



BANQUE DU CANADA

Revue du système financier

Décembre 2003

Membres du Comité de rédaction

David Longworth, président

Agathe Côté
Clyde Goodlet
John Helliwell
Paul C. Jenkins
Tiff Macklem
Dinah Maclean
John Murray
Graydon Paulin
George Pickering
James Powell
Denis Schuthe
Jack Selody
Robert Turnbull

Jill Moxley
Lea-Anne Solomonian
(rédactrices)

La *Revue du système financier* de la Banque du Canada est publiée deux fois l'an. Pour en recevoir des exemplaires gratuits, veuillez communiquer avec la :

Diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada,
Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9
Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca

Si vous désirez formuler des commentaires au sujet de la *Revue du système financier*, faites-les parvenir à l'adresse suivante :

Information publique, département des Communications, Banque du Canada,
Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9
Téléphone : (613) 782-8111 ou 1 800 303-1282; adresse électronique :
apubliques@banqueducanada.ca

Site Web : <http://www.banqueducanada.ca>

Table des matières

Évolution récente et tendances	1
Introduction	3
Principaux enjeux	4
Le contexte macrofinancier	11
Le système financier	22
Rapports	33
Introduction	35
Faits stylisés et enjeux relatifs à l'expansion du marché canadien des titres de dette des sociétés	37
La mesure du stress financier	45
L'évolution des politiques et de l'infrastructure	51
Introduction	53
Rétablissement de la confiance des investisseurs : survol des récentes mesures prises au Canada	55
Transparence du marché canadien des titres à revenu fixe : possibilités et contraintes	61
Les paiements de détail : enjeux stratégiques	67
Sommaires de travaux de recherche	73
Introduction	75
Gouvernance et fragilité financière	77
Caractéristiques et particularités des fiducies de revenu	81
Les actions cotées au Canada sont-elles sous-évaluées par rapport aux actions inscrites à une bourse américaine?	85
Le montant des garanties constituées aux fins du STPGV est-il excessif?	89



Évolution récente et tendances

Nota

Sauf indication contraire, les données utilisées dans le présent document sont celles qui étaient disponibles au 3 décembre.

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.

Introduction

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 redressement de la conjoncture économique et la stabilisation de la qualité du crédit des entreprises ont concouru à une amélioration de la rentabilité des institutions financières.
- Les risques associés à l'incidence d'un éventuel changement des conditions financières sur la capacité des ménages canadiens à honorer leurs obligations semblent maîtrisables.
- Les prix des actifs financiers ont passablement fluctué, mais le système financier a bien réagi à leur volatilité.

L'un des traits marquants du second semestre de 2003 est le raffermissement substantiel du contexte macrofinancier à l'échelle mondiale. Les perspectives économiques des pays industrialisés ont été révisées à la hausse depuis cet été, alors qu'elles s'étaient dégradées au premier semestre. Aux États-Unis comme en Europe, les institutions financières font état de résultats financiers plus positifs. Toutefois, les risques liés aux déséquilibres mondiaux demeurent et, au Canada, l'appréciation de notre monnaie aura des répercussions sur la situation financière des secteurs ayant une forte vocation exportatrice.

Tant au Canada qu'à l'échelle mondiale, l'amélioration de la conjoncture économique a contribué à stabiliser la qualité du crédit des entreprises, qui

s'était détériorée précédemment. Les taux de défaillance et les baisses de cote de crédit des sociétés ont diminué. La vive progression de la rentabilité des banques canadiennes au second semestre s'explique en partie par la nécessité réduite d'accroître les provisions pour pertes sur prêts. Les banques ont fait meilleure figure durant le présent cycle économique que durant les précédents, ce qui témoigne de leur solidité fondamentale. Les autres institutions financières ont aussi enregistré de meilleurs résultats.

La relative vigueur des crédits aux ménages est venue tempérer l'incidence des pertes essuyées par le secteur financier au chapitre des prêts aux entreprises ces dernières années. L'évaluation de l'incidence d'une modification éventuelle des conditions financières, comme un relèvement des taux d'intérêt ou une chute du prix des maisons, sur la capacité des ménages d'assurer le service de leurs dettes porte à croire que les risques sont maîtrisables.

Étant donné le redressement du climat économique et la plus grande propension des investisseurs à prendre des risques, de grandes fluctuations dans les prix des actifs financiers ont été observées au cours des derniers trimestres. Les rendements des obligations à long terme sont tombés à de très bas niveaux en juin, mais sont remontés par la suite. Les cours des actions n'ont cessé de progresser depuis le deuxième trimestre, les investisseurs anticipant une hausse des bénéfices des sociétés. Dans le contexte de l'accroissement rapide de la dette extérieure des États-Unis, l'évolution des marchés des changes a été marquée par une chute du dollar américain, qui s'est accompagnée d'une forte appréciation de la monnaie canadienne. Le système financier de notre pays s'est adapté à la nouvelle donne avec résilience.

Les initiatives visant à raffermir la confiance des investisseurs à l'égard des marchés de capitaux, notamment la révision des normes de vérification et de communication de l'information financière, se sont poursuivies à l'échelle internationale. Récemment, la vaste enquête sur les pratiques de

négociation en vigueur dans le secteur américain des fonds communs de placement a suscité de nouvelles interrogations quant à la conduite des acteurs du marché et fait ressortir l'importance d'une surveillance accrue et de l'élaboration d'états financiers de qualité.

Principaux enjeux

La présente section examine l'évolution récente de la situation financière des ménages ainsi que les résultats financiers du secteur bancaire canadien au cours du cycle économique actuel.

La situation financière du secteur canadien des ménages

Les revenus élevés que les banques continuent de tirer des opérations de prêt aux particuliers ont compensé en grande partie l'incidence de la détérioration passée de la qualité du crédit des entreprises et du recul de l'activité dans le secteur des services de banque d'investissement¹. L'analyse qui suit porte principalement sur l'évolution de l'endettement des ménages et l'incidence potentielle d'une modification de la conjoncture financière sur leur situation.

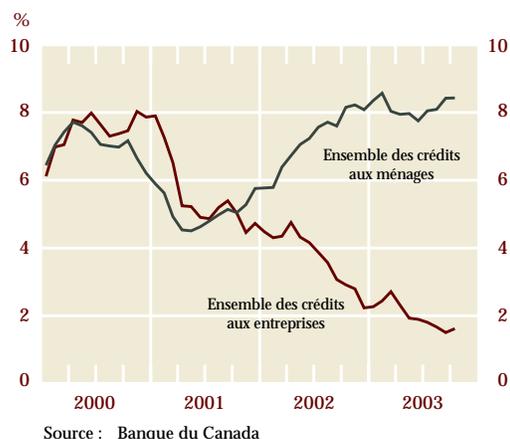
Il importe de faire observer que cet examen s'inspire d'indicateurs généraux de la santé financière des ménages. Bien que le tableau qui sera brossé ici soit utile, il ne tient pas compte des implications importantes que pourraient également avoir les conditions variables auxquelles sont confrontés les ménages appartenant à des tranches de revenu différentes.

Les crédits aux ménages

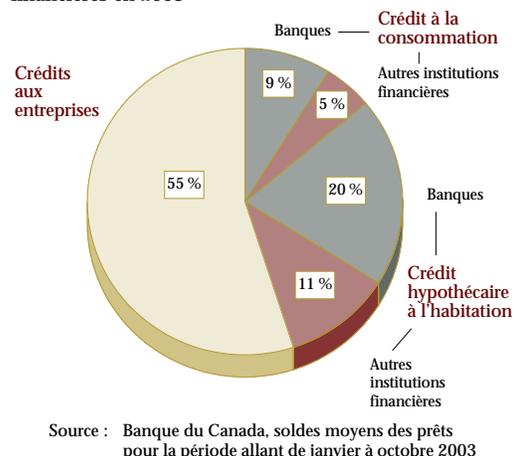
Les crédits aux ménages progressent à un rythme rapide depuis plusieurs années, ce qui tranche vivement avec le ralentissement continu de la croissance des prêts aux entreprises (Graphique 1)². Les emprunts contractés par les ménages, essentiellement auprès des banques, représentent environ la moitié de l'ensemble des crédits octroyés par les institutions financières (Graphique 2). Certes, la faiblesse relative de la croissance des prêts aux entreprises est surtout liée à une réduction de nature conjoncturelle de la demande, mais les pertes essuyées sur ces prêts ont incité les banques

Graphique 1
Crédits aux ménages et aux entreprises

Taux de croissance en glissement annuel



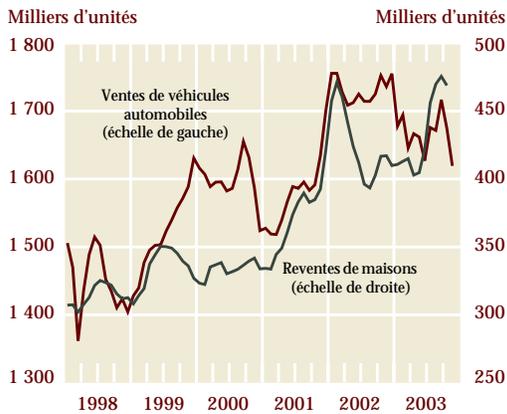
Graphique 2
Répartition des prêts octroyés par les institutions financières en 2003



1. Pour une analyse de la situation financière du secteur des entreprises au Canada, voir la section « Principaux enjeux » de la livraison de juin 2003 de la *Revue du système financier*.
2. La croissance des prêts aux petites entreprises a été beaucoup plus soutenue, cependant, que celle des prêts aux grandes entreprises.

Graphique 3
Ventes de maisons et de véhicules automobiles

Moyenne mobile sur 3 mois, chiffres annualisés



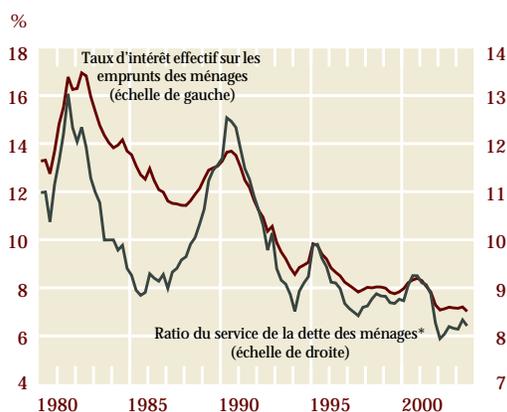
Source : Statistique Canada

Graphique 4
Ratios d'endettement des ménages



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Graphique 5
Endettement du secteur des ménages



* Remboursement du principal exclu
Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

à se rabattre sur le secteur des ménages, notamment sur les prêts aux particuliers et la gestion de patrimoine.

La poussée vigoureuse des crédits aux ménages tient tant à la croissance du crédit hypothécaire qu'à celle 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). L'expansion de ces deux types de crédit a été stimulée par le dynamisme du marché canadien du logement et des ventes de véhicules automobiles respectivement (Graphique 3). Bien que les prêts à la consommation aient eu tendance à progresser plus rapidement que les prêts hypothécaires, ceux-ci constituent toujours presque 70 % de l'endettement total des ménages.

L'essor des lignes de crédit, que détiennent maintenant un peu plus de la moitié des ménages canadiens, a favorisé la croissance globale du crédit à la consommation. L'encours des prêts sur cartes de crédit a augmenté de façon très marquée. En outre, à la faveur de la hausse du prix des maisons et des bas taux hypothécaires, un nombre grandissant de propriétaires refinancent leur dette hypothécaire afin d'accroître le montant emprunté sur la valeur nette de leur propriété. D'après les résultats d'une enquête récente, la majoration moyenne s'élève à environ 33 000 dollars³.

La titrisation des prêts aux ménages constitue un autre trait marquant de l'évolution du crédit à la consommation depuis le milieu des années 1990. 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.

Le service de la dette des ménages

Au Canada et ailleurs dans le monde (par exemple aux États-Unis et au Royaume-Uni), l'endettement des ménages atteint des niveaux élevés. En pourcentage de leur revenu disponible, la dette des particuliers a augmenté de façon soutenue et cette mesure courante de l'endettement s'établit maintenant à environ 115 % (Graphique 4). Mais les ménages ont aussi d'autres obligations financières, comme le paiement de leur loyer, qui peuvent influencer sur leur avenir financier. D'aucuns s'interrogent donc sur la capacité des ménages à assurer le service de leurs dettes et à faire face à leurs obligations financières si la conjoncture devait se modifier.

3. Cette enquête, qui a été menée par Clayton Research, porte sur la période allant de septembre 2002 à juin 2003.

Plusieurs facteurs expliquent sans doute cette montée de l'endettement. L'un d'eux est la progression de l'actif des ménages, qui comprend les avoirs financiers, les biens immobiliers et les autres actifs réels. Le ratio de la dette à l'actif total des ménages est resté relativement stable depuis 1990 et n'a affiché qu'une légère tendance à la hausse ces dernières années. La croissance du crédit a également été facilitée par l'innovation financière et l'efficacité accrue de l'intermédiation financière entre emprunteurs et prêteurs.

Ensuite, et cela est plus important, le coût du service de la dette est demeuré bas durant le cycle actuel, du fait de la diminution des taux hypothécaires et des taux des prêts à la consommation (Graphique 5). Les emprunts hypothécaires constituent toujours le gros de la dette des ménages, et les frais d'intérêt hypothécaires ont touché leurs plus bas niveaux en vingt ans par rapport au revenu disponible des particuliers (Graphique 6). Les propriétaires de maisons ont accru leurs remboursements de principal par rapport à leur revenu au cours des dernières années, si bien que les remboursements de principal et les paiements d'intérêts n'ont pas diminué au même rythme (comparativement au revenu).

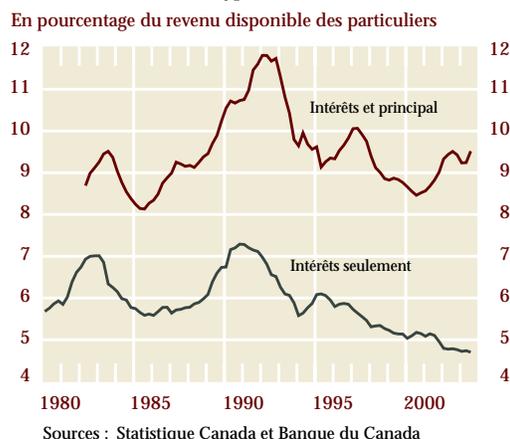
Les autres indicateurs du stress financier ressenti par les ménages sont toujours favorables. Ainsi, le nombre de faillites personnelles est demeuré relativement inchangé depuis le début des années 1990 (Graphique 7). Les arriérés de prêts hypothécaires ont diminué durant les derniers trimestres. Le taux de radiation des soldes impayés de cartes de crédit est resté assez stable et avoisine les 3 % depuis quelques trimestres, et le taux d'impayés (soldes en souffrance depuis plus de 90 jours) se situe encore bien en deçà des sommets précédents (Graphique 8).

Risques potentiels

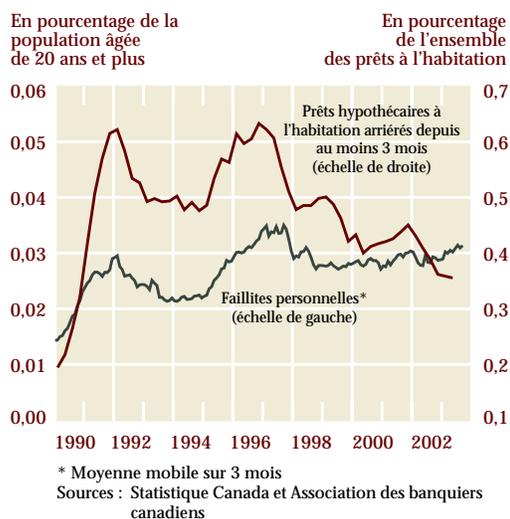
En dépit de ces éléments favorables, il convient de s'interroger sur les conséquences que pourrait avoir une modification éventuelle des conditions financières. Par exemple, si les taux d'intérêt venaient à monter, les ménages seraient-ils très vulnérables à la hausse consécutive du service de leur dette, compte tenu du niveau élevé de leur endettement? Et, vu l'importance de leurs emprunts hypothécaires, souffriraient-ils d'un recul du marché immobilier et d'une chute du prix des maisons? Dans un cas comme dans l'autre, si la capacité de payer des emprunteurs était sérieusement compromise, la baisse de qualité du crédit aurait des incidences négatives sur les établissements prêteurs.

Pour tenter de répondre à la première question, on peut poser un certain nombre d'hypothèses, aux

Graphique 6
Ratios des versements hypothécaires



Graphique 7
Indicateurs financiers



Graphique 8
Prêts sur cartes de crédit

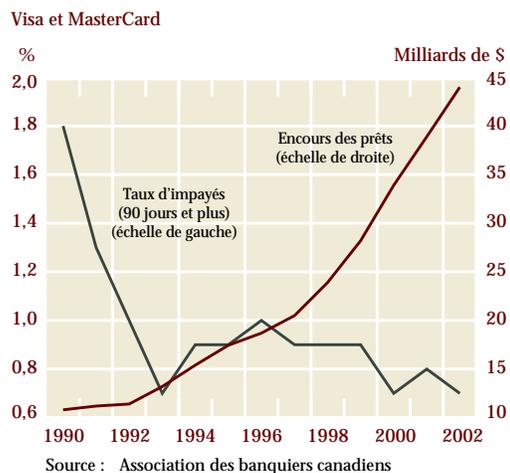


Tableau 1

Avoirs des ménages*

En pourcentage de l'ensemble de leur actif

	Avoirs détenus directement	Fonds communs de placement	Caisses de retraite	Total
Biens immobiliers ^a	36	-	5	41
Actions	6	5	13	24
Obligations	3	2	8	13

* En sus des avoirs indiqués ci-dessus, l'actif total des ménages englobe d'autres avoirs réels et des dépôts.

Nota : Les données utilisées sont basées sur les méthodes de calcul décrites dans le *Guide des comptes des flux financiers et des comptes du bilan national* de Statistique Canada (no 13-585F au catalogue, hors série). Les calculs ont été effectués par la Banque du Canada.

a. Le pourcentage des biens immobiliers détenus par l'intermédiaire de fonds communs de placement est d'environ 0,25 %. Les caisses de retraite détiennent à la fois des biens immobiliers résidentiels et commerciaux.

fins d'illustration, en vue d'estimer le ratio du service de la dette selon différents taux d'intérêt. Supposons, par exemple, que les taux d'intérêt à court terme passent de leur niveau actuel (2,75 %) à une plage de 4,5 à 6 %⁴. Les taux des prêts à la consommation et des prêts hypothécaires augmenteraient eux aussi et, selon certaines hypothèses simplificatrices, le ratio du service de la dette irait s'établir entre 8,5 et 10 %⁵. Or, même à ces niveaux, ce ratio resterait bien en deçà des sommets antérieurs (Graphique 5).

Les variations des taux d'intérêt influent aussi directement sur d'autres composantes du portefeuille financier des ménages. Les obligations, par exemple, qui représentent environ 13 % de la richesse des ménages (qu'elles soient détenues directement ou par l'entremise de fonds communs de placement ou de caisses de retraite) voient généralement leurs cours baisser lorsque les taux d'intérêt augmentent (Tableau 1). Or, même un fort recul des cours des obligations aurait relativement peu d'effet sur la richesse des ménages.

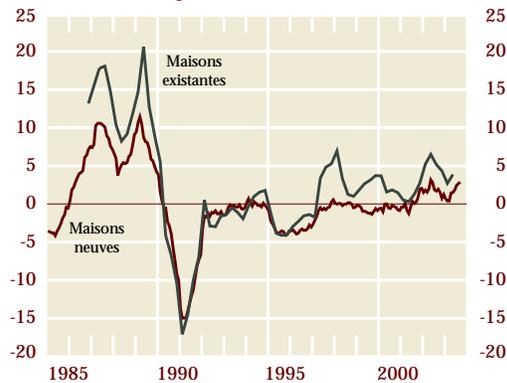
Les biens immobiliers sont une composante beaucoup plus grande de la richesse des ménages⁶. Comme les prêts hypothécaires constituent une part importante des crédits consentis par les banques et les autres institutions financières canadiennes, une diminution du prix des maisons pourrait avoir une incidence négative sur la qualité du crédit des ménages.

Le prix des maisons au Canada a continué de progresser à un bon rythme ces dernières années malgré le ralentissement de la croissance économique (Graphique 9). En outre, l'évolution du prix des maisons par rapport au loyer — dont le calcul est souvent fondé sur la composante de l'IPC relative aux logements loués — porte à croire que le prix des maisons existantes a atteint des niveaux relativement élevés (Graphique 10). Par contre, la hausse combinée des prix des maisons neuves et existantes a été beaucoup moins

Graphique 9

Évolution du prix réel des maisons*

Taux de variation en glissement annuel

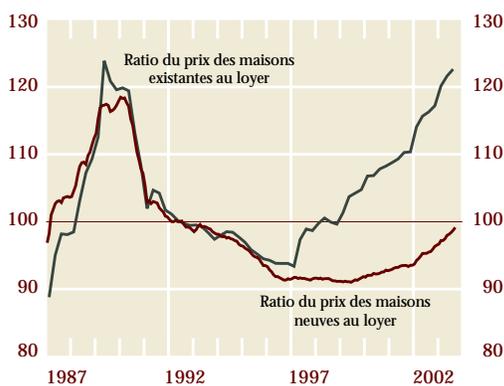


* Calculé au moyen de l'IPC global
Sources : Statistique Canada et Royal LePage

Graphique 10

Ratios du prix des maisons au loyer

Base 100 de l'indice : 1992



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

4. Cette plage de fluctuation est centrée sur le taux à court terme moyen observé au cours des dix dernières années.
5. En réalité, le ratio du service de la dette n'augmenterait pas immédiatement, puisqu'il faudrait un certain temps avant que les prêts en cours accusent les effets d'un relèvement des taux. Ces chiffres sont établis à partir de certaines hypothèses concernant les marges d'intermédiation, la courbe des rendements et le refinancement des prêts hypothécaires. De plus, on suppose ici que le ratio de la dette au revenu demeure inchangé.
6. Non seulement les biens immobiliers représentent un fort pourcentage de la richesse, mais les variations de la richesse immobilière ont un effet estimatif bien plus prononcé sur les dépenses de consommation que des variations équivalentes de la richesse boursière (voir Pichette et Tremblay, 2003).

marquée qu'à la fin des années 1980. Le ratio du prix des maisons au loyer varie aussi selon la variable servant à mesurer le loyer, ce qui donne à penser qu'il faut utiliser cet indicateur avec prudence⁷.

Un des facteurs déterminants de la demande de maisons, outre l'évolution démographique, est l'accessibilité à la propriété. Tant en chiffres absolus qu'en proportion du revenu, les mensualités hypothécaires moyennes se situent à un niveau relativement bas au Canada à l'heure actuelle, surtout lorsqu'on les compare aux sommets antérieurs (Graphique 6). Une façon de mesurer l'accessibilité à la propriété est de comparer le revenu par habitant au prix des maisons (une augmentation de l'indice implique une plus grande accessibilité). Lorsque cette mesure est établie à partir du prix des maisons sur le marché de la revente, la facilité d'accès à la propriété se situe encore près de la moyenne observée durant les années 1990 (Graphique 11)⁸.

Qu'observe-t-on dans le reste du monde? Dans plusieurs pays, dont les États-Unis, le Royaume-Uni, l'Australie, l'Irlande et divers pays d'Europe continentale, le rythme d'accroissement du prix des maisons a été semblable ou supérieur à celui enregistré au Canada. Dans quelques-uns d'entre eux (en Australie et au Royaume-Uni, par exemple), la montée des prix a même fait craindre une bulle immobilière qui, si elle venait à éclater, donnerait lieu à une importante chute des prix (Graphique 12).

En comparaison, le rythme d'augmentation du prix des maisons au Canada a été beaucoup moins rapide ces dernières années que durant la deuxième moitié des années 1980. De plus, l'accessibilité à la propriété, mesurée par rapport au revenu, n'a diminué que légèrement, tandis que les bas taux d'intérêt ont maintenu les paiements hypothécaires à des niveaux relativement faibles.

Il ressort de tout cela qu'une forte baisse du prix des maisons au Canada est peu probable dans les années à venir. Une hausse des taux d'intérêt ferait certes augmenter les frais d'intérêt sur les emprunts hypothécaires et le crédit à la consommation, mais les ratios du service de la dette ne s'élèveraient pas beaucoup par rapport aux faibles niveaux actuels. Il semble donc que les risques liés à

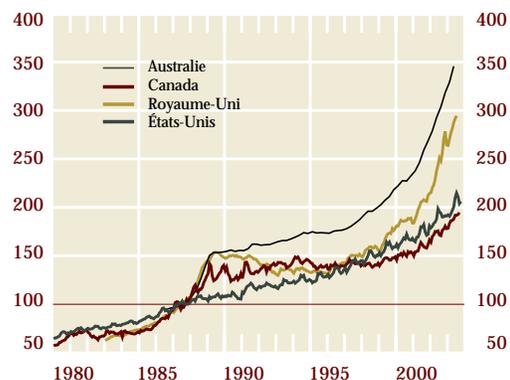
Graphique 11
Indice d'accessibilité à la propriété

Revenu disponible par habitant par rapport au prix des maisons existantes (base 100 de l'indice : 1997)



Graphique 12
Évolution du prix des maisons à l'échelle mondiale

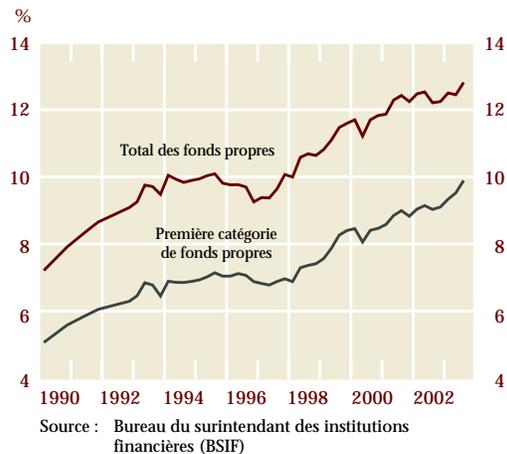
Base 100 de l'indice : 1987



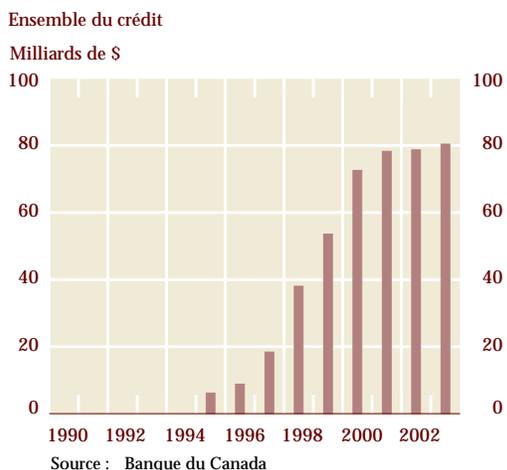
7. Si l'on corrigeait par exemple le ratio du prix des maisons au loyer en prenant la valeur actualisée des loyers futurs prévus, de manière à pouvoir prendre en considération l'incidence de bas taux d'intérêt, on obtiendrait un ratio plus faible. Signalons aussi que les données relatives au prix des maisons existantes ne tiennent pas compte de la qualité, ce qui peut influencer sur les résultats.

8. Le résultat serait encore plus favorable si l'on utilisait plutôt le prix des maisons neuves.

Graphique 13
Ratios de fonds propres des banques



Graphique 14
Opérations de titrisation réalisées par les institutions financières



un effritement éventuel de la qualité du crédit des ménages sont encore maîtrisables.

La tenue du secteur bancaire au cours du présent cycle

Le ralentissement cyclique observé à l'échelle mondiale et au Canada depuis quelques années et la détérioration concomitante de la qualité du crédit des entreprises ont eu une incidence sur les institutions financières canadiennes. Les résultats que les banques ont enregistrés dans ce contexte sont révélateurs de leur solidité inhérente, surtout lorsqu'on compare ces derniers à ceux de précédents cycles.

Toute comparaison avec les périodes antérieures doit tenir compte des changements structurels profonds qui sont survenus dans le système financier. Les modifications apportées à la réglementation ont accru la robustesse générale des banques, en encourageant notamment celles-ci à maintenir des ratios de fonds propres plus élevés (Graphique 13). En outre, les banques se sont mises à recourir davantage à des dotations générales aux comptes de provision⁹. Les banques canadiennes utilisent de plus en plus les nouveaux instruments financiers dans le double but d'élargir leurs sources de revenus et de mieux gérer les risques auxquels elles s'exposent. Elles se sont aussi activement engagées dans la titrisation de créances, tant dans le cas des prêts à la consommation que dans celui des crédits aux entreprises (Graphique 14). Leurs pratiques de gestion du risque financier ont également évolué au fil du temps (Encadré 1).

Les banques ont entrepris de diversifier leurs sources de revenus et leurs portefeuilles par catégorie de produits et, dans certains cas, par région géographique. À titre d'exemple, signalons que les intérêts nets perçus ne représentent plus que la moitié environ des revenus bancaires, contre 70 % durant les années 1990 à 1992. Toutefois, dans la mesure où la diversification des produits a entraîné une sensibilité plus grande aux fluctuations de valeur des actifs financiers, elle pourrait aussi avoir amplifié la volatilité des revenus bancaires. Par suite de changements de nature institutionnelle, les grandes banques détiennent aujourd'hui les deux tiers du marché du crédit hypothécaire à l'habitation, comparativement à 40 % il y a dix ans (les

9. Les dotations générales couvrent les pertes potentielles à l'égard d'un portefeuille (lié par exemple à un secteur d'activité particulier) lorsque ces dernières ne peuvent être rattachées initialement à des prêts en particulier. Ces dotations peuvent s'ajouter aux provisions déjà établies à l'égard de prêts précis.

Encadré 1

La gestion du risque de marché

Le calcul de la valeur exposée au risque (VaR) et les mesures du stress sont deux méthodes différentes mais complémentaires que les banques utilisent pour évaluer le risque de marché¹.

Valeur exposée au risque

La VaR est une mesure des effets défavorables que des variations des taux d'intérêt et des prix pourraient avoir sur les rendements du portefeuille d'une banque sur une période d'un ou de plusieurs jours. On tient pour acquis que la distribution de probabilité de ces rendements et leurs corrélations croisées sont identiques à celles observées dans le passé récent.

Cette méthode permet d'assigner à la perte maximale prévue à l'égard du portefeuille un seuil qui a une probabilité donnée d'être respecté. Un niveau de confiance de 99 %, par exemple, signifie que le seuil en question ne serait dépassé qu'un jour sur 100.

Le tableau ci-dessous présente des exemples de VaR liées aux différentes catégories de risque de marché pour les portefeuilles de négociation des cinq plus grandes banques du Canada en 2002. Il est à noter que certains de ces risques peuvent s'annuler mutuellement, par le jeu de l'effet de diversification. Selon ces chiffres, les valeurs totales exposées au risque de marché (calculées pour une période de un ou de dix jours, au gré de la banque) sont très faibles en comparaison des fonds propres de première catégorie de chaque institution².

VaR du portefeuille de négociation moyen en 2002

Niveau de confiance de 99 %, en millions de \$ CAN

Catégorie de risque de marché	VaR — 1 jour			VaR — 10 jours	
	CIBC	RBC	TD	BNE	BMO
Taux d'intérêt	8,5	6,0	n/d	23,5	22,3
Écarts de crédit	5,8	n/d	n/d	n/d	n/d
Actions	8,3	8,0	n/d	11,5	5,0
Devises	0,8	3,0	n/d	5,4	3,5
Produits de base	1,0	n/d	n/d	2,5	1,8
Effet de diversification	(11,5)	(6,0)	n/d	(17,9)	(3,9)
Total	12,9	11,0	14,6	25,0	29,6
% des fonds propres de 1 ^{re} catégorie	0,12	0,07	0,15	0,15	0,26

n/d = données non disponibles

Source : rapport annuel de 2002 de chaque institution

1. Le risque de marché est le risque qu'une entité subisse des pertes financières en raison de l'évolution du prix des actifs financiers. Un autre risque important, le risque de crédit, est la possibilité qu'une obligation financière (telle que le remboursement d'un emprunt) ne soit pas honorée.
2. Les VaR peuvent fluctuer beaucoup d'un jour à l'autre. La VaR journalière maximale correspond à la limite supérieure de cette plage de variation. Par exemple, en 2002, les VaR totales les plus élevées se sont chiffrées à 18 millions de dollars dans le cas de RBC, pour une journée, et à 45,8 millions à la BMO pour une période de 10 jours (chiffres non indiqués dans le tableau). Ces valeurs maximales sont très modestes en proportion du capital des banques.

Mesures du stress

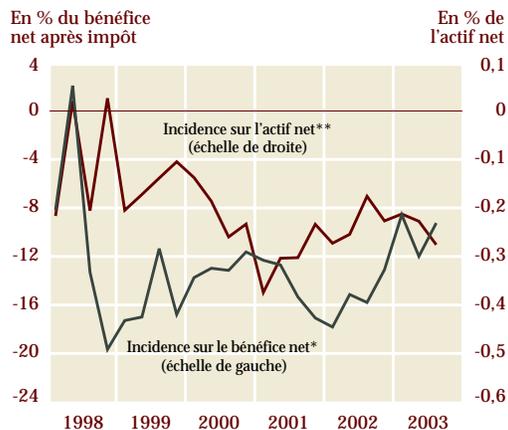
Lorsque des tensions s'exercent sur le marché, les corrélations et les rendements effectifs peuvent différer sensiblement des valeurs observées antérieurement, et les VaR ne peuvent alors rendre compte fidèlement du risque. Des mesures du stress ont donc été conçues afin d'évaluer les risques associés à différents scénarios assortis de probabilités inconnues.

L'un des scénarios que les banques examinent régulièrement concerne l'incidence d'une variation hypothétique de un point de pourcentage des taux d'intérêt. Le graphique ci-dessous illustre la somme des résultats obtenus en appliquant ce scénario aux principales banques canadiennes³.

Le trait vert indique l'incidence, sur le bénéfice des banques, d'une variation de un point de pourcentage des taux d'intérêt soutenue pendant une année entière (variation à la hausse ou à la baisse, selon celle qui a l'effet le plus défavorable au moment où elle se produit). Le trait de couleur bordeaux illustre l'incidence d'une augmentation soutenue de un point de pourcentage sur l'actif net.

Au troisième trimestre de 2003, pareil mouvement des taux d'intérêt aurait amputé le bénéfice net annuel après impôt de 10 % et la valeur de l'actif net de 0,28 % seulement.

Sensibilité du bénéfice et de l'actif nets des grandes banques aux taux d'intérêt

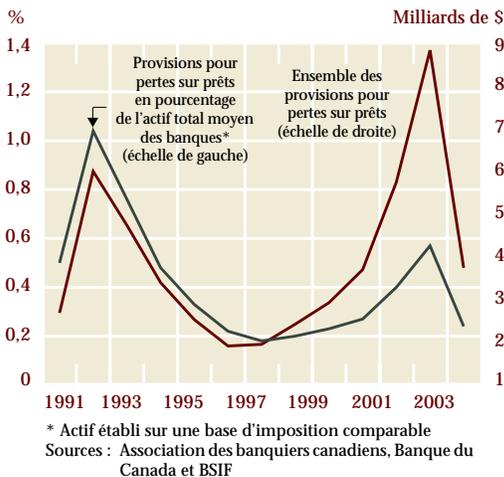


* Incidence, sur le bénéfice net consolidé après impôt, d'une hausse ou d'une baisse de un point de pourcentage des taux d'intérêt (selon le mouvement ayant les effets les plus importants)

** Incidence, sur la valeur économique de l'actif net consolidé, d'une hausse de un point de pourcentage des taux

3. Ce scénario, et plusieurs autres, sont exposés dans les rapports annuels des banques.

Graphique 15
Provisions des banques pour pertes sur prêts

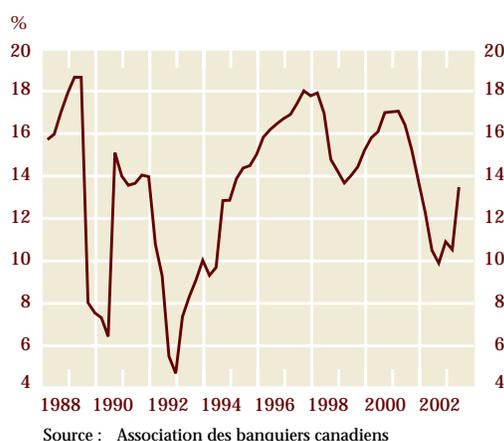


Graphique 16
Qualité de l'actif des grandes banques canadiennes



Graphique 17
Rendement des capitaux propres des grandes banques canadiennes

Moyenne mobile sur 4 trimestres



banques ont absorbé un certain nombre des institutions spécialisées dans le prêt hypothécaire).

Compte tenu des changements exposés ci-dessus et de la conjoncture difficile dans laquelle elles ont évolué dernièrement, les banques canadiennes ont bien tiré leur épingle du jeu. Cela est encore plus manifeste lorsqu'on compare les récents résultats des banques à ceux qu'elles ont enregistrés lors du dernier repli cyclique du début des années 1990. Même si les banques ont été obligées d'augmenter leurs provisions pour pertes sur prêts depuis quelques années, en raison surtout de la détérioration de la qualité du crédit des entreprises, ces provisions ont été bien inférieures, en proportion de leur actif, à celles constituées au début des années 1990 (Graphique 15).

Les prêts douteux se sont aussi maintenus à des niveaux relativement bas, si bien que le ratio de couverture (c'est-à-dire le montant total des provisions pour pertes sur prêts par rapport au montant des prêts douteux) est demeuré au-dessus de 100 % (Graphique 16). Ce dernier résultat a été facilité par le développement de marchés secondaires plus profonds pour les créances, vers lesquels les banques se sont tournées pour vendre une partie de leurs portefeuilles de prêts. En particulier, plusieurs grandes banques canadiennes ont dit vouloir abaisser le volume de certains des prêts qu'elles accordent, comme les prêts aux entreprises à haut risque et les prêts à l'étranger, pour se concentrer davantage sur les prêts aux particuliers et la gestion de patrimoine.

Certains ont évoqué la possibilité que la qualité inférieure de certaines des créances des banques, notamment les créances sur cartes de crédit, se traduise par des pertes accrues. Mais tout porte à croire que les risques à cet égard ont été bien maîtrisés, les récents taux d'impayés sur les cartes de crédit étant inférieurs à ceux du passé (comme le montre le Graphique 8).

La rentabilité des banques est demeurée forte sur cette toile de fond, les bénéfices n'ayant que légèrement fléchi avant de rebondir vivement au cours des récents trimestres. Le rendement des capitaux propres s'est également maintenu à des niveaux relativement élevés par rapport aux chiffres du début des années 1990 (Graphique 17). On peut vraisemblablement en conclure que le système bancaire a affronté les défis des dernières années depuis une position foncièrement robuste.

Le contexte macrofinancier

L'incertitude s'est atténuée ces derniers mois sur la scène économique mondiale. Même si elles demeurent entachées de risques, les perspectives

de reprise se sont améliorées, au vu surtout de la relance de l'activité aux États-Unis et de la croissance plus forte que prévu de l'économie japonaise. Cette embellie a des implications favorables pour la stabilité financière.

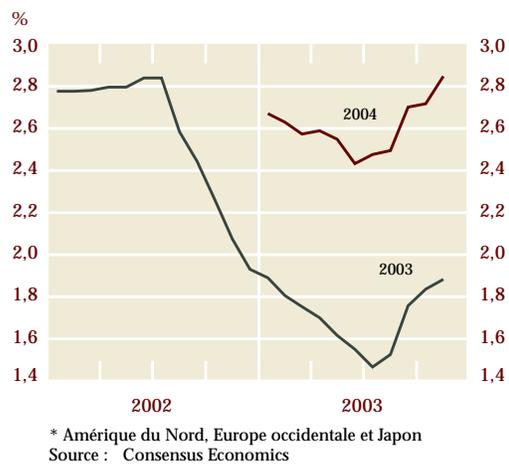
L'évolution de la conjoncture internationale

Les prévisions de Consensus Economics concernant la croissance des pays industrialisés en 2003 et en 2004 ont été revues à la hausse durant les derniers mois (Graphique 18). Le redressement de la conjoncture économique et les efforts déployés par les entreprises en vue de renforcer leurs bilans ont concouru à une réduction du stress financier. Ainsi on note que le taux de défaillance des sociétés a fléchi de par le monde depuis quelques mois. Celui des émetteurs de titres spéculatifs, calculé d'après la moyenne mobile sur 12 mois de Standard & Poor's, est passé de 9,4 % à la fin de 2002 à 5,4 % à la fin d'octobre 2003 (Graphique 19). Le ratio mondial des baisses de cote aux hausses de cote, qui se situait à 4,6 au premier trimestre et était descendu à 3,1 au second, a encore reculé pour s'établir à 2,0 au troisième trimestre. La proportion des émissions mises sous surveillance avec implication négative a également diminué.

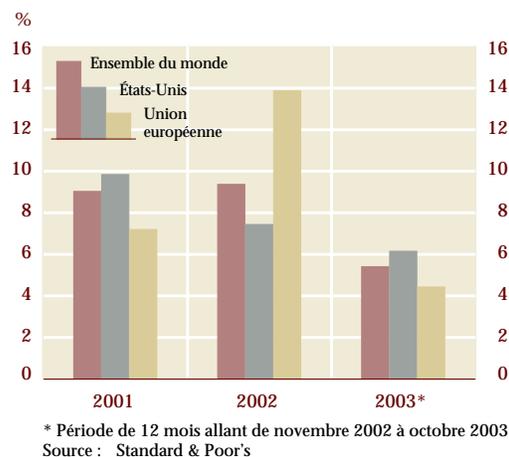
La situation s'est beaucoup améliorée sur les marchés financiers à l'échelle internationale. Les écarts de rendement entre émetteurs de qualité différente ont continué de se resserrer et les cours boursiers ont augmenté, à la faveur de la remontée attendue des bénéfices des entreprises et de la tolérance accrue des investisseurs à l'égard du risque. Les émissions obligataires des sociétés se sont succédé à un rythme soutenu.

Malgré l'amorce apparente d'une reprise, les risques liés aux déséquilibres mondiaux continuent à peser sur les perspectives. La configuration de la croissance au cours des dernières années a aggravé les déséquilibres du commerce extérieur, car l'expansion à l'échelle mondiale était fortement tributaire de la progression de l'économie américaine (Graphique 20). Le fardeau de la dette publique s'est également alourdi dans un certain nombre de pays industrialisés, une évolution qui risque d'être insoutenable, compte tenu tout particulièrement du vieillissement démographique. Un rééquilibrage à l'échelle internationale nécessitera vraisemblablement divers ajustements, dont la poursuite des réformes structurelles dans certains pays, de nouveaux réalignements des taux de change réels entre économies industrialisées et économies émergentes et un assainissement des finances publiques dans certains cas.

Graphique 18
Évolution des prévisions de croissance annuelle de Consensus Economics pour les économies industrialisées*



Graphique 19
Taux de défaillance des émetteurs de titres spéculatifs

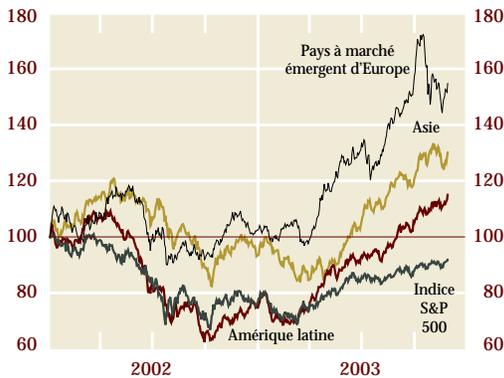


Graphique 20
Balance extérieure des États-Unis



Graphique 21
Indices boursiers (\$ É.-U.)

Base 100 de l'indice : 1^{er} janvier 2002



Source : Thomson Financial Datastream

Graphique 22
Indice des rendements des obligations émises sur les marchés émergents (EMBI+)

Écart par rapport aux obligations du Trésor américain

Points de base

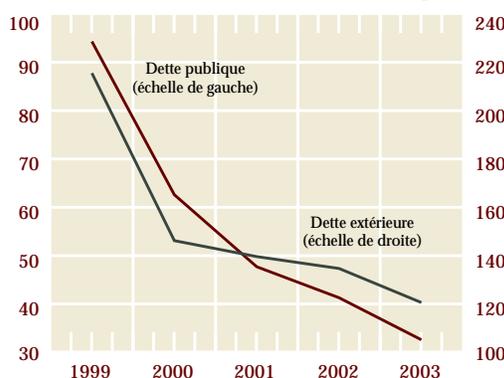


Source : J.P. Morgan Chase & Co.

Graphique 23
Endettement de la Russie

En pourcentage du PIB

En pourcentage des exportations



Source : J.P. Morgan Chase & Co.

Les marchés émergents

Les marchés boursiers des économies émergentes — tant en monnaie nationale qu'en dollars É.-U. — ont beaucoup progressé depuis mars (Graphique 21). Les écarts de rendement relatifs aux obligations souveraines, qui avaient atteint un sommet en octobre 2002, ont encore reculé (Graphique 22). Le faible niveau des rendements obligataires dans les pays industrialisés pourrait avoir poussé les investisseurs à se tourner vers les titres des marchés émergents, assortis de taux plus intéressants.

La baisse des écarts de rendement obligataire tient aussi au relèvement par Moody's, le 8 octobre dernier, de la cote des titres en devises de la Russie. La décision de ranger ce pays parmi les emprunteurs de qualité reflète l'engagement des autorités russes envers une gestion prudente des finances publiques et de la dette (Graphique 23), la création d'un fonds de stabilisation macroéconomique (pour faire face à toute évolution défavorable du prix des produits de base et des recettes de l'État) et la réduction du risque politique. Il reste que l'enthousiasme des investisseurs pour la Russie a été quelque peu refroidi récemment par les inquiétudes entourant le respect de leurs droits dans le système juridique russe.

En Chine, le PIB réel croît à un rythme très rapide : il a augmenté de 8,5 % durant les neuf premiers mois de l'année, sous la poussée d'investissements considérables en capital fixe et du dynamisme de la demande de consommation. La vigueur de l'activité s'est accompagnée d'une forte croissance de la masse monétaire et des agrégats du crédit (Graphique 24). Consciente du risque d'inflation que présente une expansion aussi vive du crédit, la banque centrale du pays a relevé au mois de septembre le niveau des réserves que les banques doivent maintenir et durci les règles en matière de prêt.

L'état du système bancaire chinois suscite de plus en plus d'inquiétude. Si l'essor du crédit a entraîné, du moins à court terme, une diminution de la proportion des prêts irrécouvrables, ceux-ci demeurent très élevés, d'après les estimations, dans le cas des banques de la Chine continentale¹⁰. Cet état de choses est la conséquence de l'octroi aux entreprises publiques, pendant de nombreuses années, de prêts ne répondant pas à des critères marchands.

Des efforts ont été entrepris en vue de redresser le système bancaire chinois. Les quatre banques d'État (Encadré 2) comptent vendre six milliards de dollars É.-U. d'actifs non productifs. Un certain

10. Standard & Poor's, par exemple, évalue à 45 % la proportion des prêts irrécouvrables dans l'ensemble des prêts.

Encadré 2

La structure du système bancaire chinois

Le système bancaire chinois est dominé par les quatre grandes banques commerciales d'État : la Banque industrielle et commerciale de Chine, la Banque agricole de Chine, la Banque de Chine et la Banque de construction de Chine. Ces institutions sont chargées de fournir du crédit aux entreprises de secteurs particuliers, la Banque de Chine étant responsable du financement en devises et du financement du commerce extérieur. La majeure partie des prêts consentis sont destinés à des entreprises d'État. Ensemble, ces banques possèdent environ les deux tiers de l'actif total du secteur bancaire du pays. En 1999, le gouvernement a créé quatre sociétés de gestion d'actifs qui s'attachent à résoudre le problème posé par les créances irrécouvrables détenues par les grandes banques d'État.

La Chine compte aussi trois banques de développement spécialisées dans le financement des infrastructures et d'autres projets à long terme dirigés par l'État. Ce sont la Banque nationale pour le développement, la Banque d'import-export de Chine et la Banque de Chine pour le développement agricole. Leurs actifs représentent environ 10 % de l'actif total du secteur bancaire.

Par ailleurs, dix banques commerciales par actions d'importance moyenne sont actives en Chine. Elles appartiennent pour la plupart à des sociétés d'État ou à des entités du secteur public. Ces institutions, dont quatre sont cotées sur les marchés boursiers chinois, ont connu un essor rapide ces dernières années à la faveur de fusions avec d'autres banques nationales et d'alliances stratégiques conclues avec des banques étrangères. Le système bancaire est en outre constitué

de plus d'une centaine de grandes banques commerciales, d'environ 30 000 coopératives de crédit agricole et d'un grand nombre de sociétés de placement et de promotion du commerce extérieur.

Les banques étrangères occupent une place négligeable en Chine, du fait des diverses restrictions imposées à leurs activités. Elles ne sont autorisées à mener des opérations en monnaie nationale que dans certaines régions et ne peuvent accepter de dépôts des particuliers, et la quantité de crédit qu'elles peuvent octroyer est limitée. Malgré tout, les banques étrangères sont appelées à jouer un rôle de plus en plus important en Chine dans l'avenir, avec l'adhésion de ce pays à l'OMC. En 2004, elles auront toute liberté de commercer en monnaie nationale avec les entreprises chinoises et ne seront plus soumises à des restrictions d'ordre géographique. Dès 2007, le marché des particuliers leur sera ouvert dans la monnaie locale, et elles seront traitées sur le même pied que leurs homologues chinoises.

Des banques étrangères tentent depuis quelques années d'accroître leur présence sur le marché bancaire chinois. En décembre 2001, la HSBC et la Société financière internationale (SFI), l'organe de la Banque mondiale responsable des investissements privés, ont acquis respectivement 8 % et 5 % des parts de la Banque de Shanghai, l'une des plus grosses banques commerciales de Chine. La SFI vient aussi de prendre une participation de 1,6 % dans le capital de la Banque Minsheng, la seule banque privée du pays. Les autorités réglementaires feront d'ailleurs passer de 15 à 25 % la part maximale du capital des banques chinoises pouvant être détenue par des banques étrangères.

nombre de projets de restructuration sont à l'étude, dont une hausse du plafond de la participation étrangère au capital des banques chinoises et une nouvelle libéralisation des taux d'intérêt afin que ceux-ci reflètent mieux le risque de crédit. Les autorités se sont également engagées à ouvrir le marché chinois aux banques étrangères en 2006. La Chine pourrait bientôt adopter sa première loi de surveillance bancaire.

En septembre, l'Argentine s'est entendue avec le Fonds monétaire international (FMI) sur un nouveau programme économique, dans le cadre duquel des crédits totalisant 12,55 milliards de dollars É.-U. ont été reconduits par le Fonds. Après

avoir suspendu il y a deux ans le remboursement de la dette argentine, les autorités du pays se sont attelées récemment au rééchelonnement de leurs dettes envers les créanciers privés. Elles visent une réduction de 75 % de la valeur nominale de leurs emprunts en souffrance (qui s'élèvent à une centaine de milliards de dollars É.-U.), mais elles se heurtent à une forte résistance de la part des détenteurs d'obligations.

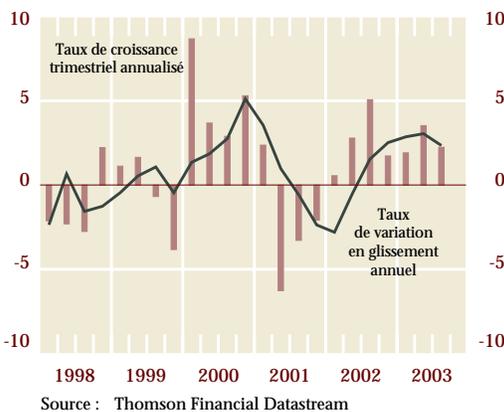
Le Japon et l'Europe

L'activité économique s'est ressaisie au Japon (Graphique 25). Les cours boursiers se sont accrus de 35 % environ depuis les creux atteints à la

Graphique 24
Expansion du crédit intérieur en Chine
Taux de variation en glissement annuel



Graphique 25
Croissance du PIB réel au Japon



Graphique 26
Engagements financiers bruts des administrations publiques
En pourcentage du PIB



fin d'avril, ce qui a eu des répercussions positives sur la rentabilité des banques nippones (celles-ci détiennent en effet d'importantes participations dans des sociétés non financières). Le nombre de faillites d'entreprises a régressé dans l'ensemble et on a observé moins de baisses de cote au troisième trimestre qu'un an auparavant. La situation reste cependant précaire; la plupart des analystes s'attendent à une croissance modeste, sans plus, à moyen terme, ainsi qu'à une déflation persistante. L'endettement public grimpe rapidement et on voit mal comment sa progression pourrait continuer longtemps à ce rythme (Graphique 26).

Les efforts se poursuivent en vue de revitaliser le secteur bancaire. Un bon nombre des grandes banques japonaises ont dévoilé des mesures visant une amélioration de leur productivité interne et une réduction de leurs effectifs. La Banque du Japon a également fait savoir qu'elle entendait prolonger son programme de rachat d'actions dans les portefeuilles des banques afin d'aider ces dernières à assainir leur bilan. À la fin de septembre, toutefois, la Industrial Revitalisation Corporation, une société vouée à la relance du secteur industriel japonais, a annoncé que sa propre évaluation des actifs cédés en garantie par les six sociétés emprunteuses qu'elle s'est engagée à soutenir était inférieure à celle des créanciers bancaires initiaux. Une nouvelle hausse des réserves pour pertes sur prêts pourrait par conséquent s'avérer nécessaire. À la fin de novembre, le gouvernement nippon a nationalisé la Banque Ashikaga.

En Europe, l'activité est toujours anémique, et la croissance a été limitée dans la zone euro au cours des trois derniers trimestres. Ce contexte difficile a pesé sur la situation financière des entreprises européennes. Le nombre des baisses de cote au troisième trimestre a continué de dépasser largement celui des hausses de cote. Vingt-cinq pour cent des sociétés mères en Europe sont assorties d'une perspective négative, soit la même proportion que l'an dernier. En raison de l'état déprimé de l'économie en Allemagne et des pressions que subit le secteur bancaire, certaines des sociétés de ce pays ont de plus en plus de mal à obtenir des prêts bancaires.

Au Royaume-Uni, la hausse du prix des maisons a encore ralenti (Graphique 27). L'existence possible d'une bulle dans ce secteur demeure néanmoins source de préoccupation (voir de nouveau le Graphique 12). Étant donné le niveau élevé de l'endettement des particuliers, une baisse marquée du prix des maisons pourrait avoir d'importantes retombées négatives sur la santé financière des ménages.

Le secteur européen de l'assurance traverse des années difficiles, par suite notamment de la baisse de valeur de ses portefeuilles d'actions et de la hausse des sommes versées aux assurés. Les cotes d'un certain nombre des entreprises de ce secteur ont été abaissées par les agences de notation; la dernière en lice est celle du grand réassureur allemand Munich Re, que Standard & Poor's et Fitch viennent de réduire. En Allemagne, le gouvernement s'est porté au secours des assureurs du pays en leur permettant de déduire de leurs impôts les moins-values boursières. De façon générale, les sociétés d'assurance se sont employées à mobiliser des capitaux afin de consolider leur situation financière.

Les États-Unis

L'activité s'est considérablement raffermie aux États-Unis au troisième trimestre (Graphique 28). Bien que la reprise puisse tenir en partie à des facteurs passagers, tels que la forte impulsion imprimée à la demande par les baisses récentes d'impôts, il n'en reste pas moins que les analystes sont devenus plus optimistes quant à sa durée. Les bénéfices des sociétés ont vivement progressé (Graphique 29), et l'on observe les signes d'un retournement du marché de l'emploi.

Les entreprises américaines poursuivent l'assainissement de leurs bilans. Le ratio du passif total aux flux de trésorerie a diminué dernièrement, mais il demeure élevé par rapport aux ratios passés.

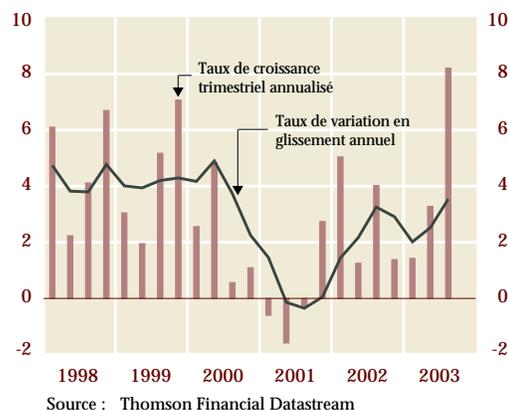
Contrairement à celui des entreprises, l'endettement des ménages a continué de se creuser et les ratios du service de la dette sont hauts par rapport aux moyennes historiques. Selon une étude récente de la Réserve fédérale des États-Unis (Dyran, Johnson & Pence, 2003), les obligations financières des ménages — entendues dans un sens large, c'est-à-dire incluant les charges financières périodiques comme le paiement du loyer — se situent également à un niveau relativement élevé en proportion du revenu disponible (Graphique 30).

La rentabilité des banques et des institutions d'épargne américaines s'est maintenue à des niveaux records au troisième trimestre à la faveur des bas taux d'intérêt et de la demande soutenue de prêts à la consommation. Le taux de rendement de l'actif des banques s'est hissé à un sommet inégalé de 1,4 % au premier semestre de l'année (Graphique 31). Les excellents résultats du troisième trimestre sont dus en partie à l'amélioration continue de la qualité du crédit, qui a permis aux banques de réduire le rythme auquel elles constituent des provisions pour pertes. Après avoir marqué le pas plusieurs années, le mouvement

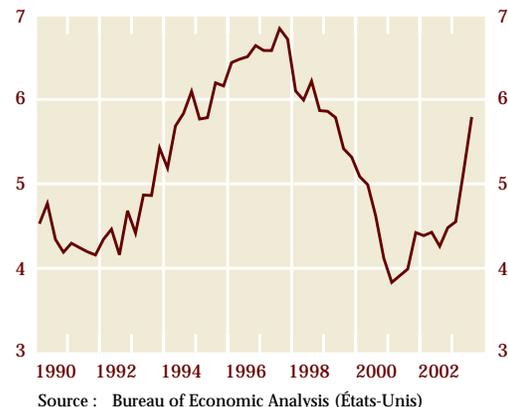
Graphique 27
Indice du prix des maisons au Royaume-Uni
Taux de variation en glissement annuel



Graphique 28
Croissance du PIB réel aux États-Unis

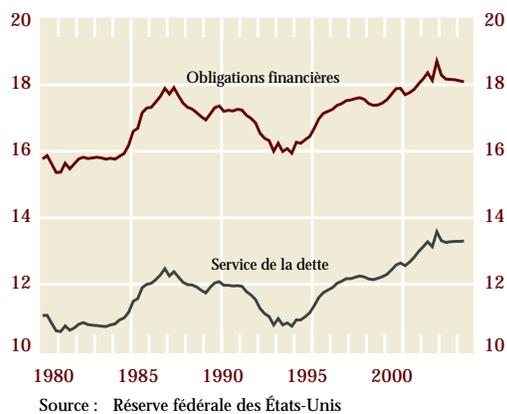


Graphique 29
Bénéfices des sociétés aux États-Unis
Part des bénéfices dans le PIB



Graphique 30**Endettement des ménages aux États-Unis**

En pourcentage du revenu disponible des particuliers

**Graphique 31****Rendement de l'actif de l'ensemble des institutions assurées par la FDIC****Tableau 2****Principales banques américaines (d'après la valeur de l'actif)**

Au 31 décembre 2002

	Milliards de \$
Citigroup	1 097
Bank of America/FleetBoston	851
J.P. Morgan Chase & Co.	759
Wells Fargo	349
Wachovia	341
Actif de ces cinq banques en pourcentage de l'actif total des banques	48

Source : Federal Deposit Insurance Corporation (États-Unis)

de concentration bancaire a fait un bond en avant en octobre avec la fusion annoncée de Bank of America et FleetBoston. La nouvelle entité sera la deuxième banque américaine en importance au chapitre de l'actif (Tableau 2).

Les agences fédérales de refinancement hypothécaire Fannie Mae et Freddie Mac sont des acteurs clés du marché américain des titres adossés à des créances hypothécaires. Un débat s'est ouvert l'été dernier sur la façon dont ces deux institutions gèrent le risque de taux d'intérêt auquel elles s'exposent et sur la possibilité que leurs opérations de couverture les rendent vulnérables à la volatilité des rendements obligataires. Au mois d'octobre, le secrétaire américain au Trésor, John Snow, a proposé la création d'un nouvel organe qui serait rattaché au Trésor et chargé d'exercer une surveillance plus étroite de ces deux agences¹¹.

L'industrie américaine des valeurs mobilières devrait elle aussi dégager des bénéfiques records en 2003 (Graphique 32). La progression de sa rentabilité par rapport à l'année précédente était d'abord concentrée dans un petit nombre d'activités (notamment la négociation et l'émission d'obligations), mais au troisième trimestre, elle a touché un éventail plus large de secteurs.

La gouvernance d'entreprise et la surveillance financière

Des efforts en vue de renforcer la confiance du public dans l'information financière et les normes de vérification sont déployés partout dans le monde. En juillet, un groupe de travail international, chargé par la International Federation of Accountants (IFAC) de se pencher sur la question et présidé par John Crow, ancien gouverneur de la Banque du Canada, a produit un rapport, *Rebuilding Public Confidence in Financial Reporting: An International Perspective*. Les auteurs y font remarquer que les récents scandales financiers sont les symptômes de problèmes plus profonds et proposent un éventail de mesures visant à restaurer la crédibilité de l'information financière¹².

11. Au Canada, l'agence fédérale de crédit immobilier (la Société canadienne d'hypothèques et de logement) fonctionne de manière différente. Elle n'accorde que très peu de financement hypothécaire directement et les prêts hypothécaires consentis aux particuliers ne sont jamais assortis d'une option de remboursement anticipé. En outre, elle est assujettie à la surveillance du Conseil du Trésor dans le cadre de la *Loi sur l'administration financière*.
12. L'annexe 3 du rapport contient un résumé utile des projets lancés à l'échelle internationale. On trouvera un sommaire plus récent des initiatives canadiennes dans l'article d'Armstrong à la page 55 de la présente livraison.

L'International Accounting Standards Board (IASB) et le Financial Accounting Standards Board (FASB) des États-Unis concentrent leurs efforts sur l'harmonisation des règles comptables à l'échelle mondiale. L'IASB a rencontré en octobre les représentants des États-Unis et du Canada pour faire le point sur les progrès accomplis, mais il est généralement admis que le processus nécessitera plusieurs années. Le FASB proposera bientôt des modifications comptables visant à rapprocher davantage les règles des États-Unis des normes internationales.

Pour promouvoir la confiance dans les normes internationales de vérification, un nouvel organe sera créé, le Public Interest Oversight Board. Ce dernier aura pour tâche de surveiller les travaux d'élaboration de normes internationales de vérification menés par l'International Auditing and Assurance Standards Board de l'IFAC.

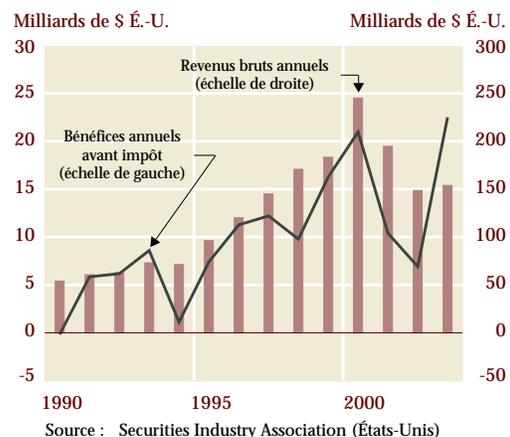
Aux États-Unis, les fonds spéculatifs et les fonds communs de placement, des véhicules de placement ayant tous deux gagné en importance, ont été soumis à un examen plus minutieux. Le personnel de la Securities and Exchange Commission (SEC) a récemment recommandé, dans un rapport, que les gestionnaires de fonds spéculatifs soient tenus de s'inscrire à la SEC en qualité de conseillers en placement. Les fonds spéculatifs devraient alors communiquer à la SEC des renseignements pouvant être utilisés dans la réalisation des missions de vérification.

Le secteur des fonds communs de placement aux États-Unis a également fait l'objet d'un examen attentif, en raison de pratiques discutables en matière de ventes et de transactions. Cet examen a donné lieu à un certain nombre de vérifications internes de sociétés, dont le but était de mesurer l'étendue de ces activités; en outre, certaines entreprises ont constitué des réserves destinées à couvrir les coûts des litiges possibles et des remboursements qu'elles pourraient devoir effectuer. Dans certains cas, d'importants investisseurs ont affranchi de leur rôle de conseil les sociétés de fonds communs de placement avec lesquelles ils traitaient, mais on ne sait pas encore quelle sera l'incidence globale de telles décisions sur la confiance des investisseurs. Signalons simplement que l'éventail des propositions visant l'amélioration de la surveillance dans le secteur des fonds communs de placement va en s'élargissant.

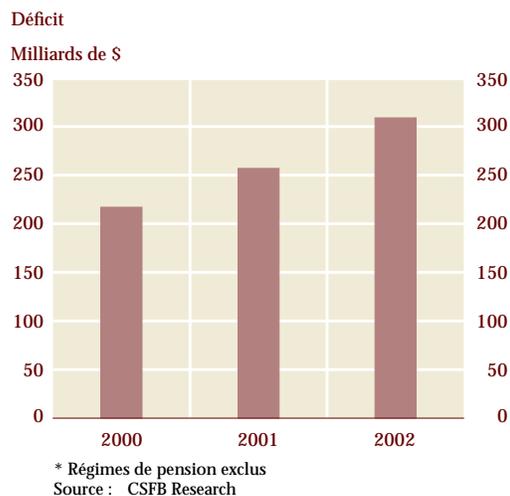
Avantages postérieurs au départ à la retraite

Les charges que doivent assumer les sociétés pour s'acquitter de leurs obligations à l'égard des prestations de retraite futures de leurs employés

Graphique 32
Secteur des valeurs mobilières aux États-Unis
Courtiers membres de la Bourse de New York



Graphique 33
Situation globale de capitalisation pour les sociétés comprises dans l'indice S&P 500 : Avantages complémentaires de retraite*



Graphique 34
Indice de Mercer sur la santé financière d'un régime de retraite au Canada

Ratio de l'actif au passif

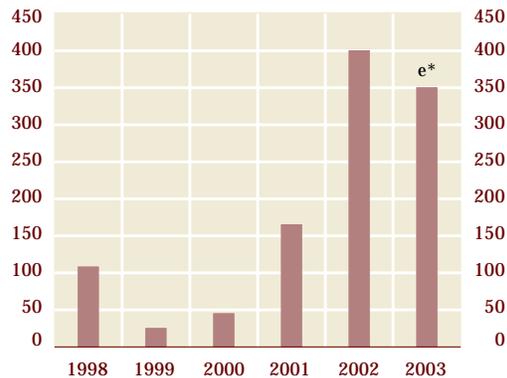


Source : Mercer, Consultation en ressources humaines

Graphique 35
Sous-capitalisation des régimes de pension aux États-Unis

Régimes assurés à employeur unique

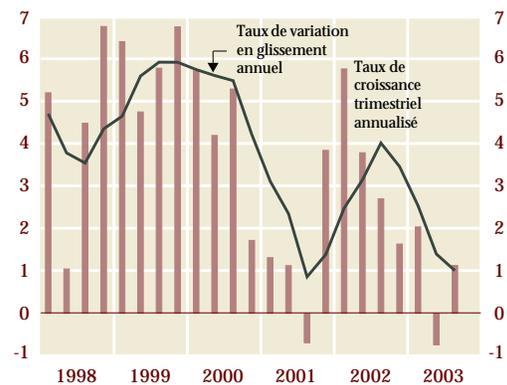
Milliards de \$ É.-U.



* Le chiffre de 2003 est une estimation.

Source : Pension Benefit Guaranty Corporation (États-Unis)

Graphique 36
Croissance du PIB réel au Canada



Source : Statistique Canada

demeurent lourdes. La faiblesse des cours boursiers a fait baisser l'actif des régimes, tandis que le niveau particulièrement bas des taux d'intérêt — qui touchent des creux historiques — a entraîné à la hausse la valeur actualisée de leur passif (annulant largement les effets positifs de l'augmentation du prix des obligations), ce qui a grandement aggravé le problème de sous-capitalisation des régimes de retraite. À la fin de 2002, le déficit de capitalisation des régimes de retraite des sociétés atteignait quelque 19 milliards de dollars au Canada. Résultat, les entreprises ont dû faire face à un relèvement de leurs cotisations. Plus récemment, le coût des avantages complémentaires de retraite offerts par les entreprises à leurs pensionnés a fait l'objet d'un intérêt accru, en particulier pour ce qui est des soins de santé (Graphique 33). Dans bien des cas, aucun actif précis n'a servi à constituer une réserve au titre de ces obligations.

Quoi qu'il en soit, la remontée progressive des cours boursiers permet de croire à l'amélioration de la situation financière des régimes de retraite. De même, des taux d'intérêt plus élevés réduiraient les obligations des régimes (même si l'on peut penser que cette réduction serait en partie compensée par la diminution de la valeur des portefeuilles obligataires de ces derniers). Au Canada, un indicateur de la santé financière des régimes de retraite (s'appuyant sur un modèle conçu pour reproduire le comportement d'un régime de retraite standard) révèle un certain redressement par rapport aux seuils touchés plus tôt dans l'année (Graphique 34). La Pension Benefit Guaranty Corporation des États-Unis estime que la sous-capitalisation globale des caisses de retraite des entreprises américaines s'atténuera aussi quelque peu en 2003 (Graphique 35). Les autorités mondiales n'en sont pas moins exhortées à surveiller de plus près la santé des régimes de retraite et, dans certains cas, à prendre des mesures en vue de réduire les pressions dont fait l'objet la capitalisation de ces régimes (Encadré 3).

L'évolution de la conjoncture au Canada

Parmi les facteurs internes qui influent sur la tenue du système financier canadien, mentionnons la conjoncture économique, la situation financière des ménages et des entreprises et l'évolution de certains secteurs d'activité précis.

L'économie canadienne

La production globale au Canada a peu varié entre les premier et troisième trimestres de 2003 (Graphique 36). La faiblesse de l'activité durant

Encadré 3

Initiatives gouvernementales concernant la capitalisation des régimes de retraite aux États-Unis et au Canada

Les pouvoirs législatifs des États-Unis étudient présentement, comme prélude à de plus amples modifications ultérieures, différentes propositions dans le cadre d'un plan visant à réduire le fardeau qu'impose à court terme aux sociétés américaines la capitalisation de leurs régimes de retraite à prestations déterminées.

À l'heure actuelle, ces sociétés sont tenues d'utiliser le rendement des bons du Trésor à 30 ans (majoré de 20 %) pour établir la valeur actualisée des obligations liées aux régimes de retraite. Afin de réduire les coûts que doivent engager les sociétés pour financer ces régimes, l'administration Bush a suggéré que les obligations qui y sont associées soient évaluées au moyen de la courbe de rendement d'émissions privées de haute qualité, ce qui réduirait la valeur estimative des obligations en question. Mais cette proposition obligerait aussi les sociétés dont les régimes sont fortement sous-capitalisés actuellement à financer immédiatement toute augmentation des prestations ou des versements forfaitaires. Le Congrès américain procède à l'analyse des éléments de ce plan.

Au début d'octobre, la Chambre des représentants a proposé une mesure temporaire qui, pendant deux ans, permettrait aux sociétés d'évaluer les obligations de leurs régimes à l'aide des rendements des titres obligataires de sociétés jouissant d'une cote élevée. Le Sénat américain doit encore débattre de cette résolution.

La Pension Benefit Guaranty Corporation des États-Unis a estimé que la mesure proposée par la Chambre réduirait de 26 milliards de dollars É.-U. les cotisations que les sociétés sont appelées à verser dans leurs régimes de retraite au cours des deux prochaines années¹. Pour sa part, Credit Suisse First Boston a estimé que, selon la nature des modifications définitives, les sociétés de l'indice S&P 500 pourraient épargner l'an prochain environ 18 milliards de dollars É.-U. au titre des cotisations à leurs régimes de retraite (voir le graphique).

L'administration Bush recommande également que les sociétés fournissent davantage d'information au sujet de la situation de capitalisation de leurs régimes de retraite. En septembre, le Financial Accounting Standards Board des États-Unis a publié la version préliminaire des règles qu'il propose pour améliorer la divulgation des données financières sur les régimes à prestations déterminées. Ces règles exigeraient, par exemple, que les sociétés ventilent l'actif des régimes dans leurs rapports et en précisent la composition — actions, titres d'emprunt et biens immobiliers.

Au Canada, le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) a récemment annoncé plusieurs mesures de surveillance pour mieux cerner les risques auxquels sont

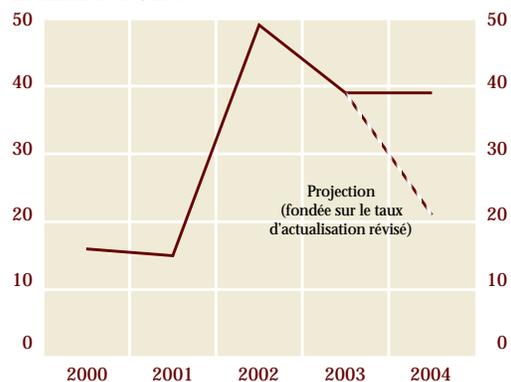
exposés les régimes de retraite assujettis à la réglementation fédérale, pour promouvoir une meilleure gestion de ces risques et pour rendre les gestionnaires de ces régimes plus aptes à faire face à des problèmes de tous ordres. Parmi les initiatives que le BSIF a entreprises afin de consolider ses méthodes de surveillance, citons une intensification des examens dynamiques de la solvabilité des régimes qui sont assujettis à sa supervision en vue de déterminer quels sont ceux qui réclament une surveillance plus étroite.

Le Conseil de surveillance de la normalisation comptable (CSNC) a recommandé en juillet que le Conseil des normes comptables (CNC) explore les façons d'améliorer la qualité de l'information fournie sur les résultats de leurs régimes de retraite par les entreprises canadiennes. De l'avis du CSNC, de telles améliorations pourraient être bénéfiques aux investisseurs canadiens et aux autres parties intéressées. Parmi ces améliorations figurent une meilleure présentation des cotisations et des charges de retraite, ainsi que la production de renseignements sur la composition de l'actif des fonds de pension et sur le taux de rendement supposé des différentes catégories d'actifs. Le CNC a donné suite à la recommandation en mettant au point un nouveau projet de norme qui devrait entrer en vigueur en 2004.

L'Association canadienne des organismes de contrôle des régimes de retraite (ACOR) a publié en juillet un projet de lignes directrices sur la gouvernance, conçu pour aider les administrateurs de régimes de retraite à adopter de bonnes pratiques de gouvernance. Le Comité de gouvernance des régimes de retraite de l'ACOR a collaboré avec un groupe de travail sectoriel à l'élaboration de ces lignes directrices ainsi que d'un questionnaire d'autoévaluation en matière de gouvernance. Il est prévu que la dernière main sera mise à ces lignes directrices une fois terminés les essais auxquels participent des administrateurs de régimes.

États-Unis : Cotisations des sociétés du S&P 500 ayant des régimes à prestations déterminées*

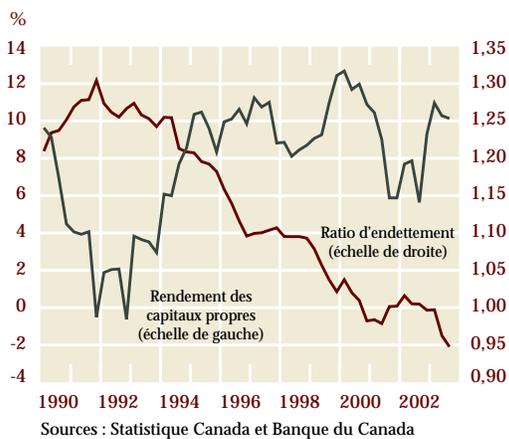
En milliards de \$ É.-U.



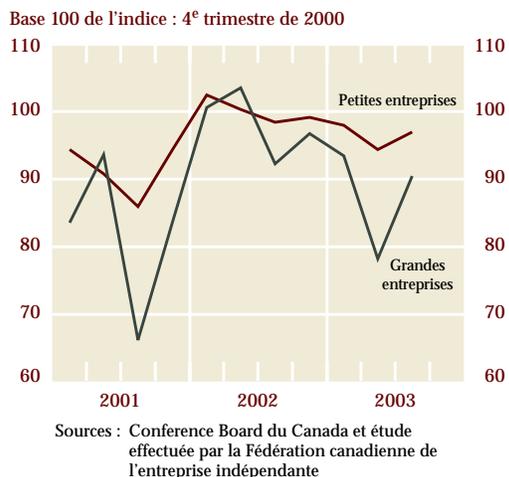
* Les chiffres indiqués pour 2003 et 2004 sont estimatifs.
Source : Credit Suisse First Boston

1. Voir le témoignage du 14 octobre de Steven A. Kandarian, directeur général de la Pension Benefit Guaranty Corporation, devant le Special Committee on Aging du Sénat américain.

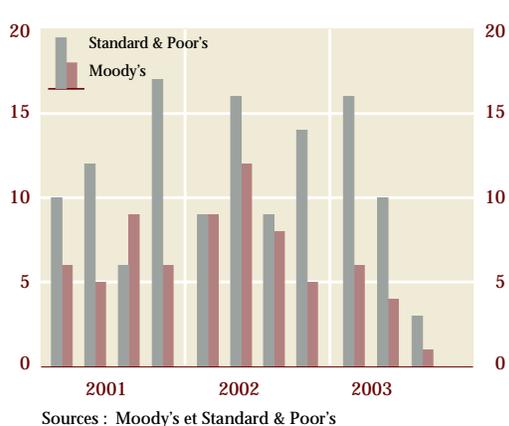
Graphique 37
Rendement des capitaux propres et ratio d'endettement des entreprises canadiennes



Graphique 38
Confiance des entreprises canadiennes



Graphique 39
Nombre de baisses de cote au Canada



cette période a résulté en grande partie de la chute marquée des investissements en stocks. Un certain nombre de chocs inhabituels, tels que l'épidémie de SRAS, la maladie de la vache folle et la panne d'électricité qui a frappé l'Ontario en août, ont aussi contribué à déprimer l'activité.

Plusieurs données encourageantes viennent toutefois confirmer l'opinion selon laquelle l'économie canadienne gagnera en vigueur en 2004. L'expansion de la demande intérieure finale se poursuit à un rythme soutenu, et les effets négatifs de certains des chocs inhabituels qui se sont produits dernièrement commencent à se dissiper. Cependant, l'élan donné aux exportations canadiennes par la nouvelle amélioration prévue de la conjoncture économique mondiale sera tempéré par l'appréciation que connaît le dollar canadien depuis un an.

Secteurs des ménages et des entreprises

La situation financière des ménages demeure bonne. La montée du niveau d'endettement est compensée par le faible coût du service de la dette ainsi que par la croissance continue des avoirs et des revenus¹³. En outre, la confiance des consommateurs reste forte.

Les bilans des sociétés non financières ont continué de se redresser durant les trois premiers trimestres de 2003. Les entreprises ont vu leur ratio d'endettement global fléchir encore, pour se situer à un très bas niveau (Graphique 37). Le taux de rendement des capitaux propres demeure très élevé, bien qu'il soit légèrement inférieur à ses précédents sommets par suite du repli des cours des produits de base énergétiques et du raffermissement du dollar canadien. D'ailleurs, la confiance des petites comme des grandes entreprises s'est renforcée au troisième trimestre de 2003, celles-ci étant de plus en plus nombreuses à entrevoir une amélioration des conditions économiques à court terme (Graphique 38). La qualité du crédit des entreprises s'est à nouveau accrue au troisième trimestre, comme en témoignent la baisse continue du nombre de sociétés dont la cote a été réduite et le peu de défauts de paiement enregistrés depuis le début de 2003 (Graphique 39).

Secteurs industriels

Alors que la situation des entreprises non financières est relativement saine dans l'ensemble, certains secteurs industriels subissent encore des tensions financières. Les niveaux d'activité et de rentabilité des secteurs du transport aérien et de

13. Pour une analyse plus détaillée de la situation financière des ménages au Canada, voir la section intitulée « Principaux enjeux », à la page 4.

l'aéronautique, qui étaient déjà peu élevés, ont fortement diminué au deuxième trimestre, en raison principalement des séquelles de l'épidémie de SRAS. Certaines entreprises de ces deux branches ont donc entrepris de restructurer leurs opérations et leurs bilans. Tout récemment, un redressement partiel a été observé dans l'industrie du transport aérien.

La santé financière du secteur de l'élevage s'est aussi détériorée après la découverte d'un cas isolé de maladie de la vache folle en Alberta (Graphique 40). Depuis le début du mois d'août, toutefois, un certain nombre de pays ont levé en partie l'interdiction frappant les importations de produits du bœuf canadiens.

L'appréciation de notre monnaie continue d'avoir une incidence négative sur beaucoup de secteurs à forte vocation exportatrice. La rentabilité des industries de pointe du secteur manufacturier, en particulier, devrait être mise à rude épreuve par cette montée du dollar canadien. De fait, les bénéfices des fabricants de produits électroniques et informatiques ont reculé au troisième trimestre de 2003, les fabricants de matériel de télécommunication étant toujours aux prises avec une faible demande.

Par ailleurs, la situation financière des aciéries s'est nettement dégradée (Graphique 41) à cause de la faiblesse de la demande et des prix, de la vigueur du dollar canadien et des cours élevés des matières premières et de l'énergie. Du côté des métaux non ferreux et des produits forestiers, si la forte progression des prix mondiaux de ces métaux et du bois d'œuvre est en principe avantageuse pour les producteurs concernés, son incidence, cette fois-ci, est considérablement limitée par l'appréciation du huard.

Les perspectives à court terme demeurent ternes pour les fabricants d'automobiles nord-américains, en raison de la présence de capacités excédentaires à l'échelle mondiale, du coût élevé des programmes d'incitation à l'achat et de la nécessité de renflouer les caisses de retraite des travailleurs de l'industrie. Des pressions à la baisse se sont exercées sur la cote de crédit de ces fabricants¹⁴.

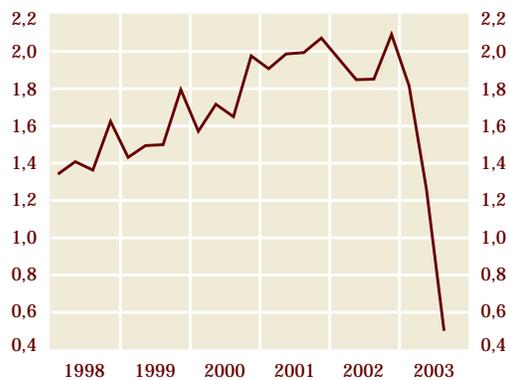
Le système financier

La récente embellie du climat macrofinancier à l'échelle mondiale succède à une période où le système financier canadien a été aux prises avec un affaiblissement de l'activité économique inté-

Graphique 40
Recettes monétaires agricoles

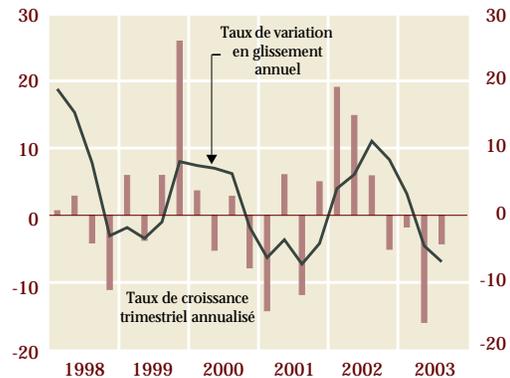
Gros bovins et veaux

Milliards de \$ CAN



Source : Statistique Canada

Graphique 41
Croissance de la production réelle dans le secteur de la sidérurgie



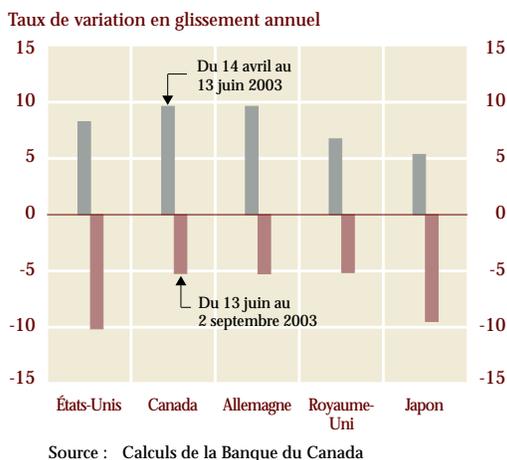
Source : Statistique Canada

14. Les cotes de crédit de Ford et DaimlerChrysler ont été révisées à la baisse ces derniers mois.

Graphique 42
Rendement de l'émission de référence à 10 ans



Graphique 43
Rendements totaux des marchés obligataires internationaux



rière et un certain nombre de chocs externes. Les niveaux accrus d'incertitude observés durant cette période, de même que la plus grande aversion des investisseurs pour le risque et la détérioration de la qualité du crédit des entreprises, reflétaient les conditions ambiantes.

La tenue qu'a affichée le système financier au cours des deux dernières années témoigne de sa résilience fondamentale face à de pareils défis. Les indicateurs conçus pour mesurer le degré de stress contemporain confortent l'opinion selon laquelle l'évolution défavorable de la conjoncture n'a pas provoqué un niveau élevé de stress au sein du système financier (Encadré 4). D'autres mesures plus récentes, que nous examinerons plus loin, font état de bons résultats pour le second semestre de l'année.

Les marchés financiers

Ces derniers trimestres, certaines variations substantielles dans les prix des actifs financiers et les cours des monnaies ont pu être observées. À l'été et au début de l'automne, les taux de rendement obligataires ont été très volatils. De plus, après une brève pause durant la saison estivale, le dollar canadien et d'autres devises ont repris leur ascension vis-à-vis du dollar américain.

Les marchés des titres à revenu fixe

Les taux de rendement des obligations d'État canadiennes et américaines, qui ont été particulièrement instables ces derniers mois, se sont relevés des creux historiques touchés à la mi-juin (Graphique 42). Les brusques fluctuations qu'ont connues les rendements de ces titres se sont traduites, pour leurs détenteurs, par des gains ou des pertes considérables sur des périodes relativement courtes (Graphique 43). Si le regain d'optimisme à l'égard des perspectives de croissance de l'économie mondiale a contribué au redressement des rendements obligataires, ce renversement de tendance tient aussi à d'autres facteurs. La décision des autorités monétaires américaines annoncée le 25 juin et le communiqué l'accompagnant ont marqué un tournant, le regain de confiance de la Réserve fédérale quant à l'évolution de l'économie des États-Unis devenant finalement partagé par de nombreux acteurs du marché. Signalons aussi la part jouée par certains facteurs techniques, comme les opérations de couverture sur le marché hypothécaire, qui ont amplifié les mouvements, aussi bien ascendants que descendants, des taux de rendement (Encadré 5). En outre, l'augmentation prévue du déficit budgétaire du gouvernement américain et, par conséquent, de l'offre de titres

Encadré 4**La mesure du stress dans le système financier**

Le stress financier est la tension ressentie par les agents économiques du fait de l'incertitude et des modifications des attentes de pertes dans les institutions financières et les marchés financiers. Les périodes de stress extrême sont parfois qualifiées de crises.

L'indice de stress financier permet d'évaluer le degré de stress dont le système financier est l'objet à un moment donné (voir le graphique). Ce n'est pas un indicateur de l'évolution future du stress.

On trouvera ci-après des renseignements sur la manière dont l'indice de stress financier doit être interprété. La composition et le mode de construction de ce dernier sont exposés en détail dans le rapport intitulé « La mesure du stress financier », à la page 45 de la présente livraison.

Interprétation de l'indice de stress financier

L'indice de stress financier est une mesure ordinale, exprimée en rang centile, du stress que subit le système financier. Si le niveau de stress se situe au 75^e centile par exemple, c'est qu'il est supérieur à ce qu'il a été trois jours sur quatre depuis le début de 1980. Une variation du niveau de l'indice n'implique cependant pas une variation proportionnelle du niveau réel de stress.

L'indice est axé sur l'identification des périodes de stress intense, du fait que celles-ci ont un caractère sporadique et ne constituent pas une caractéristique normale du cycle du système financier.

Périodes de stress intense

Au cours des récessions du début des années 1980 et 1990, l'indice de stress financier a atteint des sommets très élevés, correspondant au 99^e centile de l'ensemble de la distribution, en raison du haut niveau des taux d'intérêt et du grand nombre de faillites, de défauts de paiement à l'égard d'emprunts obligataires et de pertes sur prêts bancaires. Les turbulences causées par les difficultés du mécanisme de change européen (MCE) ont également provoqué une flambée de l'indice en 1992. L'indice a enregistré sa plus forte hausse dans la foulée de la défaillance de la Russie en 1998, qui a entraîné une réduction importante de la demande d'actifs risqués dans le monde¹.

Au nombre des autres épisodes de stress élevé, on peut citer les faillites et les fusions forcées de plusieurs petites

banques canadiennes en difficulté dans les années 1985 et 1986, le krach boursier de 1987 et les attentats terroristes du 11 septembre.

Périodes de calme

La ligne de démarcation entre les périodes de calme relatif et les périodes de stress intense est subjective. Il reste qu'en dessous du 75^e centile, seuls quelques sommets peuvent être reliés à des événements marquants de l'actualité financière.

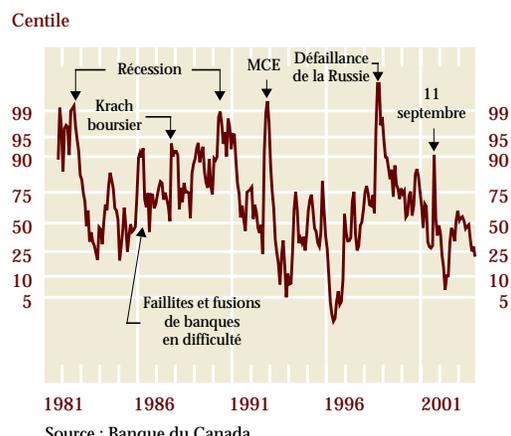
Évolution récente de l'indice

L'indice de stress financier est descendu dernièrement dans le quartile inférieur de la distribution observée. Le système financier a en effet manifesté une grande résilience lors des chocs récents, y compris face aux fortes fluctuations des rendements obligataires et à la volatilité accusée des taux de change.

Ces dernières années, le système financier semble avoir été bien plus à même de résister aux chocs, tels que l'effondrement des valeurs technologiques et le niveau record à l'échelle mondiale des défauts de paiement sur les emprunts obligataires, qu'au cours des cycles de crédit et économiques antérieurs.

Utilisation de l'indice

L'indice de stress financier vient s'ajouter aux nombreux autres outils que la Banque du Canada utilise pour établir si les conditions financières s'améliorent ou se dégradent. Le niveau particulier auquel il se situe n'a aucune incidence sur la politique monétaire. On aurait donc tort de voir dans cet indice une cible.

Évolution de l'indice de stress financier au Canada

1. Pour une analyse plus approfondie des épisodes de stress financier les plus notables, voir les pages 61 à 89 de Chant et coll. (2003).

Encadré 5

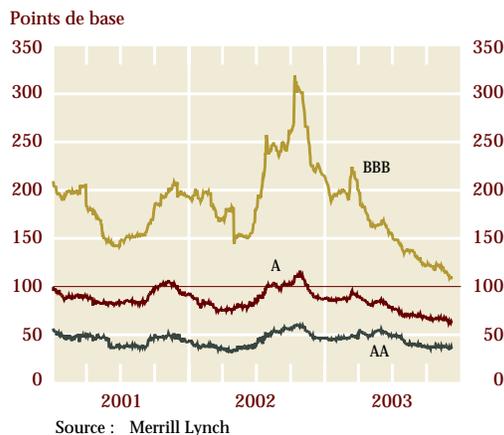
Stratégies de couverture dynamique

Les portefeuilles contenant des créances hypothécaires et des titres adossés à des créances hypothécaires doivent être fréquemment rééquilibrés, du fait que presque tous les actes hypothécaires dressés aux États-Unis accordent à l'emprunteur le droit de rembourser sans pénalité la totalité de son prêt avant l'échéance. Cette situation est analogue à celle où l'emprunteur posséderait une option d'achat sur taux hypothécaires (ou serait en position longue). Si l'emprunteur est en position longue dans l'option d'achat, par définition le créancier hypothécaire (ou le détenteur du titre adossé à la créance hypothécaire si le prêt est titrisé) est en position courte. Il pourrait être avantageux pour l'investisseur de couvrir sa position courte, car autrement la durée de son portefeuille sera exposée à des variations importantes et imprévisibles.

L'investisseur peut opter pour une couverture dynamique, qui consiste à détenir une position longue

dans un actif sous-jacent (généralement une obligation du Trésor ou un swap de taux d'intérêt) en vue de compenser la sensibilité de l'option aux fluctuations du taux d'intérêt sous-jacent (le *delta* de l'option). C'est ce que l'on appelle la *couverture delta*. Le delta, cependant, varie avec le niveau sous-jacent des taux d'intérêt. En conséquence, le portefeuille n'est adéquatement couvert que pendant une brève période et doit être rééquilibré souvent. Ce rééquilibrage exige que l'investisseur accroisse sa position lorsque les rendements fléchissent (c.-à-d. qu'il achète des obligations lorsque leur prix monte) et inversement qu'il la réduise quand les rendements augmentent (c.-à-d. qu'il vende des obligations lorsque leur prix baisse). Ces opérations de rééquilibrage peuvent donc accentuer les brusques variations des prix dans un sens comme dans l'autre.

Graphique 44
Écarts de rendement entre émetteurs de qualité au Canada



du Trésor ont exercé des pressions à la hausse sur ces taux.

Au Canada, les écarts de rendement entre les titres de dette des sociétés et ceux de l'État ont continué de se rétrécir au deuxième semestre de l'année (Graphique 44), les investisseurs se montrant davantage disposés à s'exposer à des risques de crédit. Après la courte stagnation saisonnière de la demande de financement enregistrée en juillet et août, le rythme des nouvelles émissions d'obligations des sociétés s'est accéléré. Durant toute l'année, les emprunts obligataires libellés en dollars canadiens sont demeurés relativement vigoureux par rapport au volume des titres en dollars É.-U. placés (Graphique 45). Les émissions nettes d'obligations ont été modestes toutefois, car les entreprises recourent aussi à d'autres sources de financement et continuent d'assainir leur situation financière.

Les marchés boursiers

Les bourses nord-américaines se sont raffermies tout au long de 2003. Si le secteur de la haute technologie est celui qui a affiché les gains les plus importants, les indices internationaux ont aussi vivement progressé. Cette remontée s'est inscrite dans un climat où la volatilité était relativement faible, celle-ci demeurant sous ses niveaux moyens à long terme selon diverses mesures (Graphique 46).

Les profits déclarés par les sociétés continuent de soutenir les cours des actions. Les deux tiers environ des entreprises américaines que regroupe le S&P 500 ont réalisé des bénéfices supérieurs aux attentes à la fois pour le deuxième et le troisième trimestre. Les profits des sociétés cotées à la Bourse de Toronto ont connu une augmentation marquée au troisième trimestre.

La poursuite de la forte tenue des marchés boursiers a fait naître certaines préoccupations au sujet des niveaux des cours des actions. Bien que les ratios cours-bénéfice attendus pour les entreprises de la Bourse de Toronto et du S&P 500 se soient inscrits en hausse ces derniers mois, ils demeurent à des niveaux proches des moyennes à long terme. Pour les entreprises de haute technologie, toutefois, ces mêmes ratios sont considérablement plus élevés qu'ils ne l'étaient, ce qui laisse entrevoir la possibilité d'une correction.

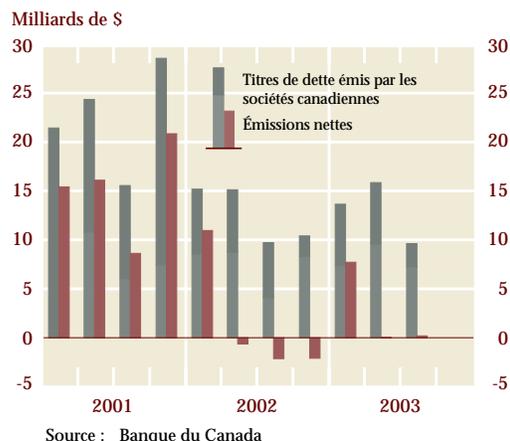
Malgré les inquiétudes au sujet des prix des parts, et dans certains cas d'une réduction des distributions, les fiduciaires de revenu ont continué de croître au Canada (Graphique 47), à la faveur de l'intérêt accru que leur portent les investisseurs américains. Ce marché est devenu une importante source de financement pour les entreprises canadiennes¹⁵. Les organismes de réglementation des valeurs mobilières ont toutefois soumis des propositions visant à améliorer la divulgation d'informations sur les nouvelles émissions de ces fiduciaires.

Les marchés des changes

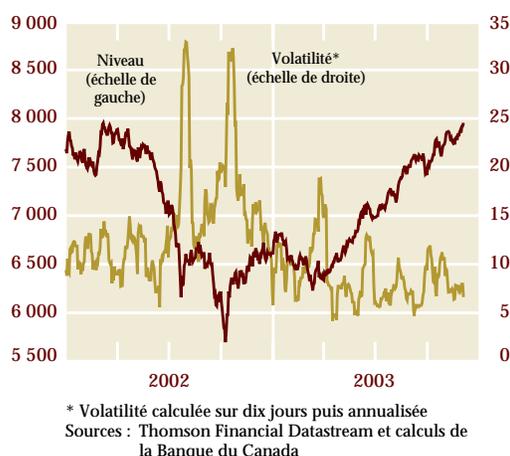
Un trait marquant de l'évolution récente des marchés des changes est le recul généralisé du cours de la monnaie américaine (Graphique 48). La dépréciation qu'a connue le billet vert depuis l'été a coïncidé avec un changement d'humeur des marchés, qui ont cessé de se focaliser sur la reprise de l'économie des États-Unis et commencé à mettre en doute la viabilité des déséquilibres économiques à l'échelle mondiale, y compris le déficit de la balance courante de ce pays (tout particulièrement à un moment où les emprunts de l'État sont en hausse). La force du dollar canadien au cours de cette période tient aussi à d'autres facteurs, comme la fermeté des cours des produits de base et le fait que la marge de capacités excédentaires est plus faible au Canada qu'aux États-Unis. La volatilité que l'incertitude due aux crises du SRAS et de la vache folle a créée dans le taux de change entre le dollar canadien et le dollar É.-U. s'est atténuée (Graphique 49).

15. Voir l'article de M. King, à la page 81 de la présente livraison.

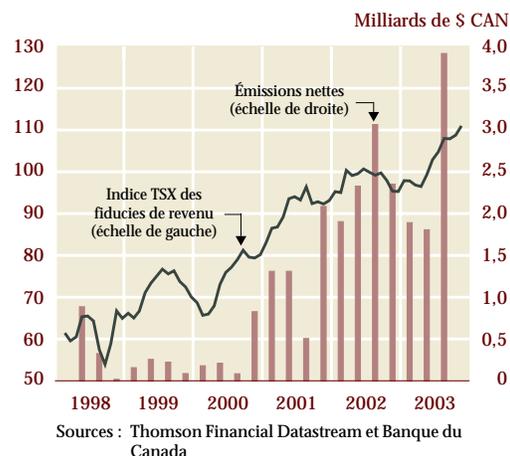
Graphique 45
Nouvelles émissions du secteur privé



Graphique 46
Niveau et volatilité de l'indice S&P/TSX

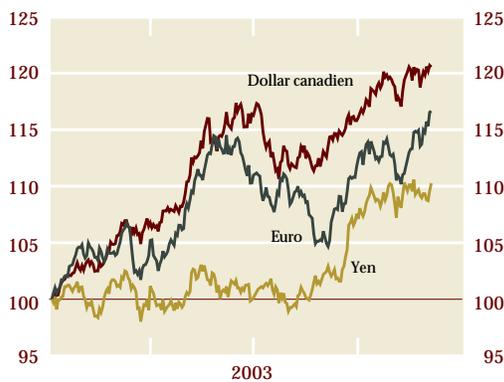


Graphique 47
Fiducies de revenu



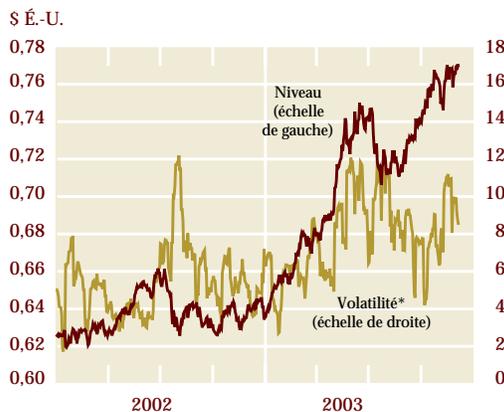
Graphique 48
Tenue relative des devises par rapport au dollar É.-U.

Base 100 de l'indice : 2 janvier



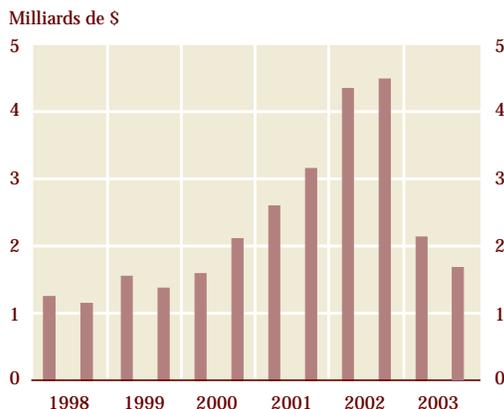
Source : Thomson Financial Datastream

Graphique 49
Taux de change (États-Unis/Canada) et volatilité



* Volatilité calculée sur dix jours puis annualisée
Sources : Thomson Financial Datastream et calculs de la Banque du Canada

Graphique 50
Provision pour pertes sur créances des grandes banques canadiennes*



* Données calculées à partir des états financiers trimestriels publiés par les six grandes banques canadiennes
Source : Banque du Canada

Le relèvement de notre monnaie se répercute sur le système financier canadien par divers canaux. Il pourrait nuire à la rentabilité des entreprises fortement tributaires du commerce extérieur¹⁶. Il influera également sur la valeur de divers actifs et engagements financiers. Par exemple, les sociétés, (y compris les institutions financières) ayant une position débitrice nette en dollars É.-U. pourraient bénéficier de la situation (grâce au recul de la valeur de leur dette en monnaie canadienne, par exemple), tandis que celles détenant un avoir net en devise américaine pourraient être perdantes. Quelques entreprises canadiennes ont déclaré que leurs profits à l'étranger avaient souffert de l'appréciation du dollar canadien, mais ces résultats s'inscrivent dans un climat global de forte rentabilité. Les sociétés canadiennes ont dans l'ensemble engrangé des bénéfices très élevés durant les derniers trimestres.

Les institutions financières

Le système bancaire canadien a fait état de solides résultats financiers pour le second semestre de l'exercice achevé le 31 octobre dernier. Le taux de rendement moyen des capitaux propres des grandes banques s'est élevé à près de 20 % au troisième trimestre, avant de se replier légèrement au quatrième¹⁷. Le capital réglementaire détenu par les banques a atteint, à 12,8 %, des niveaux records.

La nécessité de hausser les provisions pour pertes sur créances s'est atténuée, ce qui a contribué à la progression de la rentabilité des banques. Après s'être considérablement accrues ces deux dernières années dans la foulée du déclin de la qualité du crédit, les nouvelles provisions constituées en 2003 ont diminué, s'établissant à 3,8 milliards de dollars (Graphique 50).

Si les pertes essayées par les banques au titre des prêts qu'elles ont consentis aux entreprises ont été lourdes, les services de détail qu'elles offrent se sont révélés une source de revenu relativement stable. Par conséquent, plusieurs banques ont fait savoir qu'elles se concentreraient davantage sur les services bancaires de détail et la gestion de patrimoine et qu'elles réduiraient de façon sélective leurs créances sur les entreprises¹⁸. Ainsi, certaines banques optent pour la cession sur le marché secondaire de parts importantes des créances qui ne relèvent pas de leurs activités principales et

16. Voir Banque du Canada (2003, p. 25).

17. Un remboursement d'impôts spécial a amplifié de façon substantielle les bénéfices réalisés par la CIBC au troisième trimestre.

18. Pour d'autres observations sur le système bancaire canadien, voir la rubrique « Principaux enjeux » à la page 4.

procèdent à des réductions de la valeur de ces actifs. L'encours des prêts aux entreprises des secteurs qui ont connu des difficultés financières importantes, comme les télécommunications, la câblodistribution, l'énergie et la production d'énergie, s'est inscrit en baisse.

Les risques auxquels est confronté le système bancaire se sont amoindris, la conjoncture étant plus favorable à la qualité du crédit. Les perspectives économiques sont toutefois incertaines en partie à cause de l'appréciation du dollar canadien, ce qui fait craindre une détérioration des conditions financières dans certains des secteurs où les banques sont exposées à des risques de crédit. Toutefois, l'encours global des prêts consentis par ces dernières aux industries qui sont le plus susceptibles de souffrir de la montée de notre monnaie (notamment celles des produits de la forêt, de l'acier et d'autres métaux et de la fabrication d'ordinateurs, de produits électroniques et de pièces automobiles) est relativement limité.

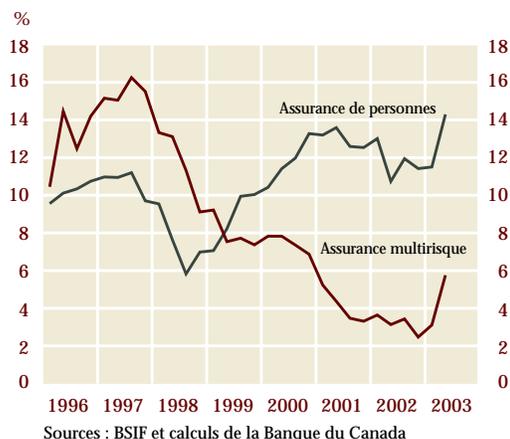
La tenue financière du secteur de l'assurance, tant pour les sociétés d'assurance vie que pour les sociétés d'assurance multirisque, s'est améliorée au premier semestre de 2003 (Graphique 51). Les assureurs vie en particulier ont affiché des résultats positifs au cours des dernières années, et cela malgré leur expansion, durant les années 1990, sur le marché des produits d'assurance liés aux valeurs mobilières et leur exposition aux risques de crédit.

En septembre, Financière Manuvie annonçait avoir conclu avec la John Hancock Financial des États-Unis une entente visant la fusion des deux sociétés. Si les approbations requises sont obtenues, on prévoit que celles-ci fusionneront au premier semestre de 2004. Cette opération ferait de Financière Manuvie le sixième assureur en importance aux États-Unis (au chapitre des primes). La fusion projetée fait suite au regroupement de deux sociétés canadiennes d'assurance vie, la Great-West Lifeco Inc. et la Canada-Vie, qui a eu lieu plus tôt cette année.

La rentabilité des sociétés d'assurance multirisque s'est raffermie, rompant ainsi avec les faibles niveaux antérieurs. Habituellement, les rendements négatifs enregistrés par l'industrie sur les souscriptions d'assurance sont compensés par les revenus de placement (Graphique 52). Toutefois, la hausse des pertes techniques — due au fait que la progression des demandes d'indemnité n'a pas été entièrement contrebalancée par l'augmentation des recettes provenant des primes — s'est accompagnée d'une diminution du rendement des investissements, de sorte qu'en 2001-2002, le bénéfice net a

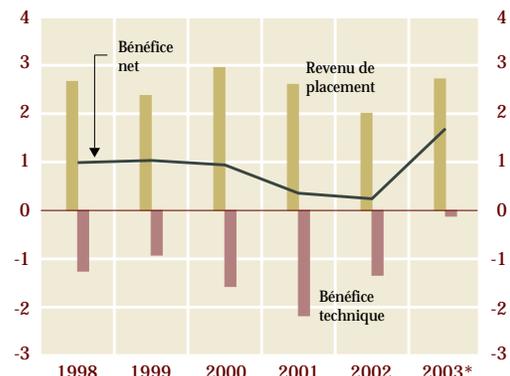
Graphique 51
Rendement des capitaux propres des sociétés d'assurance

Moyenne mobile sur 4 trimestres



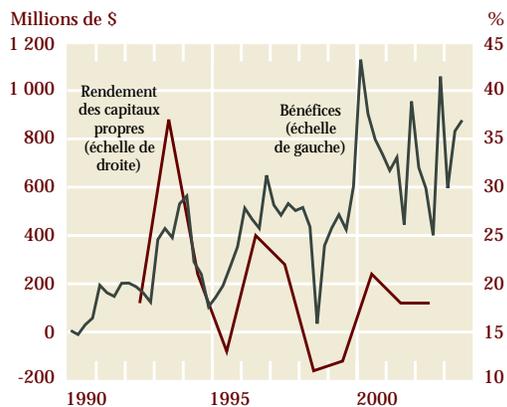
Graphique 52
Bénéfice net du secteur de l'assurance multirisque

Milliards de \$



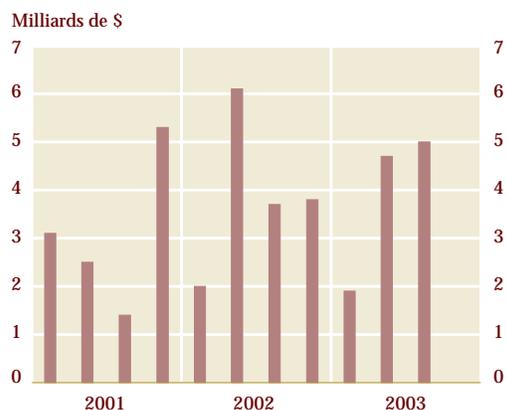
* Les chiffres du premier semestre ont été annualisés.
Source : BSIF

Graphique 53
Bénéfices d'exploitation du secteur des valeurs mobilières



Source : Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières

Graphique 54
Nouvelles émissions d'actions ordinaires



Source : Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières

Graphique 55
Soldes impayés dans les comptes sur marge des clients



Source : Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières

connu une chute marquée. Le secteur a entrepris de contenir les pertes techniques, notamment par un relèvement des primes.

Le rythme d'augmentation des primes a soulevé la controverse, bon nombre d'entreprises attribuant aux frais d'assurance croissants une large part des récentes hausses de leurs coûts. Certaines provinces se proposent d'intervenir, ou ont décidé de le faire, en ce qui concerne le secteur des assurances incendie, accidents, risques divers, généralement dans le but de restreindre la majoration des primes d'assurance automobile. Les conséquences à plus long terme, pour l'industrie, des modifications obligatoires des primes d'assurance automobile et des limites appliquées à certaines indemnités ne sont pas encore claires.

Les bénéfices d'exploitation du secteur des valeurs mobilières, qui en règle générale se sont maintenus à des sommets historiques malgré le recul antérieur des marchés boursiers, ont augmenté aux deuxième et troisième trimestres (Graphique 53). Les revenus tirés des activités de banque d'investissement ont bénéficié de la vigueur des emprunts (bruts) des sociétés. Le rythme des opérations de financement par actions ordinaires s'est accéléré au cours du deuxième trimestre (Graphique 54), tandis que les nouvelles émissions de parts de fiducies de revenu affichaient des niveaux appréciables. Les ventes nettes de parts de fonds communs de placement ont mis plus de temps à se redresser, les investisseurs ayant apparemment jeté leur dévolu sur d'autres produits, tels que les fonds cotés en bourse et les fiducies de revenu. Les soldes impayés dans les comptes sur marge des clients des courtiers demeurent bien en deçà des niveaux records précédemment atteints, ce qui donne à penser que les investisseurs restent prudents à l'endroit des marchés boursiers (Graphique 55).

Les systèmes de compensation et de règlement

Les systèmes assurant la compensation et le règlement des paiements et des autres obligations financières constituent un élément essentiel du système financier canadien (Encadré 6).

Évolution récente

En juillet 2003, la plupart des opérations prises en charge jusque-là par le Service de règlement des valeurs et le Service de dépôt ont été transférées au CDSX, le nouveau système de règlement des opérations sur titres de La Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée, entré en fonction en mars¹⁹. Le transfert de toutes les émissions de titres de dette

19. Pour plus d'information sur le CDSX, voir McVanel (2003).

et d'actions au CDSX a été achevé à la fin d'octobre et, depuis, ces deux services ont cessé leurs activités. Le CDSX règle maintenant la quasi-totalité des opérations sur actions et titres de dette libellés en dollars canadiens. Le passage au CDSX, qui est doté de solides mécanismes de contrôle du risque, a permis de réduire les risques associés auparavant au règlement des instruments par l'entremise du Service de règlement des valeurs et du Service de dépôt.

Le 1^{er} novembre 2003, la Banque du Canada a cessé d'antidater les résultats du règlement des paiements transitant par le SACR, de sorte que ceux-ci sont inscrits dorénavant dans les livres de la banque centrale le jour où les effets sont effectivement réglés par le système, c'est-à-dire le lendemain du jour où ils sont présentés à la compensation. Par conséquent, les gains et les pertes découlant du processus de compensation au sein du SACR sont inscrits au bilan des adhérents sous la rubrique des « effets en compensation », au lieu de figurer, le jour même de leur compensation, parmi les dépôts ou avances au bilan de la Banque du Canada. Le risque de non-règlement ne s'en trouve pas modifié, mais les montants en jeu sont désormais comptabilisés dans les états financiers de ceux qui assument ce risque^{20,21}.

En août 2003 a pris fin le délai de grâce de six mois concernant l'application du plafond de 25 millions de dollars aux effets papier compensés par l'entremise du SACR. Ce plafond vise à encourager le transfert des gros paiements vers le STPGV, qui possède des mécanismes de contrôle du risque plus robustes (Graphique 56). Selon une enquête menée en 2001, le flux quotidien des transactions dont le montant dépasse 25 millions de dollars s'élevait à environ 7 milliards de dollars dans le SACR. En septembre et octobre 2003, la valeur des transactions réglées par ce système avait diminué d'à peu près 4 milliards de dollars par rapport à son niveau d'un an plus tôt, pour se situer en moyenne aux alentours de 16 milliards de dollars par jour (Graphique 57).

En septembre 2003, quatre nouvelles devises se sont ajoutées à celles qui étaient déjà admises dans le cycle de règlement de la CLS Bank. Les nouvelles venues sont les monnaies de la Suède, du Danemark, de la Norvège et de Singapour. La valeur des opérations de change pour l'ensemble des devises acceptées par la CLS Bank qui ont été

Encadré 6

Les systèmes de compensation et de règlement au Canada

L'une des composantes essentielles du système financier est un ensemble de solides mécanismes pouvant effectuer la compensation et le règlement des paiements et des autres obligations financières. La *Loi sur la compensation et le règlement des paiements* habilite la Banque du Canada à désigner comme étant de son ressort les systèmes de paiement et autres systèmes de compensation et de règlement susceptibles de comporter un risque systémique et à les soumettre à sa surveillance générale.

La Banque a ainsi désigné deux systèmes, dont elle assure actuellement la surveillance générale : le Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV), qui sert à l'échange des gros paiements dont le délai de règlement est critique et est exploité par l'Association canadienne des paiements, et le système CDSX, utilisé pour la compensation et le règlement des opérations sur titres de dette et de participation au Canada et administré par La Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée. La Banque a également désigné la Continuous Linked Settlement Bank (CLS Bank) et en supervise les activités de concert avec d'autres banques centrales, notamment la Réserve fédérale américaine, à qui revient la responsabilité première de la surveillance des opérations de la CLS Bank. Cette dernière offre un service international de règlement des opérations de change auquel sont actuellement admissibles onze monnaies, dont le dollar canadien.

La Banque du Canada soutient le fonctionnement du STPGV, du CDSX, de la CLS Bank et du Système automatisé de compensation et de règlement, qui traite principalement les paiements de détail de moindre valeur. Elle procure à ces systèmes des actifs à des fins de règlement et des liquidités, leur fournit des services en matière de garanties et leur sert d'agent de règlement. Par ailleurs, la Banque s'est dotée de mesures de contingence en cas de défaillance de ces systèmes.

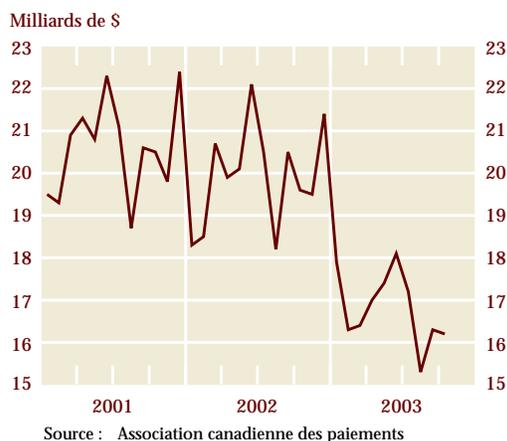
20. Ce changement à la comptabilité de la Banque du Canada n'a aucune incidence sur la manière dont l'institution met en œuvre la politique monétaire.

21. On trouvera une analyse détaillée du passage au règlement pour valeur le lendemain dans Tuer (2003).

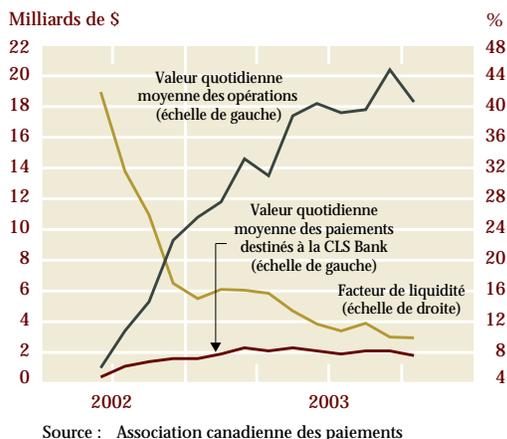
Graphique 56
Valeur des paiements traités par le STPGV
Moyenne mensuelle des montants quotidiens



Graphique 57
Valeur des paiements traités par le SACR
Moyenne mensuelle des montants quotidiens



Graphique 58
Valeur des opérations de change visant le dollar canadien et transitant par la CLS Bank
Moyenne mensuelle des montants quotidiens



réglées au sein de ce système a augmenté régulièrement et atteignait en moyenne quelque 1 000 milliards de dollars É.-U. par jour en septembre et octobre. Si la valeur des opérations de change visant le dollar canadien traitées par la CLS Bank s'est accrue également pour s'élever en moyenne à environ 19 milliards de dollars canadiens par jour durant la même période, leur pourcentage quant à lui demeure assez bas si on le compare à celui des autres devises admissibles au système depuis le tout début. Le ratio de liquidité (la liquidité requise pour régler les opérations de change visant le dollar canadien divisée par la valeur des opérations réglées) est de l'ordre de 10 % et constitue une mesure des économies de liquidité attribuables au règlement par l'entremise de la CLS Bank (Graphique 58).

En juin 2003, le Conseil d'administration de l'Association canadienne des paiements a donné son aval au projet de non-circulation et de présentation électronique des chèques (NCPEC), dont le lancement est prévu pour la fin de 2006. La mise en œuvre de la NCPEC changera de façon fondamentale le mode de traitement et de compensation des chèques. Dès lors, une image électronique des chèques sera saisie et transmise aux institutions financières concernées, et les six millions de chèques et autres effets papier actuellement traités quotidiennement ne seront plus échangés physiquement. Il en résultera un accroissement considérable de l'efficacité du système de traitement des chèques.

Dans l'ensemble, la panne de courant du 14 août dernier et ses séquelles durant les jours qui ont suivi n'ont pas eu de répercussions graves sur le système financier canadien. Les plans de poursuite des activités ont permis aux systèmes de compensation et de règlement et à leurs participants de bien réagir malgré les quelques problèmes occasionnés par cette panne. Lorsque celle-ci s'est produite, le processus de règlement au sein du CDSX venait de débuter et le règlement a été retardé d'environ une heure, sans conséquences appréciables sur les autres systèmes de compensation et de règlement. Le 15 août, la Banque du Canada a répondu à la demande accrue de fonds de la part des institutions financières participant au STPGV, demande qui découlait de l'incertitude quant aux effets qu'aurait la panne sur leurs propres transactions et celles de leurs clients. Le solde cible du STPGV a été porté à 1,1 milliard de dollars au lieu des 50 millions annoncés la veille, et la Banque a procédé à deux séries de prises en pension spéciales. Elle a par ailleurs mené ses opérations avec succès depuis son site de relève pendant plus d'une semaine au lendemain de la panne.

Bibliographie

- Banque du Canada (2003). *Rapport sur la politique monétaire* (octobre).
- Chant, J., A. Lai, M. Illing et F. Daniel (2003). *Essays on Financial Stability*, Rapport technique n° 95, Ottawa, Banque du Canada.
- Dynan, K., K. Johnson et K. Pence (2003). « Recent Changes to a Measure of U.S. Household Debt Service », *Federal Reserve Bulletin* (octobre).
- McVanel, D. (2003). « Le CDSX : le nouveau système de compensation et de règlement des opérations sur titres », *Revue du système financier* de la Banque du Canada (juin), p. 61-66.
- Pichette, L., et D. Tremblay (2003). « Are Wealth Effects Important for Canada? », document de travail n° 2003-30, Banque du Canada.
- Tuer, E. (2003). « Note technique : L'élimination du règlement rétroactif dans le SACR », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 41-45.