomiques, l'assainissement des bilans des sociétés — grâce en particulier au recours accru au financement par

actions —, l'évolution de la structure des échéances de la dette de même que les innovations financières ont diminué l'exposition des sociétés canadiennes au risque de taux d'intérêt. Par conséquent, la réduction du degré de détente monétaire au cours du présent cycle devrait avoir relativement peu d'effet sur les bilans des entreprises, surtout en comparaison de la situation observée à la fin des années 1980.

La situation financière du secteur canadien des ménages — automne 2004

La livraison de décembre 2003 de la *Revue* contenait un examen de l'incidence potentielle d'une modification des conditions financières sur la capacité des ménages d'assurer le service de leurs dettes. Cette analyse concluait que les risques encourus par le système financier en raison d'un éventuel effritement de la qualité du crédit des ménages étaient maîtrisables.

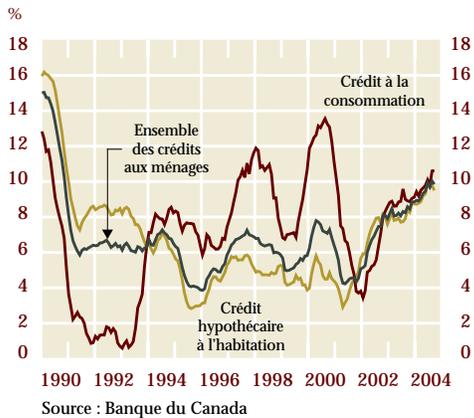
Depuis lors, la croissance des crédits aux ménages s'est encore accentuée (Graphique 7), sous l'impulsion conjointe du crédit hypothécaire et du crédit à la consommation (ce dernier comprend les prêts automobiles, les prêts sur cartes de crédit, les prêts pour la rénovation de logements et les lignes de crédit). Conformément à cette évolution, les dépenses des ménages ont largement contribué à l'expansion économique intérieure depuis 2000. La progression du crédit tient également à l'accès de plus en plus généralisé des ménages à des sources de financement variées. Dans un tel contexte, il y a lieu de se demander si ceux-ci ne sont pas devenus plus vulnérables à une augmentation des taux d'intérêt.

La santé financière des ménages canadiens revêt une importance grandissante pour le secteur bancaire, compte tenu de l'accent mis par les banques canadiennes sur les prêts aux particuliers depuis 2002. Les emprunts contractés par les ménages représentent maintenant plus de la moitié de l'ensemble des crédits octroyés par les institutions financières (Graphique 8). Environ 70 % des crédits aux ménages sont constitués de prêts hypothécaires, dont près de la moitié est assurée. Quelque 70 % de ces prêts hypothécaires arriveront à échéance dans plus de deux ans. Néanmoins, si la capacité des ménages d'assurer le service de leurs dettes était fortement compromise par une hausse des taux d'intérêt, une chute du prix des maisons ou une réduction de leur revenu disponible, la dégradation résultante de la qualité du crédit pourrait avoir des retombées négatives sur les établissements de prêt. Par exemple, un relèvement des taux

4. Ce calcul est seulement indicatif, car il suppose que toutes les autres variables demeurent constantes.

Graphique 7
Crédits aux ménages

Rythme de croissance en glissement annuel



d'intérêt pourrait faire grimper le coût du service de la dette des ménages, et une diminution du prix des maisons pourrait faire baisser la valeur de la propriété financée en deçà du montant du prêt hypothécaire. Dans les deux cas, la capacité et la volonté des ménages de rembourser leurs dettes pourraient s'en trouver réduites.

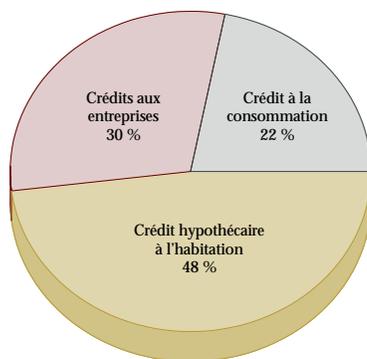
Il importe de souligner que l'examen, présenté ici, de l'incidence potentielle d'une modification des conditions financières sur la capacité des ménages d'assurer le service de leurs dettes est fondé sur des indicateurs généraux de leur santé financière. Bien que ce type d'analyse fournisse une information utile, il ne tient pas compte des implications importantes que pourraient aussi avoir les conditions variables auxquelles sont confrontés les ménages appartenant à des tranches de revenu différentes.

Le service de la dette des ménages

L'endettement total des ménages, mesuré par le ratio de la dette au revenu disponible, a continué d'augmenter, atteignant un sommet inégalé de 119 % au deuxième trimestre de 2004 (Graphique 9). Il convient cependant de rappeler que cette évolution s'est accompagnée d'un accroissement de la richesse nette des ménages attribuable à la hausse des prix des maisons et des autres actifs. Selon les nouvelles estimations publiées par Statistique Canada dans les comptes du bilan national, le ratio de l'endettement à la valeur de marché des actifs nets a même baissé au cours de la dernière année.

En outre, le coût du service de cette dette croissante demeure près des creux historiques, en raison de la faiblesse des taux d'intérêt sur les prêts à la consommation et les prêts hypothécaires (Graphique 10). Les indicateurs du stress financier ressentis par les ménages sont toujours favorables. Ainsi, les arriérés de prêts hypothécaires à l'habitation et le taux d'impayés sur les cartes de crédit sont restés bas (Graphique 11).

Graphique 8
Répartition des prêts octroyés par les institutions financières canadiennes



Source : Banque du Canada, soldes moyens des prêts pour la période allant de janvier à septembre 2004

Graphique 9
Ratios d'endettement des ménages canadiens



Risques liés à une hausse des taux d'intérêt

En faisant un certain nombre d'hypothèses, il est possible d'estimer les effets d'une montée des taux d'intérêt sur le fardeau du service de la dette des ménages canadiens⁵. (Voir l'Encadré 1 pour une description de la méthode employée pour mener ces simulations.) Les simulations évaluent les retombées, sur le ratio global du service de la dette des ménages, d'un retour des taux d'intérêt

5. Des simulations semblables avaient initialement été présentées dans la livraison de décembre 2003 de la *Revue*. Celles qui sont exposées ici s'appuient sur une méthodologie beaucoup plus riche et complexe.

Encadré 1

La simulation de l'effet d'une hausse des taux d'intérêt sur le ratio du service de la dette

Le coût de l'endettement des ménages peut être mesuré à l'aide du ratio du service de la dette, soit la part du revenu disponible consacrée aux paiements d'intérêts sur la dette. L'estimation de la trajectoire future de chaque composante de ce ratio nécessite le recours à certaines hypothèses.

Les données

Pour estimer les niveaux passés du ratio du service de la dette, il faut disposer de données sur ses diverses composantes. Dans le cas du revenu disponible et de l'endettement des ménages, les données de Statistique Canada ont été utilisées. Les taux affichés des prêts personnels ont servi à calculer les paiements effectués au titre du crédit à la consommation. Vu les rabais souvent consentis au Canada sur les taux hypothécaires affichés, l'emploi de ceux-ci aurait pour effet de surestimer les paiements d'intérêts sur les emprunts hypothécaires. C'est pourquoi on applique des taux réduits à une partie de ces emprunts, laquelle passe graduellement de 25 % en 1990 à 80 % en 2004.

Au moyen des données disponibles sur la structure des échéances de la dette des ménages durant les années 1980 et 1990, on a établi une moyenne pondérée des taux d'intérêt (Montplaisir, 1996-1997). La tendance marquante sur ce plan est la vogue grandissante des emprunts à taux variable, qui représentent actuellement environ 20 % du total des emprunts hypothécaires.

L'estimation de la trajectoire future du ratio

Le ratio du service de la dette est égal au produit du ratio de la dette au revenu par les taux d'intérêt en vigueur. Dans tous les scénarios, ce dernier ratio est fixé à son plus récent niveau, 119 %¹.

Les paiements d'intérêts s'obtiennent en multipliant la dette par les taux débiteurs des ménages et en

pondérant le résultat par la part de chaque type d'emprunt dans l'endettement total. Des moyennes mobiles des taux d'intérêt sont appliquées à la dette à taux fixe pour tenir compte de l'existence de contrats de crédit à long terme. Dans le cas des emprunts à taux variable, le taux d'intérêt pertinent est le taux en vigueur durant une période donnée.

Un aplatissement de la courbe de rendement donne lieu par hypothèse à une baisse de la part des emprunts hypothécaires à taux variable, les emprunteurs optant plutôt pour un taux fixe. Par conséquent, la part des emprunts hypothécaires à taux variable diminue à mesure qu'augmentent les taux d'intérêt².

Scénario 1 : Retour des taux à des niveaux plus normaux

Nous estimons que la plage normale des taux d'intérêt à court terme au Canada va de 4 % à 6 %. Cette plage cadre en gros avec les valeurs observées depuis 1970 et une inflation de 2 %.

L'estimation de taux débiteurs compatibles avec les taux normaux à court terme se fait en deux temps. On commence par déterminer le taux sans risque pour chaque échéance en posant que l'écart de rendement passé est une mesure de la prime de terme normale et en procédant à une interpolation linéaire; on ajoute ensuite la marge d'intermédiation passée au taux sans risque pour obtenir le taux débiteur applicable à chaque échéance. Le retour postulé des taux à des niveaux plus normaux et l'aplatissement de la courbe de rendement qui y est associé s'effectuent à un rythme graduel.

Scénario 2 : Test de stress

Dans ce scénario, les taux d'intérêt augmentent en deux phases. Ils passent d'abord à un niveau normal de 5 %. Les hypothèses qui sous-tendent les calculs à cette étape sont identiques à celles du scénario 1. De nouvelles hausses d'ampleur comparable à celles de

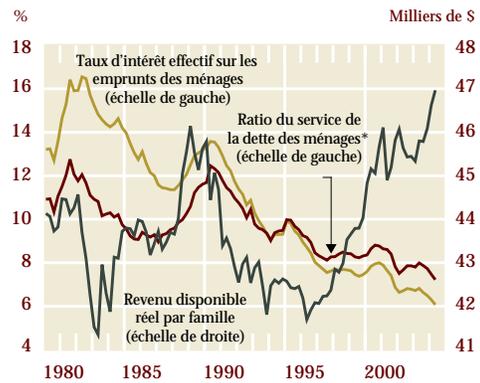
1. Une hausse des taux pourrait ralentir la croissance de l'endettement et provoquer une baisse du ratio de la dette au revenu. Par ailleurs, si ce ratio conserve sa tendance haussière, l'effet de la montée des taux sur le coût du service de la dette sera sous-estimé.

2. Les emprunts à taux variable tendent à plafonner les paiements des ménages au titre du service de la dette, les variations de taux d'intérêt se répercutant principalement sur le rythme de remboursement du principal. Nos calculs n'en tiennent pas compte, de sorte que l'effet d'une montée des taux sur les flux de trésorerie des ménages peut être surestimé.

la période 1994-1995 sont par la suite enregistrées pour toutes les échéances³.

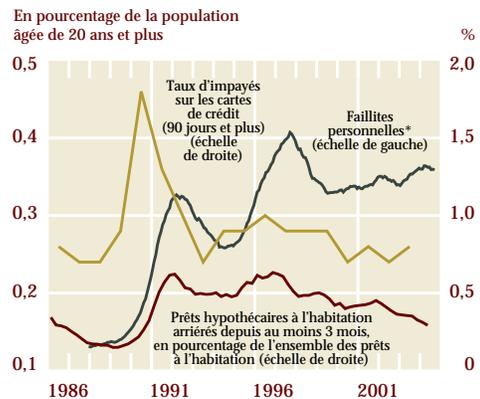
La deuxième phase s'accompagne d'un aplatissement marqué de la courbe de rendement : les taux longs montent moins que les taux courts, car les agents jugent les augmentations temporaires⁴. La part des emprunts hypothécaires à taux variable ne diminue pas à cette étape en raison du caractère provisoire des hausses de taux.

Graphique 10
Endettement des ménages



* Remboursement du principal exclu (voir Encadré 1)
Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Graphique 11
Indicateurs financiers canadiens



* Somme mobile sur 12 mois
Sources : Statistique Canada, Association des banquiers canadiens et calculs de la Banque du Canada

3. Il s'agit d'un scénario de stress fréquemment utilisé pour la gestion des risques. De telles hausses des taux d'intérêt pourraient se produire en des circonstances variées. Elles pourraient être dues par exemple à une augmentation générale des primes de risque, peut-être imputable à un recul de la tolérance des investisseurs à l'égard du risque. Nous faisons l'hypothèse que le ratio de la dette au revenu, supposé constant, ne serait pas touché.
4. Le taux du financement à un jour augmente jusqu'à un sommet de 9 % dans le scénario de stress, puis redescend à un niveau plus normal de 5 %.

nominaux à court terme à des niveaux plus normaux — de 4 à 6 % — en 2005. (Pareils taux seraient à peu près compatibles au fil du temps avec un taux d'inflation de 2 %.)

Les résultats obtenus indiquent que le ratio du service de la dette, qui se situe actuellement à environ 7,3 %, s'inscrirait dans une fourchette de 9 à 11 % sur la période 2005-2007. Il s'établirait ainsi près de la valeur moyenne enregistrée de 1980 à 2004, se maintenant donc bien en deçà des sommets atteints antérieurement (Graphique 12)⁶. Bien que les ménages puissent être devenus plus sensibles à une variation donnée des taux d'intérêt, leur capacité à rembourser leurs dettes demeure cependant très largement déterminée par la régularité des revenus qu'ils perçoivent. À cet égard, les perspectives actuelles concernant la croissance de l'emploi et les conditions économiques en général restent favorables.

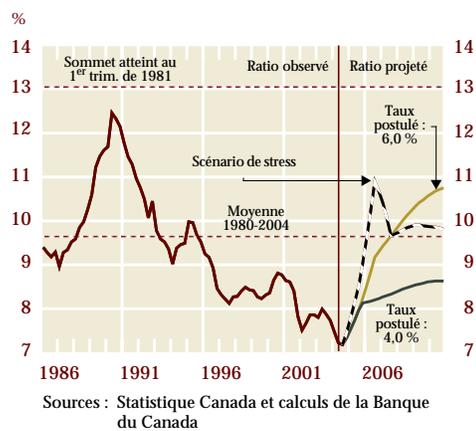
La même méthode peut être utilisée pour évaluer le coût du service de la dette supporté par les ménages dans un scénario extrême de taux d'intérêt. Ce scénario suppose que les taux augmentent en 2006 de la même façon qu'ils l'avaient fait en 1994-1995 (les taux à court terme passent brusquement à 400 points de base au-dessus du point médian de leur plage de variation habituelle, pour atteindre 9 %), avant de revenir à 5 % en 2007⁷. Selon un tel scénario, certes, le ratio du service de la dette s'accroîtrait d'ici 2007, mais il plafonnerait en deçà de son sommet historique de 13 % et redescendrait ensuite (Graphique 12). Une hausse aussi rapide du ratio global du service de la dette pourrait avoir des effets négatifs sur la qualité du crédit des ménages.

Le scénario — plus probable — d'une montée cyclique des taux d'intérêt laisserait aux ménages le temps d'ajuster leurs habitudes de dépenses. Comme ce dénouement ne devrait pas avoir d'incidence notable sur la capacité de ces derniers d'assurer le service de leurs dettes, il ne devrait pas non plus avoir de répercussions importantes sur les institutions financières.

Risques liés à l'évolution des prix des maisons

Ces dernières années, les prix des habitations neuves et existantes au Canada ont progressé de façon plus graduelle que cela n'avait été le cas à la fin

Graphique 12
Ratio du service de la dette projeté selon différents scénarios d'évolution du taux du financement à un jour

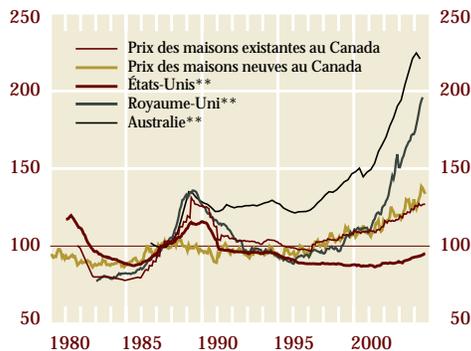


6. D'autres composantes des portefeuilles d'actifs des ménages sont également touchées par les variations de taux d'intérêt, mais cela n'a que peu d'incidence sur la richesse des ménages. Voir la livraison de décembre 2003 de la *Revue*.

7. On suppose que les taux à court terme seraient ainsi de 650 points de base supérieurs au niveau où ils se situaient le 26 novembre 2004.

Graphique 13
Évolution du prix réel* des maisons à l'échelle mondiale

Base 100 de l'indice = 1987



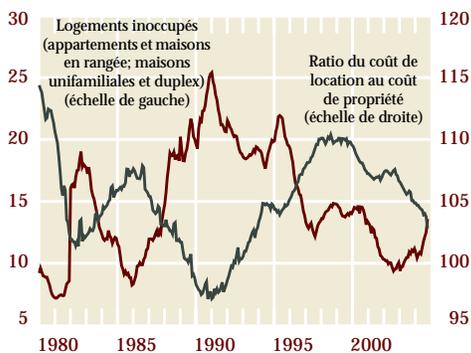
* Calculé au moyen de l'indice des prix à la consommation du pays considéré, sauf dans le cas du Royaume-Uni, où les prix de détail ont été utilisés

** Prix pondérés pour les maisons neuves et existantes

Sources : Banque du Canada et Royal LePage (données relatives au Canada); Statistique Canada (données relatives au Canada et aux États-Unis); Australian Bureau of Statistics (données relatives à l'Australie); Halifax plc (données relatives au Royaume-Uni)

Graphique 14
Indicateurs du marché du logement

Milliers d'unités



Sources : Banque du Canada, Royal LePage et Statistique Canada

des années 1980; en outre, la hausse observée a été moins vive que dans d'autres pays industrialisés (Graphique 13). Néanmoins, il est intéressant d'analyser les tendances récentes du marché canadien du logement et leurs implications possibles pour le système financier du pays.

Premièrement, la hausse du revenu disponible et les creux historiques touchés par les taux d'intérêt au cours des dernières années ont favorisé l'augmentation des prix des maisons (Graphique 10). Deuxièmement, le ratio du coût de location au coût de possession d'une habitation s'est accru de façon constante durant les années 1990 (Graphique 14), ce qui signifie que le coût de location a augmenté davantage que le coût de propriété⁸. Cette tendance a contribué à faire croître le nombre d'acheteurs potentiels et a soutenu les prix. Bien que ce ratio se soit très graduellement replié depuis 2000 sous l'effet des récentes majorations de prix, il demeure près de son niveau moyen historique. Ces observations permettent de croire que les prix des maisons sont proches de leurs valeurs fondamentales. De fait, diverses autres mesures de l'accessibilité à la propriété au Canada⁹ indiquent que les coûts de logement restent près de leurs niveaux moyens des 20 dernières années, voire en deçà. Troisièmement, les logements acquis récemment l'ont été surtout en vue d'être habités, plutôt qu'à des fins spéculatives. Le renchérissement des maisons ces cinq dernières années s'est d'ailleurs accompagné d'une baisse généralisée du nombre de logements inoccupés tant à l'échelle du Canada que dans les grands centres urbains (Graphique 14)¹⁰. Enfin, la forte expansion qu'a connue dernièrement l'offre de logements, du fait des pressions liées à la demande et aux prix, donne à penser que les forces du marché jouent correctement. En effet, le nombre de maisons existantes mises en vente s'est considérablement accru au cours de la dernière année, tandis que les mises en chantier ont vivement progressé depuis 2002 (Graphique 15).

Globalement, cette évolution montre que les marchés canadiens de l'habitation ne font présentement peser que des risques limités sur le système financier. Puisque les prix actuels des logements

8. Ce ratio équivaut au quotient de la composante « logement locatif » de l'IPC par la composante « logement en propriété » du même indice.
9. Ces mesures sont notamment la proportion du revenu des ménages consacrée aux charges hypothécaires (principal et intérêts) ainsi que l'indice d'accessibilité à la propriété immobilière de RBC.
10. Cette analyse n'exclut pas la possibilité que de légers déséquilibres existent dans certaines régions ou dans des compartiments précis du marché de l'habitation (p. ex., les logements en copropriété).

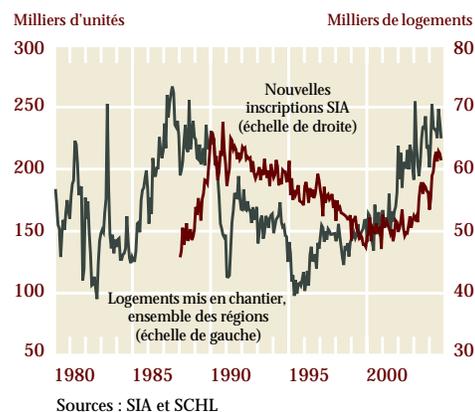
semblent soutenus par la force des facteurs fondamentaux — et qu'ils devraient continuer de l'être par la conjoncture économique favorable —, et comme très peu de signes dénotent une activité spéculative sur le marché immobilier résidentiel, un renversement marqué de la tendance des prix dans les principaux marchés canadiens de l'habitation est improbable.

Aucune menace à court terme ne ressort de l'évaluation des répercussions que les modifications des conditions financières pourraient avoir sur la capacité des ménages d'assurer le service de leurs dettes. Toutefois, d'autres facteurs structurels à long terme susceptibles de toucher les ménages méritent d'être surveillés. Il se pourrait, en effet, que certains risques associés à divers segments du système financier soient en train d'être transférés aux ménages, ce qui pourrait influencer sur leurs décisions futures en matière d'épargne¹¹.

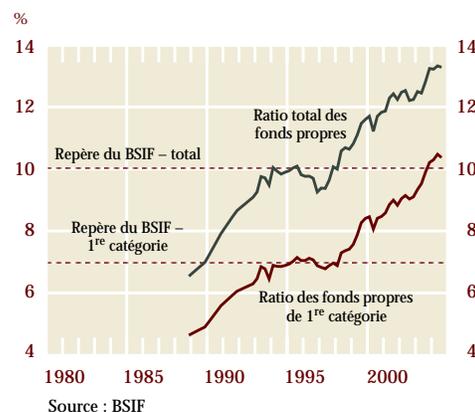
Degré d'exposition des institutions financières au secteur des ménages

Comme le montre le Graphique 8, les emprunts contractés par les ménages représentent plus de la moitié de l'ensemble des crédits octroyés par les institutions financières. La majeure partie de ces emprunts sont toutefois adossés à des actifs. Ainsi, les emprunts hypothécaires, qui constituent près de 70 % de la dette des ménages, sont garantis par la valeur des propriétés grevées, et les risques liés aux prêts à ratio élevé sont couverts par une assurance hypothécaire¹². Même la portion restante des prêts aux ménages, soit le crédit à la consommation, est en partie adossée à des actifs tels que des biens immobiliers. On estime à environ 30 % la proportion du crédit à la consommation qui était assortie d'une garantie ces dernières années¹³.

Graphique 15
Logements mis en chantier et nouvelles inscriptions SIA



Graphique 16
Ratios de fonds propres des banques



11. Par exemple, les régimes de pension à cotisations déterminées semblent connaître une faveur accrue, au détriment des régimes à prestations déterminées. Si cette tendance devait se généraliser, le revenu d'un nombre croissant de retraités dans l'avenir ne correspondrait plus à un niveau garanti, mais dépendrait plutôt du rendement des actifs détenus dans le régime. Bien qu'il diversifie les risques inhérents au système financier, un changement structurel de cette nature amènerait sans doute les ménages à supporter des risques accrus.
12. La titrisation des prêts aux ménages constitue un autre trait marquant de l'évolution du crédit à la consommation. La titrisation permet aux banques de limiter le risque lié à ces prêts en convertissant ceux-ci en obligations qu'elles revendent ensuite à divers investisseurs.
13. Les lignes de crédit personnelles — garanties à plus de 40 %, principalement par des immeubles résidentiels — ont gagné en importance, si bien qu'elles représentent aujourd'hui 48 % du crédit à la consommation. Les prêts personnels, dont environ 45 % sont garantis, constituent 22 % des prêts aux ménages. Voir *Marchés mondiaux CIBC* (2004) et l'enquête *FIRM* de Clayton Research (2003) sur les emprunts des ménages.

En outre, le système bancaire canadien conserve des fonds propres bien supérieurs aux niveaux exigés (Graphique 16), ce qui permet de croire qu'il serait en mesure de résister à une détérioration de la qualité du crédit des ménages.

Globalement, les risques auxquels une dégradation éventuelle de la qualité du crédit des ménages expose le système financier demeurent faibles. Une hausse cyclique des taux d'intérêt ne devrait pas avoir d'incidence notable sur la qualité de leur crédit, ni, par le fait même, se répercuter de façon sensible sur les institutions financières. Qui plus est, un renversement marqué de la tendance des prix sur les principaux marchés canadiens de l'habitation est improbable.

Quelques initiatives visant à renforcer la confiance des investisseurs à l'égard des marchés de capitaux du Canada

Lorsqu'on a l'assurance que les marchés financiers sont exempts de toute forme de manipulation et de fraude, la participation à ces marchés a de bonnes chances de s'intensifier. Cette réalité incite naturellement les divers acteurs à promouvoir un fonctionnement des marchés qui inspire confiance. Au Canada, les gouvernements fédéral et provinciaux, les organismes de réglementation et les participants aux marchés ont mis en œuvre à cette fin une série d'initiatives favorisant l'intégrité des marchés financiers.

Il existe un lien entre l'efficacité du système financier, d'une part, et, d'autre part, la stabilité et la résilience aussi bien du secteur financier que de l'économie réelle¹⁴. Ce lien suppose que toute initiative contribuant à améliorer l'efficacité du système financier peut donc aussi rehausser la stabilité financière. Or, l'une des méthodes permettant de réduire les inefficacités financières consiste à renforcer l'intégrité des marchés.

Il n'existe pas de définition normative de la notion d'intégrité du marché. En revanche, on peut aisément reconnaître un manque d'intégrité, par exemple une manipulation des cours par une firme (ou un investisseur), des renseignements comptables trompeurs, des pratiques de gouvernance déficientes ou des délits d'initié. Tout manque d'intégrité au sein d'un marché a une nette incidence défavorable sur l'efficacité de ce dernier. Si les investisseurs n'ont pas confiance en la qualité des renseignements financiers et en la capacité des organismes de réglementation de faire

respecter des principes d'équité, ils peuvent exiger des primes de risque plus élevées ou être moins disposés à mener des opérations sur les marchés. Ces deux éventualités auraient le même effet, celui d'entraîner à la hausse le coût du capital.

Ces dernières années, les marchés financiers de plusieurs pays ont été le théâtre de scandales retentissants impliquant de grandes entreprises (p. ex., Enron, WorldCom, Parmalat et Bre-X) et qui ont ébranlé la confiance des investisseurs dans l'intégrité et le caractère équitable des marchés financiers. De tels événements, quoique relativement isolés, mettent en lumière la nécessité de maintenir les efforts voulus pour que les marchés présentent un degré élevé d'intégrité. Plusieurs initiatives ont été conçues pour raffermir la confiance que les marchés de capitaux canadiens inspirent aux investisseurs¹⁵.

Comportement des marchés

Certaines de ces initiatives ont trait à l'élaboration de principes et de pratiques exemplaires destinés à orienter le comportement des participants, en vue d'augmenter la liquidité et l'efficacité des marchés.

En 1998, la Banque du Canada et le ministère fédéral des Finances ont collaboré activement avec les participants aux marchés afin de mettre au point un ensemble de projets visant à promouvoir et à maintenir l'intégrité des marchés canadiens des valeurs à revenu fixe en général, et plus particulièrement le bon fonctionnement du marché des titres d'État à revenu fixe. Ces efforts ont été axés sur les marchés primaire et secondaire afin de réduire au minimum le risque de manipulation des marchés et toute perception d'une telle manipulation.

En ce qui concerne le marché primaire, la Banque et le ministère des Finances ont révisé les règles en matière d'adjudication des titres émis par le gouvernement canadien et accru le rôle de surveillant que joue la Banque à cet égard dans le but de renforcer la confiance à l'égard de ce processus et d'encourager la participation des clients et des courtiers.

En outre, de concert avec l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM), la Banque et le ministère des Finances ont élaboré le Principe directeur n° 5, nouveau code de conduite pour la négociation sur le marché canadien des titres d'emprunt. Le Principe directeur n° 5 s'applique aux membres de l'ACCOVAM, mais il

14. Voir Bauer (2004) à la page 39 de la présente livraison pour une définition du concept d'efficacité du marché.

15. On trouvera dans Armstrong (2003) un précédent exposé sur les initiatives visant à améliorer les pratiques de gouvernance au Canada.

doit également servir de balise à tous les investisseurs institutionnels.

Enfin, on a aussi lancé des initiatives destinées à relever les normes relatives au marché canadien des changes et au marché mondial du dollar canadien. En 2001, le Comité canadien du marché des changes (CCMC), le Comité canadien de déontologie (CCD) et la Financial Markets Association of Canada ont fait du modèle de code de conduite de l'ACI¹⁶ la norme préconisée en matière de pratiques exemplaires sur le marché canadien des changes. Le modèle réunit des recommandations tirées de six codes de déontologie déjà en vigueur (ceux de New York, de Londres, de la France, de Singapour, de Tokyo et la version précédente du code de l'ACI). Il s'agit donc d'un ensemble complet de lignes directrices en matière de pratiques exemplaires et de conduite personnelle sur les marchés des changes hors cote.

Application des lois

Si la législation sur les valeurs mobilières n'est pas respectée comme il se doit, l'intégrité du marché risque d'en souffrir. Pour dissuader les participants de commettre des fraudes ou de se montrer négligents, il est donc essentiel que les organismes de réglementation canadiens appliquent la législation à la lettre. Des mesures en ce sens ont été mises en œuvre au Canada par les autorités publiques, les organismes de réglementation des valeurs mobilières et des organismes d'autoréglementation (OAR), surtout depuis 2002 (voir l'Encadré 2 pour une description de ces mesures).

Gouvernance des entreprises et déclarations financières

Ont aussi vu le jour des initiatives destinées à encourager les grandes entreprises à se doter de pratiques qui servent les intérêts de tous les investisseurs. Des règles en matière de comptabilité et de divulgation de l'information ont été modifiées afin que les investisseurs aient plus facilement accès à des données financières de meilleure qualité. En effet, lorsqu'ils sélectionnent leurs placements, les investisseurs doivent pouvoir se procurer rapidement des renseignements financiers précis et justes, leur permettant d'apprécier avec justesse la valeur et les risques inhérents à un titre.

En juin 2002, un groupe d'importants investisseurs institutionnels canadiens a fondé la Canadian Coalition for Good Governance (coalition canadienne pour une bonne gouvernance), organisation

sans but lucratif qui a pour mission de promouvoir d'excellentes pratiques en matière de gouvernance d'entreprise et de faire correspondre les intérêts du conseil et de la direction avec ceux de l'actionnaire. En 2003, la coalition a publié des lignes directrices sur la gouvernance qui proposent des normes minimales et des pratiques exemplaires à l'intention des plus grandes sociétés canadiennes cotées en bourse. Même si la coalition n'a pas le pouvoir d'imposer ses recommandations, elle a examiné les pratiques de gouvernance de plus de cent sociétés et a suggéré des améliorations à apporter à ces dernières. Récemment, la Bourse de Toronto a adopté des suggestions de la coalition et a introduit de nouveaux symboles qui identifient clairement les actions assorties de droits de vote non conventionnels.

En juillet 2002, les organismes de réglementation fédéral et provinciaux, de même que les comptables agréés du Canada, ont annoncé la création du Conseil canadien sur la reddition de comptes (CCRC). Cet organisme de surveillance publique indépendant est chargé de contrôler les comptables et les cabinets vérificateurs d'« émetteurs assujettis »¹⁷. Sa mission principale consiste à renforcer l'indépendance des vérificateurs et à soutenir la confiance des investisseurs en faisant valoir l'importance que les sociétés canadiennes cotées en bourse fassent l'objet de vérifications indépendantes uniformes de qualité supérieure. Pour s'acquitter de cette mission, le CCRC a conçu un programme de vérification exhaustif grâce auquel il est possible d'examiner les systèmes de contrôle de la qualité utilisés par les cabinets comptables participants. Conformément aux nouvelles règles, les cabinets qui vérifient les émetteurs assujettis sont tenus d'adhérer à ce programme.

En mars 2004, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont adopté une série de règles portant sur la surveillance des vérificateurs et les exigences en matière de divulgation applicables aux sociétés ouvertes¹⁸. Celles-ci font suite à l'entrée en vigueur, aux États-Unis, de la loi Sarbanes-Oxley en 2002. Elles sont conçues en fonction du cadre financier et institutionnel propre au Canada. Elles visent (i) à maintenir la confiance des investisseurs et (ii) à uniformiser et à améliorer les exigences en

16. ACI-The Financial Markets Association.

17. Le CCRC définit les « émetteurs assujettis » comme étant des sociétés qui ont lancé un appel public à l'épargne et qui, pour cette raison, doivent soumettre des états financiers à une ou plusieurs commissions de valeurs mobilières provinciales.

18. L'ACVM constitue une tribune au sein de laquelle les treize organismes de réglementation des provinces et des territoires canadiens peuvent coordonner et harmoniser la réglementation des marchés de capitaux du Canada.

Encadré 2

Initiatives appuyant l'application des lois sur les valeurs mobilières au Canada

Les scandales retentissants ayant impliqué de grandes entreprises ont fait ressortir à quel point il importe que les lois canadiennes sur les valeurs mobilières soient appliquées. À cette fin, le gouvernement du Canada, les commissions des valeurs mobilières provinciales et des organismes d'autoréglementation (OAR) ont mis sur pied un vaste ensemble d'initiatives concertées, décrites ci-dessous. Parmi celles-ci, citons notamment l'affectation de ressources plus nombreuses aux processus d'enquête et de poursuites en cas de fraude commise par des employés, l'adoption de nouvelles lois et de nouveaux instruments réglementaires, la modification de la structure et du fonctionnement des organismes d'autoréglementation et la mise au point de nouveaux systèmes de déclaration électronique.

En 2002, le gouvernement fédéral s'engageait à stimuler la confiance des investisseurs à l'égard des marchés financiers canadiens. Dans cet esprit, des Équipes intégrées d'application de la loi dans le marché ont été créées en 2003. Gérées par la Gendarmerie royale du Canada en partenariat avec des agences gouvernementales et des ministères (dont le ministère de la Justice), ces équipes multidisciplinaires collaborent étroitement avec les organismes de réglementation des valeurs mobilières et les autorités fédérales et provinciales compétentes afin d'optimiser les processus d'enquête et de poursuite concernant les actes criminels graves en rapport avec les marchés financiers. Ces équipes sont actuellement à l'œuvre à Toronto, à Vancouver, à Montréal et à Calgary.

L'adoption du projet de loi C-13 en mars 2004 constitue une autre action majeure du gouvernement fédéral à cet égard. Conformément au projet de loi, les opérations d'initié illicites deviennent une infraction en vertu du *Code criminel*, et les peines maximums dont sont passibles les gestes frauduleux déjà reconnus par le *Code*, sont augmentées. De plus, il confère aux enquêteurs de nouveaux pouvoirs de perquisition leur permettant d'obtenir des données et des renseignements auprès de personnes sous enquête et il offre une protection aux employés qui dénoncent des comportements illégaux. La loi est en vigueur depuis le mois de septembre 2004.

À l'échelle provinciale, l'Ontario a modifié la *Loi sur les valeurs mobilières* et la *Loi sur la vente à terme de marchandises* en avril 2003 : les peines sont plus lourdes et la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario (CVMO) dispose de pouvoirs de contrainte

plus étendus relativement à certaines infractions à la *Loi sur les valeurs mobilières*. De plus, en novembre 2003, la CVMO a démarré une enquête sur les fonds communs de placement afin de faire la lumière sur de possibles pratiques inappropriées de la part de gestionnaires de fonds en Ontario, notamment des opérations d'achat ou de vente après la clôture du marché et de fréquents allers-retours sur les parts d'un fonds en anticipation des mouvements du marché.

Les organismes d'autoréglementation assument certaines responsabilités vis-à-vis des participants au secteur canadien des valeurs mobilières. Au sein de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM), les principales initiatives du Service de la mise en application comprennent la mise en place d'une démarche opérationnelle fondée sur le risque, la création d'un système de suivi des dossiers et l'élaboration d'un ensemble complet de politiques et de procédures visant le personnel chargé de l'application de la loi. Depuis le 15 octobre 2002, tous les membres de l'ACCOVAM sont tenus de consigner dans un système Web (ComSet) toute plainte du public, toute poursuite relative à des opérations sur titres et, dès qu'ils en sont informés, toute enquête criminelle ou réglementaire dont ils font l'objet.

La démutualisation de la Bourse de Toronto a entraîné la fondation de Services de réglementation du marché inc. (SRM), fournisseur indépendant de services de supervision des opérations effectuées sur les Bourses canadiennes. SRM a appliqué partout au pays un ensemble de règles de négociation communes, a instauré de nouveaux indicateurs d'alerte rapide pour déceler les infractions relatives aux opérations boursières, a mis sur pied une base de données nationale d'interdictions d'opérations sur valeurs et a participé à la création d'un groupe de travail national chargé d'examiner les délits d'initié.

En novembre 2003, le groupe de travail indépendant sur les délits d'initié, créé précédemment par des organismes de réglementation, a publié son rapport, dans lequel il formule des recommandations quant aux moyens de prévenir, de dépister et de décourager les opérations d'initié illicites au Canada. L'un des problèmes décelés concerne les opérations, effectuées au moyen d'un prête-nom ou de comptes à l'étranger, susceptibles d'empêcher les organismes de réglementation, lorsqu'ils soupçonnent qu'un délit d'initié a été commis, d'obtenir des preuves suffisantes. En

mai 2004, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont approuvé la modification d'une politique de l'ACCOVAM sur la propriété des comptes de personnes morales, qui oblige les sociétés membres à établir l'identité du propriétaire véritable et à vérifier cette identité, qu'il s'agisse de comptes nouveaux ou existants.

Les percées technologiques ont contribué à faciliter l'observation des lois sur les valeurs mobilières. En mai 2003, le Système électronique de déclaration des initiés (SEDI) est devenu pleinement fonctionnel. Le SEDI est un service Web qu'utilisent les initiés pour consigner leurs opérations sous forme électronique; il constitue une source de renseignements sur les opérations conclues par des administrateurs, des dirigeants ou des actionnaires importants d'émetteurs assujettis. Le système sert également à décourager les opérations d'initié fondées sur des renseignements confidentiels, car les initiés savent qu'ils doivent déclarer publiquement toutes leurs opérations.

Toutes ces initiatives étant relativement récentes, il importera d'évaluer régulièrement dans quelle mesure elles contribuent à l'efficacité du système financier canadien.

matière de divulgation. Entre autres, les sociétés ouvertes doivent désormais faire connaître, dans l'analyse et la description par la direction de la situation financière et des résultats d'exploitation qui accompagnent leurs états financiers, les ententes relatives aux éléments hors bilan qui ont ou sont susceptibles d'avoir une incidence sur leurs résultats d'exploitation ou leur situation financière, de même que les obligations contractuelles importantes et l'information essentielle de nature prospective. Pour étayer la fiabilité des renseignements financiers divulgués, les règles prévoient que le chef de la direction et le chef des finances d'une société cotée attesteront l'exactitude des états financiers et de l'analyse par la direction. Qui plus est, les émetteurs assujettis doivent se doter d'un comité de vérification indépendant dont les membres possèdent les connaissances financières appropriées et dont le rôle est établi par règlement.

En mai 2004, le gouvernement fédéral a proposé un amendement à la *Loi canadienne sur les sociétés par actions* (LCSA) afin d'élever les normes de gouvernance imposées aux sociétés canadiennes. La LCSA établit le cadre réglementaire applicable à toutes les sociétés constituées en vertu d'une loi fédérale, sauf les institutions financières. Les questions à l'étude concernent entre autres le rôle et la composition du conseil d'administration, la surveillance des vérificateurs et leur indépendance, les déclarations financières et les infractions.

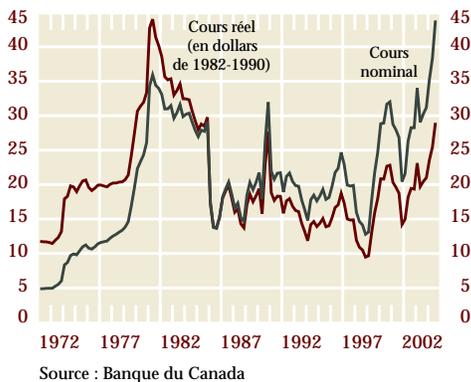
En octobre 2004, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont publié une proposition qui vise l'ensemble du pays et qui obligerait les émetteurs cotés à la Bourse de Toronto à décrire leurs pratiques de gouvernance, compte tenu de lignes directrices précises. Si cette proposition emporte l'adhésion, les sociétés inscrites à la Bourse de croissance TSX n'auront à faire connaître que leurs pratiques générales. Ces nouvelles règles devraient être instituées en 2005, avant la période où seront publiées les circulaires d'information.

Conclusion

Ce ne sont là que quelques-unes des initiatives menées au Canada dans le but de stimuler la confiance vis-à-vis des marchés financiers. Étant donné leur nouveauté et le caractère évolutif des pratiques de gouvernance, il importera d'évaluer régulièrement leur contribution à l'efficacité du système financier canadien.

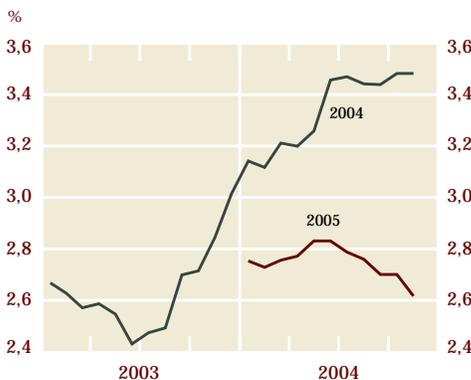
Graphique 17
Cours du pétrole

S.É.-U. le baril, moyennes trimestrielles



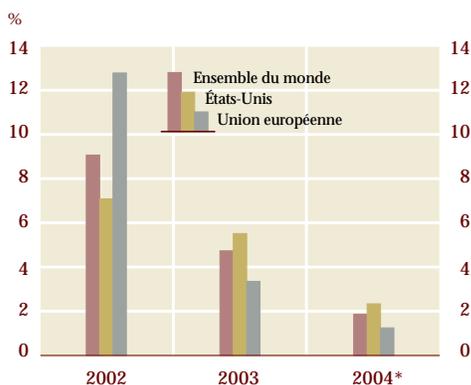
Graphique 18

Évolution des prévisions de Consensus Economics concernant la croissance annuelle des économies industrialisées*



Graphique 19

Taux de défaillance à l'égard des obligations de la catégorie spéculative



Le contexte macrofinancier

Depuis la parution, en juin, du dernier numéro de la *Revue du système financier*, les vulnérabilités financières à l'échelle nationale et internationale se sont de nouveau atténuées, à la faveur de la solide expansion de l'économie mondiale. Il n'en reste pas moins que la perspective d'une hausse des taux d'intérêt fait planer certains risques sur le système financier en raison du niveau d'endettement élevé de maints emprunteurs de par le monde. En revanche, les institutions financières se trouvent en bonne posture dans un grand nombre de pays, y compris au Canada. De plus, les efforts qu'elles déploient dans les autres pays en vue d'assainir leurs bilans viendront encore renforcer la capacité du système financier à surmonter les chocs négatifs importants.

L'évolution de la conjoncture internationale

Avec la montée des cours du pétrole (Graphique 17), les prévisions concernant la croissance économique des pays industrialisés en 2004 se sont stabilisées durant les derniers mois, alors que les projections pour l'année 2005 ont été revues légèrement à la baisse (Graphique 18). Le rythme d'expansion escompté demeure néanmoins robuste, et certaines économies se rapprochent des limites de leur capacité de production. Plusieurs banques centrales ont donc commencé à réduire le degré de détente monétaire. De nouveaux relèvements des taux directeurs sont anticipés. Ainsi, les acteurs des marchés financiers s'attendent à ce que le taux cible des fonds fédéraux aux États-Unis soit majoré de 25 points de base additionnels cette année et d'environ 100 autres points l'an prochain (il se situe à 2 % à l'heure actuelle).

La progression des bénéfices des sociétés et le maintien de conditions de financement avantageuses ont concouru à un repli supplémentaire des divers indicateurs de stress financier. Selon Standard & Poor's, le taux de défaillance des émetteurs de titres de la catégorie spéculative, calculé d'après une moyenne mobile sur douze mois, est passé de 4,7 % à la fin de 2003 à 1,9 % en octobre 2004 (Graphique 19)¹⁹.

Dans l'ensemble, depuis la parution du numéro de juin, la situation est restée favorable, et la volatilité faible, sur les marchés financiers internationaux. La flambée que connaissent les cours du pétrole depuis le début d'août suscite toutefois quelques craintes.

19. Ce taux s'est établi à 5,3 % en moyenne entre 1981 et 2003.

Encadré 3

L'évaluation du risque de crédit associé aux prêts du FMI

Le recours plus fréquent à l'aide exceptionnelle du FMI, dans la foulée des crises de balances des capitaux survenues dans les économies émergentes, a eu pour effet d'accroître la concentration des créances du Fonds. C'est pourquoi, devant le risque accru que posaient à l'institution ses engagements auprès de quelques gros emprunteurs, les administrateurs ont accepté en 2002 de doubler le montant des encaisses de précaution en le portant à environ 10 milliards de droits de tirage spéciaux (DTS). Ils ont aussi demandé au personnel d'explorer des méthodes analytiques qui permettraient de mesurer l'adéquation du niveau de ces encaisses (FMI, 2004).

Le risque lié à la concentration du portefeuille de prêts du Fonds n'est pas nouveau; ce qui a changé en revanche, c'est la composition du bassin des emprunteurs du FMI. Sous le régime de changes fixes issu des accords de Bretton Woods, tous les pays membres étaient susceptibles de se trouver en position de créanciers ou de débiteurs. Or, au début des années 1980, une transformation s'opéra : les pays industriels devinrent des créanciers permanents, faisant ainsi peu à peu du FMI un prêteur pour les économies émergentes à haut risque. Parallèlement, la durée des programmes du Fonds s'allongea, certains d'entre eux étant même reconduits successivement. Sans doute le fait de prêter davantage et à plus long terme à un groupe relativement restreint de pays à marché émergent aura-t-il amplifié les risques encourus par le FMI, toutes choses égales par ailleurs.

Pour apprécier le niveau du risque de crédit attaché au portefeuille de prêts du Fonds, une mesure des créances irrécouvrables anticipées (CIA) a été établie en utilisant les cotes de crédit des emprunteurs souverains. En l'absence de telles cotes, les notations sont estimées à partir de données macroéconomiques et institutionnelles. Les créances irrécouvrables anticipées se calculent comme suit : pour chaque année, le montant de l'engagement du FMI dans chacun des pays inscrits au compte des ressources générales est multiplié par le taux de défaillance respectif des pays concernés; il y a ensuite sommation des résultats obtenus pour chacun des pays emprunteurs. Ainsi,

$$CIA_t = \sum_{i=1}^n ENG_{it} \times (DEF_{it} \times PCD)$$

CIA_t étant les créances irrécouvrables anticipées au temps t , ENG_{it} le niveau d'engagement du Fonds dans le pays i , DEF_{it} le taux de défaillance associé à la cote de crédit réelle ou estimée du pays considéré, et PCD , la perte en cas de défaillance exprimée en pourcentage. On constate que la valeur de CIA a crû avec le temps, passant de 550 millions de DTS en moyenne de 1990 à 1998, à plus de 2,9 milliards de DTS en 2003. Rapportée au volume de prêts, elle avoisinait 4,6 % en 2003, c'est-à-dire le double de la moyenne des années 1990.

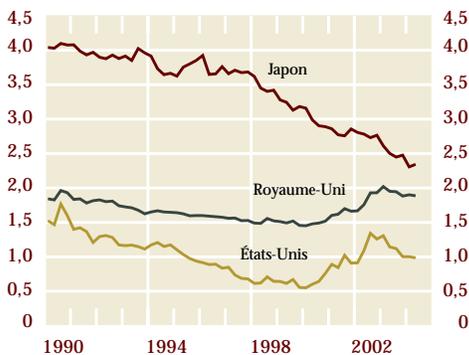
Cette simple mesure des créances irrécouvrables anticipées confirme bien que le risque de crédit du FMI a augmenté au cours de la dernière décennie. Pour les critiques de cette méthode d'évaluation du risque-crédit, une telle mesure est inappropriée, vu la nature unique du bilan du FMI et l'absence de défaut de paiement en 60 ans d'existence. Surtout, ces détracteurs ne manquent pas de souligner, avec raison, que le statut de créancier privilégié du Fonds et sa conditionnalité axée sur la politique économique réduisent d'emblée le risque de crédit que révélerait n'importe quel modèle d'évaluation traditionnel. Au lieu de techniques de gestion des risques classiques, le Fonds devra peut-être compter davantage sur son statut de créancier privilégié et l'efficacité de sa conditionnalité pour conserver un bilan sain, compte tenu de l'évolution structurelle observée dans le profil de ses prêts.

Graphique 20
Écart de rendement entre les obligations émises sur les marchés émergents (EMBI+) et les obligations du Trésor américain

En points de pourcentage



Graphique 21
Ratios emprunts / capitaux propres des sociétés



Nota : Les données des divers pays ne sont pas nécessairement comparables.

Sources : Réserve fédérale des États-Unis et Thomson Financial Datastream

Vulnérabilités à une augmentation des taux d'intérêt dans les économies étrangères

La plupart des acteurs du système financier semblent bien placés pour faire face à une hausse du loyer de l'argent. Une montée des taux d'intérêt se produirait vraisemblablement dans un climat d'expansion vigoureuse de l'activité et de gains soutenus au chapitre de l'emploi et des revenus. Dans ce contexte, il est peu probable qu'un renchérissement des emprunts ait des retombées négatives sur le système financier, encore que certains emprunteurs ou pays lourdement endettés puissent se trouver en proie à des difficultés.

Les écarts de rendement relatifs aux titres des pays à marché émergent se sont nettement rétrécis depuis quelques mois, après s'être brusquement creusés entre la fin d'avril et le milieu de mai 2004 à la perspective d'un resserrement hâtif de la politique monétaire américaine (Graphique 20). Comme la *Revue* de juin en faisait mention, il se peut que les investisseurs veuillent se défaire de leurs actifs des marchés émergents si les taux d'intérêt dans les pays industriels augmentent plus rapidement et/ou davantage que ce que l'on anticipe aujourd'hui. D'après Standard & Poor's, un relèvement modéré des taux d'intérêt dans le monde aurait peu d'effet sur la qualité des obligations émises dans les économies émergentes, mais une hausse plus marquée amènerait peut-être une révision à la baisse de la cote de crédit de certains de ces pays²⁰.

Une forte détérioration de la qualité des titres émis dans les marchés émergents pourrait avoir une incidence défavorable sur les créanciers, aussi bien privés qu'officiels. D'aucuns estiment que même le Fonds monétaire international (FMI) ne serait pas à l'abri (Encadré 3). Il y a tout lieu de croire cependant que la situation financière du FMI demeurera solide, compte tenu de l'approche que suit l'organisme pour l'octroi de ses prêts et le traitement des arriérés de paiement, de son recours plus fréquent aux analyses de soutenabilité de la dette pour prendre ses décisions en matière de prêt et de son statut de créancier privilégié.

Dans de nombreux pays industriels, les entreprises se sont attachées avec ardeur à assainir leurs bilans

20. Standard & Poor's (2004). Deux scénarios sont envisagés. Dans le premier, les rendements des obligations du Trésor américain à dix ans passent progressivement d'une moyenne de 4,3 % en 2004 à 5,8 % en 2008. Dans le second scénario, ces rendements atteignent 7,3 % en 2008. Le rapport de Standard & Poor's analyse l'effet de ces deux scénarios sur la situation financière de quelques émetteurs souverains dont les titres sont cotés au moins BBB et de quelques autres dont les titres ont des cotes inférieures.

depuis 2002. Elles ont réduit leur endettement (Graphique 21), amélioré leur trésorerie en assortissant leurs emprunts d'échéances plus longues et accru leur rentabilité (Graphique 22). Les progrès accomplis varient d'un pays à l'autre, mais, dans beaucoup d'économies avancées, les sociétés paraissent en bonne position pour faire face à une hausse du loyer de l'argent²¹.

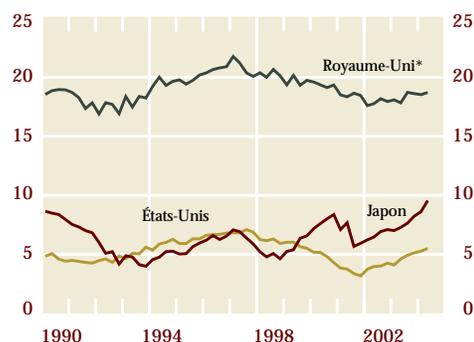
À l'inverse des entreprises, les ménages ont continué de s'endetter dans la majorité des pays industrialisés (Graphique 23). Mais comme leurs emprunts sont en grande partie de nature hypothécaire, ils sont garantis par la valeur des biens financiers. Aussi l'endettement des ménages n'est-il pas perçu comme une menace pour la stabilité du système financier dans la plupart de ces pays.

Les institutions financières dans la majorité des économies développées semblent bien placées pour affronter les risques dont il est question ci-dessus. Leur rentabilité reste élevée, tout comme le niveau de leurs fonds propres (Graphique 24). Au Japon, les mesures correctives adoptées en vue d'atténuer les vulnérabilités du secteur bancaire portent visiblement leurs fruits²².

L'analyse des déséquilibres dans le monde présentée aux pages 13 et 14 de la *Revue* de juin conserve toute son actualité, car les déséquilibres extérieurs des États-Unis, auxquels font écho ceux observés ailleurs dans le monde, demeurent une source d'incertitude pour le système financier mondial. Leur réduction nécessitera divers ajustements d'ordre politique ou structurel. L'un d'eux est déjà amorcé : depuis juin, le dollar américain s'est en effet déprécié par rapport aux autres monnaies selon une moyenne pondérée en fonction des échanges commerciaux.

Graphique 22
Bénéfices des sociétés

En pourcentage du PIB



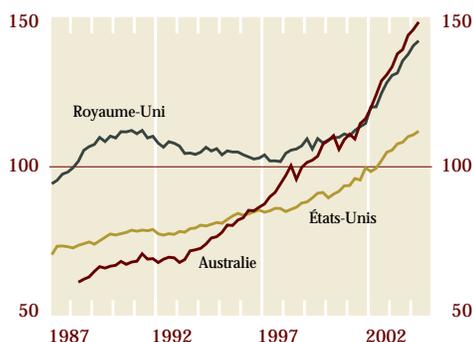
* La dépréciation est prise en compte dans le cas de ce pays.

Nota : Les bénéfices sont définis différemment suivant les pays; les ratios ne sont donc pas comparables.

Sources : Bureau of Economic Analysis (États-Unis), Thomson Financial Datastream et Banque des Règlements Internationaux (BRI)

Graphique 23
Endettement des ménages

En pourcentage du revenu disponible



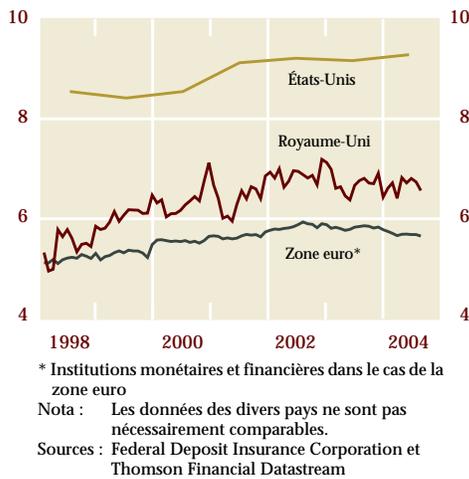
Nota : Les données des divers pays ne sont pas nécessairement comparables.

Sources : Réserve fédérale des États-Unis, Thomson Financial Datastream et BRI

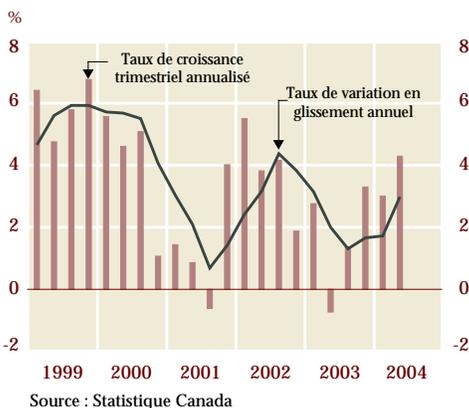
21. Dans la livraison de juin 2004 de la *Financial Stability Review*, la Banque d'Angleterre estime toutefois que l'endettement des sociétés au Royaume-Uni est supérieur au niveau souhaitable à long terme.

22. Grâce à la poursuite de leurs efforts de restructuration et à l'amélioration de la conjoncture économique, trois des quatre grandes banques nippones ont renoué avec la rentabilité : leurs pertes sur prêts (en proportion de l'ensemble de leurs prêts) ont diminué et le ratio de leurs fonds propres a progressé cette année. Vu ce redressement remarquable, Moody's a relevé la cote de crédit de quatre banques japonaises en juillet dernier. Un grand nombre de banques de l'archipel restent néanmoins fragiles, en particulier les institutions régionales. Il ne faut pas oublier non plus que, si les ratios de fonds propres paraissent adéquats, une part non négligeable de ces fonds (environ 30 %) sont toujours constitués d'actifs d'impôts reportés.

Graphique 24
Ratio des fonds propres à l'ensemble de l'actif du secteur bancaire



Graphique 25
Croissance du PIB réel au Canada



Graphique 26
Situation financière des sociétés non financières canadiennes



L'évolution de la conjoncture au Canada

L'économie canadienne

L'économie canadienne a crû à un rythme vigoureux au premier semestre de 2004 (Graphique 25). L'augmentation des exportations et de la demande intérieure finale, en particulier, a été assez robuste. La poursuite de la vive croissance de la demande intérieure finale devrait contribuer dans une large mesure à une forte expansion de l'économie jusqu'en 2006. Bien que l'accélération continue de l'activité économique mondiale se traduira vraisemblablement par une nouvelle progression des exportations canadiennes, celle-ci sera sans doute plus que contrebalancée par l'essor des importations. De fait, on estime que l'appréciation du dollar canadien observée depuis le début de 2003 limitera la hausse des exportations canadiennes et stimulera plutôt celle des importations tout au long de 2005.

Le secteur des entreprises

La situation financière du secteur des entreprises non financières s'est encore améliorée au cours des trois premiers trimestres de 2004. La rentabilité s'est raffermie entre la fin de 2003 et le troisième trimestre de 2004, et le recours à l'effet de levier est demeuré très faible (Graphique 26). En particulier, les marges bénéficiaires des sociétés se sont considérablement accrues dans la plupart des secteurs très ouverts au commerce international, du fait de la croissance plus rapide de la production et de majorations substantielles des prix de vente, et en dépit de l'appréciation du dollar canadien. Les bénéfices sont également restés assez élevés dans la plupart des secteurs peu tributaires du commerce international.

L'envolée des prix des produits de base énergétiques et non énergétiques amorcée au début de 2004 a également contribué à l'augmentation des prix de vente et a eu ainsi des effets importants sur la rentabilité de certains secteurs²³. Dans les industries des produits de base, les bénéfices ont beaucoup augmenté durant les trois premiers trimestres de l'année. Par contre, une dégradation de la rentabilité a été enregistrée dans certains des secteurs qui dépendent massivement des produits de base (le transport aérien, par exemple), tout particulièrement chez les entreprises dont la capacité

23. L'augmentation générale des prix des produits de base est attribuable surtout à la reprise vigoureuse de l'économie mondiale. À court terme, les effets sur les bénéfices ont été limités par les opérations de couverture (de la part aussi bien des producteurs que des consommateurs de matières premières) et par la présence de contrats de prix à long terme.

de répercuter l'augmentation des coûts sur les prix de vente est restreinte. Parallèlement, d'autres secteurs aux prises avec des coûts de matières premières relativement élevés (comme la fabrication de produits chimiques) ont tout de même vu leurs bénéfices grimper davantage, grâce à une hausse marquée de la demande ayant fait sensiblement progresser la production et les prix des produits.

À la faveur de l'amélioration globale de la rentabilité, la confiance des grandes entreprises est demeurée solide (Graphique 27). Par contre, celle des petites entreprises s'est légèrement détériorée depuis la fin de 2003, en raison des effets défavorables de l'escalade des coûts de l'assurance et de l'énergie²⁴.

Les secteurs industriels

Quelques branches d'activité continuent d'être soumises à un certain stress financier depuis le début de 2004. Celles-ci ne représentent toutefois que 13 % environ du capital du secteur des entreprises non financières, et le risque qu'elles présentent pour le système financier est par conséquent limité.

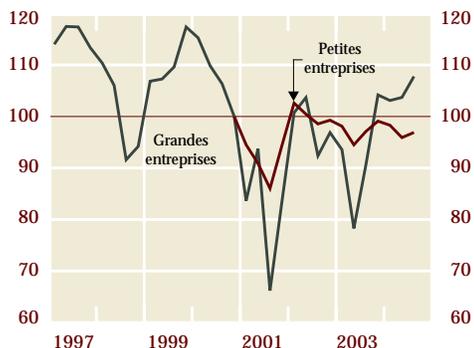
Un net redressement de la rentabilité du secteur de l'automobile a été observé en 2003 et durant les trois premiers trimestres de 2004 (Graphique 28). Il est probable que les marges bénéficiaires des fabricants de pièces d'automobiles se rétréciront considérablement au cours des prochains mois, en raison du renchérissement marqué des matières premières (à mesure que sont renégociés les contrats à long terme) et de la menace que représente la concurrence étrangère.

La rentabilité des industries du bois et du papier a beaucoup faibli à la fin de 2003 et au début de 2004, du fait surtout de l'appréciation notable du dollar canadien et de la flambée des cours de l'énergie (Graphique 29). La hausse des prix des produits (en particulier des matériaux de construction) a fait grimper les bénéfices aux deuxième et troisième trimestres de 2004. Cependant, ces prix ayant sensiblement fléchi depuis la mi-septembre et le dollar canadien s'étant raffermi par la suite, les bénéfices accuseront sans doute un net recul vers la fin de l'année.

Les bénéfices des fabricants de produits électroniques et informatiques sont demeurés peu élevés durant les trois premiers trimestres de 2004, et ce, malgré la reprise soutenue de la production amorcée à la fin de 2002 (Graphique 30). La persistance

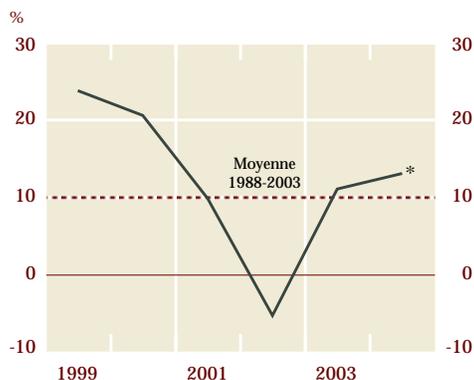
Graphique 27
Confiance des entreprises canadiennes

Base 100 de l'indice = 4^e trimestre de 2000



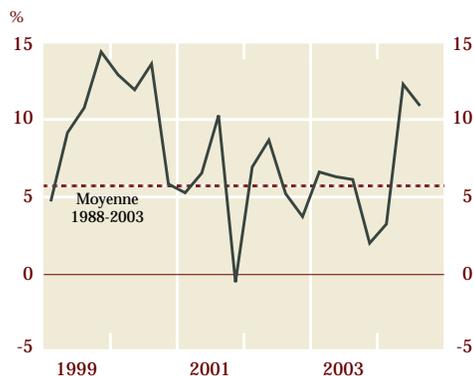
Sources : Conference Board du Canada et étude effectuée par la Fédération canadienne de l'entreprise indépendante

Graphique 28
Rendement des capitaux propres dans le secteur de la construction automobile



* Estimation
Source : Statistique Canada

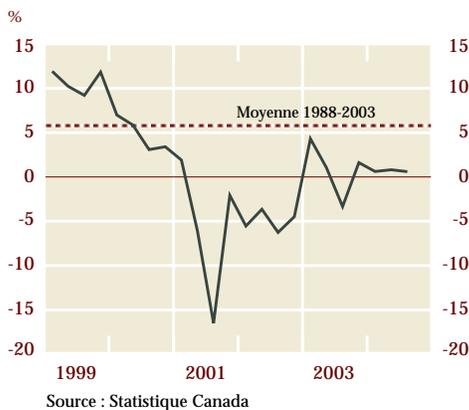
Graphique 29
Rendement des capitaux propres dans le secteur de la fabrication de produits en bois et en papier



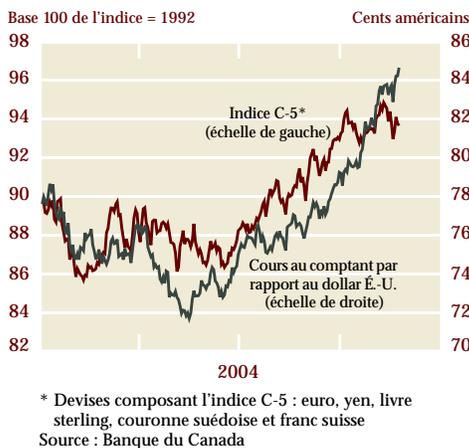
Source : Statistique Canada

24. Une analyse des effets possibles des hausses prévues des taux d'intérêt sur les bilans des entreprises canadiennes est présentée à la page 5 de la présente publication, dans la section « Principaux enjeux ».

Graphique 30
Rendement des capitaux propres dans le secteur de la fabrication de matériel électronique et informatique



Graphique 31
Taux de change du dollar canadien



d'intenses pressions concurrentielles, notamment dans le marché de l'équipement de télécommunication, aura probablement pour effet à court terme de maintenir les profits à un bas niveau.

La situation financière de l'industrie canadienne du transport aérien connaît un redressement depuis le début de 2004, grâce aux mesures de restructuration prises dans ce secteur et à l'augmentation récente du trafic aérien. Cette amélioration a cependant été considérablement restreinte par la hausse prononcée du coût du carburant. En outre, quelques avionneurs canadiens ont dû faire face à des pressions accrues en raison de l'intensification du stress financier subi par certains de leurs grands clients américains.

Les conditions demeurent peu reluisantes dans le secteur canadien de l'élevage, les exportations de bovins vivants étant toujours frappées d'un embargo après la découverte d'un cas d'encéphalopathie spongiforme bovine au pays. La capacité d'abattage étant insuffisante au Canada, les prix du bétail canadien risquent fort de rester à de faibles niveaux pendant encore un certain temps. Les gouvernements fédéral et provinciaux ont toutefois promis d'accorder une aide financière supplémentaire à cette industrie.

À court terme, la situation financière de bon nombre d'industries ayant une forte vocation exportatrice — et ne pouvant compter sur des facteurs compensatoires tels qu'une nouvelle augmentation de la demande mondiale ou des cours des produits de base — se ressentira probablement du raffermissement que connaît le dollar canadien depuis quelques mois (Graphique 31). Les effets défavorables sur la rentabilité, parmi les industries qui subissaient déjà un stress financier, devraient être particulièrement prononcés dans celles du bois et du papier, de la fabrication de pièces automobiles et de la fabrication de produits électroniques et informatiques. Toutefois, les institutions financières ayant des portefeuilles adéquatement diversifiés ne devraient pas être durement touchés, dans l'ensemble, par la dégradation de la situation financière des entreprises de ces branches d'activité.

Le système financier

Les marchés financiers

L'évolution récente des marchés financiers a été déterminée par des facteurs liés à la croissance économique mondiale et à la réduction du degré de détente monétaire. Jusqu'à maintenant, les marchés ont réagi de manière ordonnée au resserrement des conditions monétaires. De fait, la

volatilité est restée limitée, les obligations et les actions se négociant encore dans des fourchettes de valeurs relativement étroites (Graphique 32). Certains facteurs continuent toutefois de faire planer des risques sur les marchés financiers mondiaux. À ce chapitre, mentionnons la récente escalade des cours du pétrole et la possibilité que les taux d'intérêt augmentent davantage et plus rapidement que prévu.

L'adaptation à des taux directeurs plus élevés

Comme il a été mentionné précédemment, plusieurs banques centrales ont déjà commencé à réduire le degré de détente monétaire. Jusqu'ici, cependant, le moment et l'ampleur des hausses de taux ont été largement anticipés par les opérateurs, si bien que la volatilité ne s'est pas accrue sur les marchés.

Dans l'ensemble, le relèvement des taux directeurs a eu des effets relativement limités sur les rendements à long terme au Canada et aux États-Unis (Graphique 33). Dans les deux pays, son incidence sur le rendement des obligations à 10 ans a été contrebalancée en bonne partie par les inquiétudes des participants aux marchés quant à la durabilité de la reprise aux États-Unis (et ses retombées sur le Canada).

À ce jour, la progression des taux d'intérêt à court terme n'a pas eu de répercussions notables sur les autres catégories d'actifs. Les valeurs boursières ont généralement fluctué à l'intérieur d'une fourchette étroite en 2004 (Graphique 34). Si les bénéfices escomptés ont réagi négativement à la majoration des taux d'intérêt, ils sont néanmoins restés élevés, en raison du dynamisme de l'économie mondiale. Il subsiste un risque que les relèvements des taux d'intérêt soient plus rapides et plus importants qu'on ne le prévoit actuellement et, partant, que les prix des actifs, y compris des actions, n'en subissent le contrecoup²⁵.

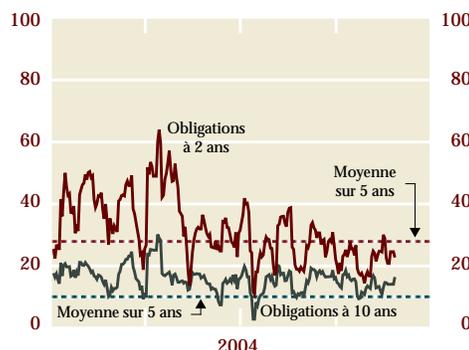
Cours du pétrole

Le principal risque pesant actuellement sur les marchés financiers internationaux tient à l'escalade des prix du pétrole, qui atteignent des sommets en valeur nominale, et à ses répercussions sur les perspectives de croissance à long terme de l'économie mondiale ainsi que sur la volatilité de ces marchés (Graphique 17). S'ils restent à de hauts niveaux, les cours de l'énergie vont en effet influencer

25. On trouvera aux pages 4 à 8 de la livraison de juin 2004 de la *Revue* une analyse détaillée des facteurs qui influent sur les prix des actifs financiers, notamment la perspective d'une montée des taux d'intérêt et les risques qui pèsent sur la valeur des actifs. Ces observations restent d'actualité.

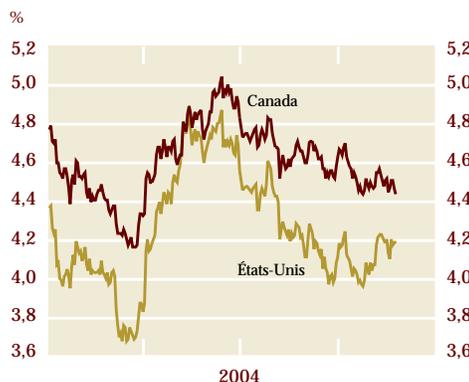
Graphique 32
Volatilité des rendements des obligations américaines à 2 ans et à 10 ans

Volatilité calculée sur 10 jours puis annualisée



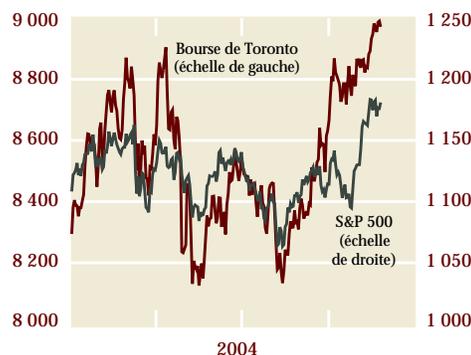
Source : Banque du Canada

Graphique 33
Rendement des obligations canadiennes et américaines à 10 ans



Source : Banque du Canada

Graphique 34
Indices boursiers nord-américains



Source : Banque du Canada

sur les marchés financiers de diverses manières, notamment en modérant les profits et par conséquent les prix des actions des sociétés du secteur non énergétique, et en faisant varier les taux de change nominaux. L'incidence nette que les cours élevés du pétrole auront sur les marchés des titres à revenu fixe sera probablement plus difficile à cerner, car le mouvement de ces cours pourrait tout aussi bien limiter l'expansion économique mondiale (et créer ainsi des pressions à la baisse sur les rendements) qu'alimenter l'inflation (et exercer des pressions à la hausse sur ces derniers). Toutefois, étant donné que l'inflation sous-jacente demeure à un bas niveau et que les attentes d'inflation sont bien ancrées, les opérateurs du marché prévoient que les conséquences du renchérissement du pétrole se feront surtout sentir sur l'activité économique.

Agences fédérales de refinancement hypothécaire

L'Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO), organisme chargé de surveiller les agences fédérales de refinancement hypothécaire aux États-Unis²⁶, a récemment publié un rapport critiquant les méthodes comptables de Fannie Mae. Cette dernière se serait livrée à une vaste manipulation de ses profits, dans le but, selon l'OFHEO, d'en atténuer la volatilité et de répondre ainsi plus facilement aux attentes en matière de bénéfices. Qui plus est, le rapport laisse entendre que Fannie Mae aurait également enfreint les règles relatives au traitement comptable des produits dérivés dont elle se sert en vue de couvrir les risques liés à ses positions au titre des prêts hypothécaires sous-jacents.

Ces révélations n'ont eu jusqu'à présent qu'une incidence limitée et relativement isolée sur les marchés financiers. Toutefois, la mise au jour d'autres faits préoccupants à l'égard des agences américaines de refinancement hypothécaire en général risquerait fort, étant donné la taille de leur bilan et leur niveau de participation aux marchés financiers, de compromettre la stabilité de ces marchés. Bien que les marchés libellés en dollars É.-U. seraient principalement touchés, des répercussions ne sont pas à exclure au Canada, compte tenu des liens étroits qui existent entre les marchés canadiens et américains des titres à revenu fixe et des produits dérivés.

26. Les agences américaines de refinancement hypothécaire, telles que Fannie Mae et Freddie Mac, sont constituées en vertu d'une loi du Congrès et appartiennent à des actionnaires privés. Elles achètent aux bailleurs de fonds initiaux des prêts hypothécaires à l'habitation et ont pour mandat de faciliter l'achat de maisons aux ménages à faibles et moyens revenus.

Troisième société financière américaine en importance au chapitre de l'actif, Fannie Mae joue un rôle essentiel dans le financement des prêts hypothécaires à l'habitation aux États-Unis (Graphique 35). Elle est aussi, après le Trésor américain, le deuxième émetteur de titres libellés en dollars É.-U. et un acteur incontournable du marché des produits dérivés de taux d'intérêt. C'est pourquoi tout changement notable quant à l'utilisation que cette agence fait des produits dérivés, en tant qu'instruments de couverture, pourrait avoir d'importantes conséquences pour les marchés des options et des swaps de taux d'intérêt en dollars américains.

Depuis la publication du rapport de l'OFHEO, Fannie Mae a convenu de détenir, à l'égard des prêts, 30 % de fonds propres de plus que ce que n'exigeait auparavant l'organisme de réglementation. L'agence Freddie Mac avait accepté de prendre une mesure identique l'an dernier, après qu'on eut découvert chez celle-ci des irrégularités comparables analogues. De son côté, Standard & Poor's a mis sous surveillance, en vue d'un abaissement éventuel, les créances de second rang et actions privilégiées de Fannie Mae.

En dépit de toute l'attention qui a été portée aux problèmes de communication financière de Fannie Mae et Freddie Mac, les trois premières agences de notation internationales continuent d'accorder la plus haute cote possible (soit AAA) aux créances prioritaires de ces sociétés, en raison de la garantie implicite fournie par l'État. Bien que leurs créances de second rang soient sous surveillance et assorties de la cote AA-, on estime très peu probable que Fannie Mae ou Freddie Mac se trouvent en défaut de paiement.

Évolution de la réglementation et autres faits nouveaux

Le 26 juin 2004, les gouverneurs des banques centrales et les responsables des organismes de surveillance des banques des pays du groupe des Dix (G10) ont approuvé la publication du document intitulé *Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres — nouveau dispositif*, qui expose le cadre d'adéquation des fonds propres révisé, généralement connu sous le nom de « Bâle II ».

Le nouveau dispositif devrait améliorer la stabilité du système financier dans son ensemble. Il précise les modalités d'adoption, par les banques, de niveaux minimums des fonds propres plus sensibles au risque²⁷. Il étaye les exigences minimales en

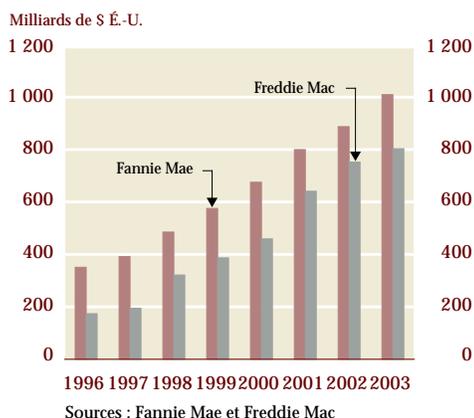
27. L'article intitulé « Bâle II et les exigences de fonds propres applicables aux banques » à la page 65 de la présente édition de la *Revue* contient une analyse de certaines conséquences potentielles de ces modifications.

matière de fonds propres en définissant les principes que doivent appliquer les banques, dans l'évaluation de l'adéquation de leurs fonds propres, et que doivent utiliser les autorités de contrôle, dans la vérification de ces évaluations, pour faire en sorte que les banques détiennent des réserves adaptées à l'ensemble des risques auxquels elles s'exposent. Bâle II vise également à renforcer la discipline de marché en améliorant la transparence de la divulgation des renseignements financiers. La mise en place du nouveau dispositif devrait commencer dans les juridictions membres dans les derniers mois de 2007.

Au Canada, en novembre 2004, le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) a apporté à sa ligne directrice B-5 des modifications concernant les opérations sur actifs. Bon nombre de ces modifications visent à harmoniser les règlements relatifs à la titrisation des actifs au Canada avec ceux d'autres pays. L'Encadré 4 décrit comment les modifications en question sont susceptibles de stimuler la croissance sur le marché canadien du papier commercial adossé à des actifs.

Les secteurs des valeurs mobilières du Canada et des États-Unis envisagent de passer au traitement direct pour la compensation et le règlement des opérations sur titres, ce qui devrait accroître l'efficacité fonctionnelle du processus de règlement de ces opérations²⁸. La Banque du Canada appuie l'Association canadienne des marchés des capitaux (ACMC) et tous les participants aux secteurs canadiens des valeurs mobilières et de la réglementation financière dans leurs efforts pour se doter de capacités de traitement direct²⁹. Afin de progresser dans cette voie, l'ACMC a décidé, depuis la parution de la livraison de juin 2004 de la *Revue*, de reclasser ses principales priorités. Elle se concentrera maintenant sur la réalisation de la correspondance des dates de transactions institutionnelles (c'est-à-dire l'acceptation des modalités relatives à une transaction le jour de l'exécution de ce dernier), l'obstacle jugé le plus difficile à surmonter pour le marché canadien dans la mise en place du traitement direct.

Graphique 35
Actif total de Fannie Mae et de Freddie Mac



28. Le traitement direct est défini comme étant la communication des renseignements relatifs aux opérations sur titres de façon fluide par voie électronique — en temps opportun, avec précision et d'un système à l'autre — à tous les participants au processus de traitement sans intervention manuelle ni redondante. Voir l'encadré de la page 26 de la livraison de juin 2004 de la *Revue*.

29. Créée en août 2000, l'ACMC joue le rôle de tribune pour la promotion et la coordination de la mise en place du traitement direct dans l'ensemble du secteur.

Encadré 4

La nouvelle ligne directrice B-5 du BSIF et le marché canadien du PCAA

Le 23 novembre 2004, le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) publiait une nouvelle version de sa ligne directrice B-5 relative aux opérations de titrisation de l'actif. Bon nombre des modifications qui y ont été apportées visent à harmoniser la réglementation canadienne en la matière avec celle d'autres pays. Le projet de ligne directrice clarifie également plusieurs dispositions de l'ancienne ligne directrice B-5.

Les modifications qui pourraient avoir l'incidence la plus marquée sur le système financier canadien concernent les mécanismes visant l'amélioration de la liquidité du papier commercial adossé à des actifs (PCAA). Elles suppriment un important obstacle à la croissance potentielle du marché canadien du PCAA, ce qui devrait aider à accroître l'efficacité des marchés financiers en dollars canadiens.

Puisque l'échéance des actifs qui composent les garanties est habituellement postérieure à celle du PCAA qui sert à les financer, une forme quelconque de réserve de liquidité est indispensable pour pallier le risque à terme (*rollover risk*) et l'asymétrie des échéances. Ainsi, les programmes d'émission de PCAA prévoient l'acquisition d'une couverture de liquidité. Selon l'ancienne ligne B-5, cette protection devait au moins prémunir contre ce qu'on appelait une « désorganisation des marchés », notion qui n'a jamais été définie mais qui était interprétée par les opérateurs comme étant une situation dans laquelle « il serait impossible d'émettre sur le marché le moindre dollar de papier commercial adossé à des créances ou de papier de sociétés, quel qu'en soit le prix ».

Étant donné que les agences de notation Standard & Poor's et Moody's considéraient les mécanismes canadiens de rehaussement de liquidité comme étant trop restrictifs, elles ont été réfractaires à assigner au PCAA canadien leur cote d'investissement de qualité la plus élevée. En revanche, une banque canadienne qui offrirait une couverture de liquidité moins restrictive devrait, au minimum, se plier à des exigences réglementaires plus lourdes en matière de fonds propres, ce qui pourrait rendre le programme de PCAA moins intéressant.

Aux termes de la nouvelle ligne directrice B-5, on entend par désorganisation du marché une « désorganisation du marché canadien des effets de commerce attribuable à l'incapacité des émetteurs canadiens

d'effets de commerce, y compris la structure ad hoc, d'émettre un effet de commerce, lorsque l'incapacité n'est pas imputable à la réduction de la qualité du crédit de la structure ad hoc ou d'un initiateur ou de la détérioration du rendement des actifs de structure ad hoc »¹. S'il se produit une désorganisation du marché n'ayant pas d'incidence sur le crédit, il sera donc possible de bénéficier de la réserve de trésorerie, satisfaisant ainsi les critères moyennant lesquels Moody's et Standard & Poor's pourraient accorder au PCAA canadien leur cote d'investissement de qualité la plus élevée, sans exigence supplémentaire en matière de fonds propres.

En outre, la nouvelle ligne directrice reconnaît qu'il pourrait être superflu d'assortir le rehaussement de liquidité d'une clause restrictive relative à la désorganisation du marché, de sorte que ce type de facilité se comparerait à celle qu'offrent couramment les autres marchés. Toutefois, le recours à cette option supposerait des exigences supplémentaires en matière de fonds propres, comme l'énonce Bâle II. Moody's et Standard & Poor's ont indiqué que cette méthode pourrait également satisfaire les normes qu'elles appliquent à leur cote à court terme la plus élevée.

Les banques canadiennes pourront donc offrir une couverture de liquidité élargie aux programmes d'émission de PCAA canadien, et ce, de manière économique. Bien qu'il soit prématuré de spéculer sur l'option qu'adopteront les banques, le cas échéant, parmi celles qui sont disponibles en matière de liquidité, et donc de dire si Moody's ou Standard & Poor's seront en mesure d'accorder au PCAA canadien leur notation à court terme la plus élevée, le marché canadien, semble-t-il, disposera à tout le moins de cette option.

Même si l'agence Dominion Bond Rating Service (DBRS) du Canada accorde déjà au PCAA canadien sa cote à court terme la plus élevée, bon nombre d'investisseurs institutionnels ne jugent un investissement acceptable que si deux notations de cette qualité lui sont octroyées. Ainsi, la nouvelle ligne directrice B-5 pourrait accroître grandement la demande de PCAA canadien et donner aux grandes sociétés emprunteuses un accès plus large et plus économique au financement.

1. Le PCAA est un titre négociable émis par une structure d'accueil ou « structure ad hoc » au sein de laquelle sont regroupés de nombreux actifs.

Les institutions financières

Les grandes banques canadiennes ont maintenu une forte rentabilité au cours des trois premiers trimestres de l'exercice 2004. Le taux de rendement moyen des capitaux propres au cours du troisième trimestre s'est établi à 19,3 %, comparativement à 18,7 % au deuxième trimestre et à 16,5 % pour l'ensemble de 2003 (Graphique 36).

Jusqu'à maintenant, en 2004, la stratégie de diversification des volets d'activités suivies par les grandes banques canadiennes a favorisé la croissance soutenue de la rentabilité. Bien que l'on observe des différences notables entre les rendements obtenus, dans l'ensemble, les principaux volets de la stratégie de diversification de chacune d'elles ont donné de bons résultats. La qualité du crédit a continué de se raffermir, les provisions pour pertes sur prêts en pourcentage de l'actif moyen ayant décliné pour s'établir à 0,04 % au troisième trimestre de 2004 (Graphique 37). Les résultats des opérations à l'étranger sont demeurés mitigés, cependant.

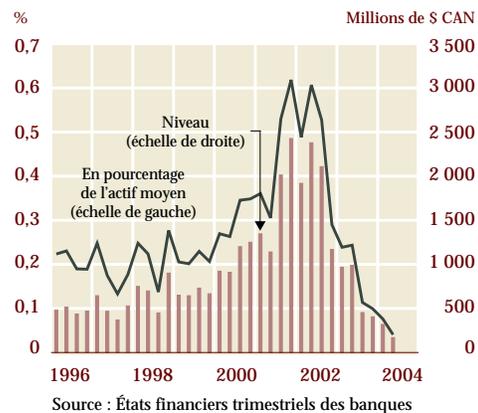
Les grandes banques canadiennes continuent de faire état de ratios élevés de fonds propres (Graphique 16), largement supérieurs au minimum exigé. Du point de vue de la stabilité financière, la position solide du système bancaire canadien en ce qui a trait aux fonds propres pourrait servir de tampon et ainsi faciliter l'absorption des chocs inattendus susceptibles d'être préjudiciables aux banques. Ces niveaux élevés de fonds propres procurent aux banques les réserves à même lesquelles elles pourront effectuer de nouvelles acquisitions ou encore continuer d'augmenter leurs dividendes ou mener leurs programmes de rachat d'actions ordinaires. De fait, le Groupe Financier Banque TD a annoncé l'achat d'une participation de 5 milliards de dollars dans Banknorth Group of Maine, participation qui lui confère le contrôle de cette dernière. L'opération, qui doit recevoir l'approbation des actionnaires de Banknorth et des autorités de réglementation des États-Unis et du Canada, devrait être conclue en février 2005³⁰.

La tenue du secteur de l'assurance vie est demeurée vigoureuse durant les trois premiers trimestres de 2004, le rendement des capitaux propres des trois assureurs canadiens les plus importants s'établissant à environ 15 % (Graphique 38). De solides bilans, un chiffre d'affaires florissant dans la majorité des gammes de produits et une bonne diversification géographique ont aidé les assureurs à maintenir leurs bénéfices.

Graphique 36
Bénéfices des banques



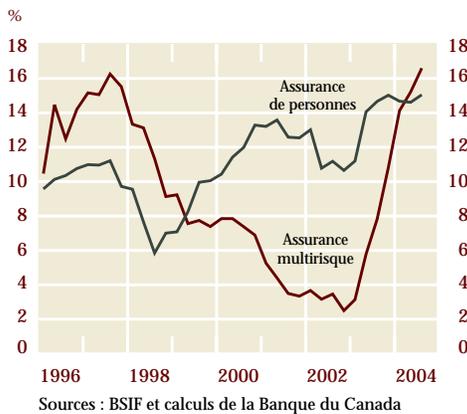
Graphique 37
Provisions pour pertes sur prêts des banques



30. D'autres acquisitions étrangères, plus modestes, ont aussi été réalisées par les banques canadiennes.

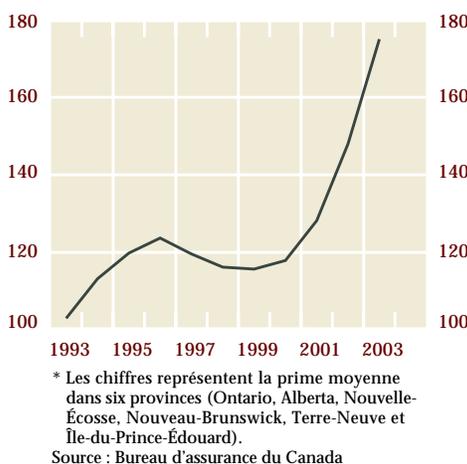
Graphique 38
Rendement des capitaux propres des sociétés d'assurance

Moyenne mobile sur 4 trimestres



Graphique 39
Moyenne des primes nominales souscrites pour les voitures de tourisme*

Indice annuel (base 100 de l'indice = 1992)



La rentabilité des sociétés d'assurance multirisque, qui s'était fortement redressée en 2003, s'est améliorée encore davantage durant les trois premiers trimestres de 2004. La majoration des primes et la hausse des revenus de placement ont permis au secteur de déclarer un rendement des capitaux propres de l'ordre de 18 % pour la période écoulée depuis le début de 2004; celui-ci avait été de 11,3 % en 2003 et de seulement 1,7 % en 2002. L'incertitude perdue toutefois en ce qui a trait aux espoirs de performance du marché de l'assurance automobile, qui compte pour plus de la moitié de l'ensemble des primes perçues. Certains gouvernements provinciaux ont instauré des diminutions de primes ou des gels de taux en 2003-2004 en échange d'économies de coûts sectorielles (grâce à des réformes législatives qui devraient réduire les actions en justice contre les compagnies d'assurance). Les conséquences de la réduction des primes sur les taux de rendement du secteur devraient toutefois être plus importantes en 2005, lorsque cette réduction aura été entièrement transmise aux titulaires de polices d'assurance automobile (Graphique 39).

À la fin d'octobre, l'Attorney General de New York a entamé une poursuite contre Marsh & McLennan, premier courtier d'assurances en importance au monde, alléguant que ce dernier avait reçu des paiements spéciaux (couramment appelés « commissions conditionnelles ») de compagnies d'assurance facturant des commissions supérieures à la normale. Bien que l'incidence sur la valeur marchande des fonds propres de la plupart des compagnies d'assurance, y compris des compagnies d'assurance canadiennes, ait été appréciable, l'on ne saurait affirmer avec certitude dans quelle mesure l'enquête menée aux États-Unis influera sur le secteur canadien de l'assurance³¹.

Les systèmes de compensation et de règlement

Les mécanismes de compensation et de règlement constituent une composante clé du système financier, car c'est grâce à eux que s'effectuent la compensation et le règlement des paiements et des autres obligations financières. La Banque du Canada fournit des services à un certain nombre de ces mécanismes, notamment le Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV), qui sert à régler les paiements dont le montant est élevé ou dont la date et l'heure de règlement revêtent une importance cruciale, le Système automatisé de compensation et de règlement (SACR), qui

31. En 2004, les sociétés canadiennes d'assurance multirisque ont versé des commissions spéciales aux courtiers d'assurance.

traite principalement les paiements de détail de moindre valeur et certains paiements électroniques, le CDSX (le système canadien de règlement de valeurs) et la Continuous Linked Settlement Bank (CLS Bank), un système international de règlement des opérations de change. Vu leur importance systémique, le STPGV et le CDSX sont assujettis à la surveillance officielle de la Banque, qui supervise aussi les activités de la CLS Bank de concert avec les autres banques centrales émettrices des monnaies admises dans le cycle de règlement de cette dernière³².

L'évolution récente

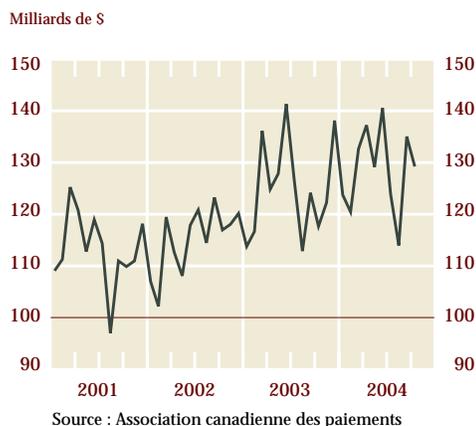
La valeur des paiements transitant par le STPGV a connu une croissance modeste de 3 % au cours des trois premiers trimestres de 2004 par rapport à la période correspondante de 2003, et s'est chiffrée en moyenne à 129 milliards de dollars par jour (Graphique 40). Le 2 juillet, le premier jour suivant le congé du 1^{er} juillet (date à laquelle les flux de paiement sont généralement élevés), un nombre record de transactions (environ 29 000, pour un montant total de 163 milliards de dollars) a été traité par le système.

La croissance des flux de paiement dans le STPGV peut être attribuée, entre autres, à la poursuite de la migration des effets de grande valeur en provenance du SACR. Au sein de celui-ci, la valeur des transactions réglées s'est élevée à approximativement 16 milliards de dollars par jour en moyenne au cours des trois premiers trimestres de 2004, ce qui représente une diminution de quelque 0,7 milliard de dollars par rapport au niveau enregistré un an auparavant (Graphique 41). Les flux de paiement transitant par le SACR, qui ne sont pas aussi bien protégés contre le risque que ceux traités par le STPGV, ont affiché une tendance à la baisse au cours des quatre dernières années et sont maintenant inférieurs d'environ 5 milliards de dollars à leur niveau moyen quotidien de 2000.

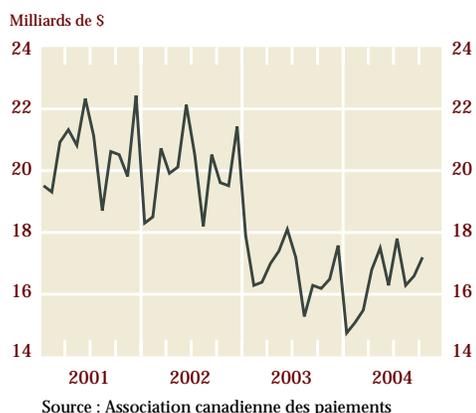
Le 18 octobre, une nouvelle institution, la State Street Bank and Trust Company, a adhéré au STPGV, portant à 15 le nombre de participants au système (dont la Banque du Canada). Il s'agit du premier nouveau membre du STPGV depuis l'entrée en activité de ce dernier en février 1999.

La période de transition de douze mois conduisant à l'application généralisée du modèle de mesure du risque du CDSX (le système qui, au Canada, permet de régler pratiquement toutes les opérations sur titres en dollars canadiens) a pris

Graphique 40
Valeur des paiements traités par le STPGV
Moyenne mensuelle des montants quotidiens



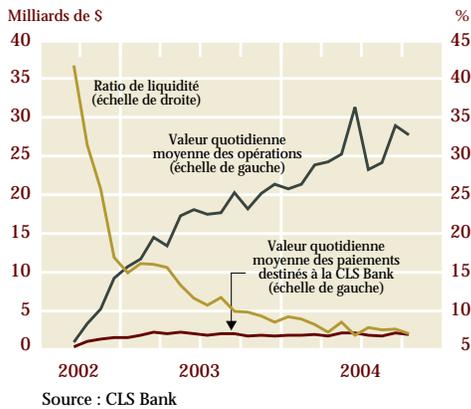
Graphique 41
Valeur des paiements traités par le SACR
Moyenne mensuelle des montants quotidiens



32. La responsabilité première de la surveillance des activités de la CLS Bank appartient à la Réserve fédérale américaine.

Graphique 42
Opérations de change visant le dollar canadien et transitant par la CLS Bank

Moyenne mensuelle des montants quotidiens



fin en octobre 2004 et a été couronnée de succès. Le CDSX a pris en charge les transactions portant sur les titres de dette en mars 2003, puis, en juillet de la même année, celles portant sur les titres de participation. Pour clore la période de transition, La Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée (propriétaire-exploitant du CDSX), les participants et les organismes de réglementation se sont penchés sur plusieurs questions et ont proposé des solutions qui ont mené, en fin de compte, à la modification des règles et à la réalisation des ajustements techniques nécessaires à la mise en œuvre des nouvelles composantes du système.

Le volume des opérations de change transitant par la CLS Bank continue de s'accroître. Pour l'ensemble des onze devises admises dans le système, ce volume (en comptant tous les volets des transactions) s'est établi en moyenne, pour les trois premiers trimestres de 2004, à 126 000 par jour, en hausse de 70 % comparativement à la même période de 2003, tandis que la valeur quotidienne de ces opérations se chiffrait en moyenne à 1,4 billion de dollars É.-U.³³. Les valeurs de règlement ont atteint un sommet inégalé de 2,5 billions de dollars É.-U. le 15 septembre.

La valeur des opérations de change visant le dollar canadien traitées par la CLS Bank a été, en moyenne, de 25 milliards de dollars canadiens par jour au cours des trois premiers trimestres de 2004, soit une augmentation de 58 % par rapport au niveau de l'année précédente (Graphique 42). Le montant des liquidités nécessaires au règlement de ces transactions, par rapport à la valeur des transactions elles-mêmes, s'est inscrit en baisse pour se situer en moyenne à 7,5 % au troisième trimestre de 2004. Ce ratio constitue un indicateur des économies de liquidité attribuables au règlement par l'intermédiaire de la CLS Bank. Le ratio de liquidité des opérations menées dans l'ensemble des devises du système est légèrement supérieur à 2 %. En juin 2004, une autre banque canadienne a commencé à régler ses opérations de change par l'intermédiaire de la CLS Bank. Il reste que la majorité des grandes banques canadiennes n'utilisent toujours pas la CLS Bank pour le traitement de la majeure partie de leurs opérations sur devises.

Quatre autres monnaies devraient bientôt être admises au cycle de règlement de la CLS Bank. Il s'agit du dollar de Hong Kong, du dollar néozélandais, du rand sud-africain et du won coréen.

33. Les onze devises actuellement admises au cycle de règlement de la CLS Bank sont les couronnes danoise, norvégienne et suédoise, les dollars américain, australien, canadien et de Singapour, l'euro, le franc suisse, la livre britannique et le yen japonais.

En supposant que les organismes de réglementation et la CLS Bank donnent leur approbation, le règlement ne commencera qu'une fois toutes les exigences techniques satisfaites.

Le 31 mai 2004, une grande banque canadienne a connu des problèmes informatiques dont les effets n'ont pu être entièrement réglés avant le 8 juin. Ce sont les opérations de détail qui ont été les plus touchées par ces difficultés, puisque celles-ci empêchaient l'institution de mettre à jour les comptes de ses clients (ce qui a eu des répercussions partout au Canada). Toutefois, les systèmes de compensation et de règlement d'importance systémique du pays n'ont pas été fortement perturbés par la situation. Plus récemment, deux autres banques ont éprouvé des difficultés techniques qui ont touché leurs opérations de détail.

Bibliographie

- Anderson, S., R. Parker et A. Spence (2003). « Faits stylisés et enjeux relatifs à l'expansion du marché canadien des titres de dette des sociétés », *Revue du système financier* (décembre), p. 37-44.
- Armstrong, J. (2003). « Rétablissement de la confiance des investisseurs : survol des récentes mesures prises au Canada », *Revue du système financier* (décembre), p. 55-60.
- (2004). « La situation de capitalisation des régimes de retraite à prestations déterminées des entreprises canadiennes », *Revue du système financier* (juin), p. 49-56.
- Banque d'Angleterre (2004). *Financial Stability Review* (juin).
- Bauer, G. (2004). « Typologie de l'efficience des marchés financiers », *Revue du système financier* (présente livraison).
- Clayton Research (2003). *FIRM Household Borrowing Survey*.
- Cooley, T., R. Marimon et V. Quadrini (2004). « Aggregate Consequences of Limited Contract Enforceability », *Journal of Political Economy*, vol. 112, p. 817-847.
- Dolar, V., et C. Meh (2002). « Financial Structure and Economic Growth: A Non-Technical Survey », document de travail n° 2002-24, Banque du Canada.
- Fonds monétaire international (2004). *Global Financial Stability Report*, chapitre 2 (septembre).
- Haldane, A., V. Saporta, S. Hall et M. Tanaka (2004). « Financial Stability and Macroeconomic Models », *Financial Stability Review*, Banque d'Angleterre (juin), p. 80-88.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer et R.W. Vishny (1997). « Legal Determinants of External Finance », *The Journal of Finance*, vol. 52, p. 1131-1150.
- Marchés mondiaux CIBC (2004). « Household Credit Analysis » (novembre).
- Montplaisir, M.-C. (1996-1997). « Structure des échéances des avoirs et engagements financiers des ménages », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 33-46.
- Moody's Investor Services (2004). « Moody's Upgrades Deposit and Debt Ratings of Four Japanese Banks of Three Major Banking Groups » (juillet).
- Palombi, R. (2003). « Canadian Defaults and Rating Transitions 2003 », Standard & Poor's.
- Standard & Poor's (2004). « Interest Rate Hike Won't Spike Sovereign Ratings » (septembre).