

Évolution

récente et

tendances

Nota

Sauf indication contraire, les données utilisées dans le présent document sont celles qui étaient disponibles au *27 mai 2005*.

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 CIBC, la Banque de Montréal, la Banque Nationale du Canada, la Banque Scotia, le Groupe Financier Banque TD et le Groupe Financier RBC.

L'évaluation des risques pour la stabilité du système financier canadien

La *Revue du système financier* est un instrument utilisé par la Banque du Canada pour contribuer à la solidité du système financier canadien. La section *Évolution récente et tendances* a pour objectif de présenter une analyse des changements récents et des tendances que l'on observe dans le secteur financier canadien. La première partie de la section porte sur l'évaluation des risques, tant de source étrangère que de source canadienne, qui pourraient nuire à la stabilité du système financier du pays. On y traite des implications possibles des principaux facteurs de risque et des vulnérabilités sur la solidité globale du système¹.

L'infrastructure actuelle, qui englobe la législation financière, le système juridique, les pratiques financières, le cadre de réglementation et de surveillance ainsi que le cadre de conduite des politiques macroéconomiques, a une grande incidence sur la façon dont les chocs sont transmis au système financier et à la macroéconomie et, par conséquent, sur l'évaluation que fait la Banque des risques.

L'évaluation de la Banque est axée sur les vulnérabilités du système financier en général, et non sur celles des institutions, des entreprises ou des ménages individuels. La Banque se focalise sur les facteurs de risque et les vulnérabilités qui pourraient avoir des répercussions systémiques, c'est-à-dire qui pourraient entraîner des problèmes importants pour l'ensemble du système et, en définitive, pour l'économie. L'étude de ces facteurs de risque et vulnérabilités se fonde à la fois sur leur probabilité et leurs conséquences potentielles.

Une attention particulière est accordée au secteur des institutions de dépôt, en raison du rôle clé que joue celui-ci dans la facilitation des transactions financières, dont les paiements, et des rapports qu'il entretient avec de nombreux autres acteurs du système financier. Par exemple, ces institutions supportent le risque de crédit que présentent les emprunteurs tels que les ménages et les sociétés non financières. De temps à autre, la Banque évalue donc l'incidence que des changements apportés au contexte macrofinancier pourraient avoir sur la capacité des ménages et des sociétés non financières à assurer le service de leurs dettes.

Les facteurs de risque et les vulnérabilités liés aux risques du marché sont également étudiés. La Banque évalue la possibilité que l'évolution des marchés financiers ait un effet considérable sur la situation financière de divers secteurs de l'économie et, en dernière analyse, qu'elle nuise à la stabilité du système financier canadien.

1. La deuxième partie de la section *Évolution récente et tendances* porte sur les changements structurels ayant une incidence sur le système financier canadien ainsi que sur sa sûreté et son efficacité. Ces changements concernent, entre autres, les lois, les règlements et les pratiques influant sur le système financier.

Évaluation des risques planant sur le système financier

Vue d'ensemble

La présente section de la Revue du système financier renferme une évaluation des risques, d'origine nationale et internationale, qui planent sur la stabilité du système financier canadien. Elle met en lumière les facteurs de risque clés et les principales vulnérabilités du système financier et examine leur incidence possible sur la solidité globale de ce dernier.

Points saillants

- En général, les institutions financières, les autres sociétés et les ménages canadiens demeurent en bonne santé financière.
- Des risques continuent toutefois de menacer le système financier canadien; ceux-ci sont liés notamment aux déséquilibres mondiaux, à la recherche constante de rendements toujours plus élevés par les investisseurs et à la possibilité d'une croissance économique volatile en Chine.
- Selon une analyse préliminaire de l'augmentation tendancielle des risques financiers supportés par le secteur canadien des ménages (attribuable en partie à un transfert des risques d'autres secteurs), cette tendance ne constitue à l'heure actuelle qu'une faible menace pour la santé du système financier au pays.
- Dans l'ensemble, la Banque du Canada conclut que le système financier canadien demeure solide. Par ailleurs, il est peu probable que les risques évoqués ici se matérialisent de façon telle qu'ils auraient une incidence marquée sur le système.

Depuis la publication du dernier numéro de la *Revue du système financier*, en décembre 2004, les systèmes financiers national et international sont restés robustes.

Globalement, les institutions financières et les autres sociétés ont, de façon générale, continué d'afficher une forte rentabilité. Les grandes institutions financières canadiennes et internationales ont poursuivi l'amélioration de leurs ratios de fonds propres. Dans l'ensemble, la situation des sociétés non financières au pays est aussi demeurée vigoureuse en 2005. Qui plus est, le secteur des ménages semble poser relativement peu de risques au système financier national, car tant le ratio du service de la dette de ces derniers que le niveau de leur endettement par rapport à la valeur marchande de leurs actifs nets se maintiennent à un niveau modeste. Tout bien considéré, le système financier canadien semble donc bien placé pour faire face aux vulnérabilités découlant des sources de risques actuellement connues.

Parmi ces sources, notons la possibilité d'un ajustement désordonné des déséquilibres mondiaux, d'une baisse soudaine des prix des actifs financiers plus risqués et d'une croissance économique volatile en Chine. On observe aussi d'autres dangers, jugés moins importants, tels que l'augmentation tendancielle des risques financiers supportés par le secteur canadien des ménages. Il est difficile d'évaluer la probabilité d'une matérialisation de ces risques et leur incidence à court terme sur le système financier du pays, mais les facteurs qui peuvent permettre de se forger une opinion sur ces questions sont abordés dans la présente section de la *Revue*.

À l'échelle mondiale, les déséquilibres des paiements courants constituent un risque majeur pour la stabilité financière. Malgré une dépréciation de 19 %, en termes effectifs réels, du dollar américain par rapport au sommet atteint en février 2002, le déficit de la balance courante des États-Unis a continué de s'aggraver. Celui-ci fait écho aux excédents du compte courant d'autres pays, tout particulièrement en Asie. Jusqu'à maintenant, les marchés financiers n'ont pas eu trop de mal à composer avec cette évolution. On ne sait toutefois pas avec certitude s'ils pourront continuer de le faire. L'ajustement à venir pourra prendre

diverses formes, dont certaines sont susceptibles de perturber l'économie et le système financier mondiaux. Si la dépréciation du dollar américain se poursuit, les investisseurs internationaux, y compris les banques centrales étrangères qui ont accumulé des réserves en devise américaine, pourraient se montrer de plus en plus réticents à augmenter leurs positions en dollars É.-U. Une dépréciation soudaine de la monnaie américaine pourrait se répercuter sur les taux d'intérêt et les prix des actifs financiers plus risqués, tant aux États-Unis qu'ailleurs dans le monde, y compris au Canada. Cependant, selon des études portant sur les ajustements de compte courant de grande ampleur dans les pays industrialisés, les forces du marché tendent généralement à rétablir une position extérieure viable sans causer trop de bouleversements. Dans une telle éventualité, les acteurs du système financier canadien pourraient très certainement s'adapter sans trop de mal. Néanmoins, si les principaux pays concernés tardent à adopter les mesures correctives nécessaires, on peut s'attendre à ce que les risques que l'ajustement soit désordonné augmentent. Parallèlement, l'incertitude quant à la manière dont les déséquilibres mondiaux seront résorbés représente encore une menace importante pour le système financier canadien.

Ce dernier est aussi exposé au risque tant d'une accentuation prononcée de la volatilité que d'une baisse soudaine des prix des actifs financiers plus risqués. Les marchés financiers ont été soutenus par la forte détente monétaire, qui constitue par ailleurs l'un des facteurs incitant les investisseurs à rechercher des rendements toujours plus élevés. Ces dernières années, on a observé une augmentation simultanée des prix de diverses catégories d'actifs financiers, en particulier des titres à revenu fixe présentant plus de risques. Depuis mars 2005, les prix des actifs relativement risqués ont reculé. Toutefois, ceux de la plupart des actifs les plus risqués sont demeurés élevés, ce qui fait de nouveau craindre qu'en faisant jouer leur effet de levier les investisseurs aient engendré une surévaluation de ces actifs par rapport aux variables fondamentales. Par conséquent, une inversion à grande échelle des stratégies de négociation risque d'entraîner une forte augmentation de la volatilité des prix des actifs et la chute de ces prix. L'un des éléments déclencheurs d'un tel revirement pourrait être une perte marquée de l'appétit des investisseurs pour le risque, en raison, par exemple, d'un ajustement désordonné des déséquilibres mondiaux ou d'événements marquants sur la scène financière. Pour les investisseurs, la gravité de ces risques varie selon l'ampleur de leurs positions en actifs plus

risqués. Les grandes banques jouent un rôle clé dans le système financier canadien et elles semblent en bonne posture pour gérer de possibles mouvements défavorables des prix des actifs. Elles continuent d'être bien dotées en capital et ont recours à des pratiques de gestion des risques qui devraient limiter l'incidence négative de la volatilité des marchés financiers sur leur situation financière.

La croissance rapide de l'économie chinoise ces dernières années a polarisé l'attention sur les conséquences financières et économiques possibles, à l'échelle du globe, d'un ralentissement marqué, ou « atterrissage brutal », de l'activité en Chine. Compte tenu de l'intégration de plus en plus poussée des économies asiatiques, un tel recul pourrait avoir des répercussions négatives considérables sur les prix des matières premières que le Canada produit et exporte. Un repli de ces prix exercerait vraisemblablement des pressions baissières sur le dollar canadien, de sorte que le fardeau que ce repli ferait porter à nos producteurs s'en trouverait allégé. Si, au contraire, l'activité en Chine continue de progresser à un rythme vigoureux, le système financier canadien pourrait faire face à une tout autre série de problèmes. En se maintenant, la forte croissance de la demande asiatique de produits de base, notamment de pétrole et d'autres produits énergétiques, profiterait à certains producteurs canadiens, mais elle en désavantagerait d'autres, de même que les ménages, en faisant augmenter les coûts des intrants. La poursuite de la rapide expansion de l'économie chinoise pourrait provoquer une surchauffe et ainsi entraîner une baisse de régime encore plus prononcée. Cependant, même s'il est probable que chacun de ces scénarios ait des répercussions notables sur la rentabilité de bon nombre de secteurs fortement tributaires du commerce international, y compris certaines industries manufacturières, il ressort de notre analyse que leur incidence sur la stabilité financière canadienne dans son ensemble serait vraisemblablement limitée.

Au pays, la situation financière globale des entreprises non financières est demeurée solide en 2005. Mais une dégradation a été observée récemment chez certaines d'entre elles, notamment dans les secteurs de la fabrication d'automobiles, du bois et du papier, de l'électronique, de l'informatique, du vêtement et du textile. Cette évolution défavorable, qui constitue une autre source de risques pour le système financier canadien, est attribuable à un certain nombre de faits nouveaux, dont la nouvelle appréciation du dollar canadien depuis le milieu de 2004 et les augmentations substantielles des coûts des intrants. La qualité du crédit consenti à ces entreprises s'est donc détériorée. Les

institutions financières canadiennes ayant des portefeuilles adéquatement diversifiés ne devraient pas être durement touchées, dans l'ensemble, par la baisse de la qualité du crédit des entreprises de ces secteurs. Les risques à court terme qu'elles font peser sur la stabilité du système financier canadien sont par conséquent minces.

Il est possible que la réglementation ainsi que les normes appliquées à un secteur en vue d'améliorer sa capacité de gérer, de surveiller et de mesurer les risques engendrent un transfert de risques à d'autres secteurs du système financier, celui des ménages par exemple. Certains risques gérés par le passé par les banques et les caisses de retraite ont été transférés au secteur des ménages canadiens pendant la dernière décennie. De plus, les ménages canadiens ont volontairement augmenté les risques auxquels ils s'exposent. L'analyse de l'impact potentiel de l'augmentation de ces risques, qui est exposée dans la présente livraison, vise à déterminer l'incidence de ces tendances sur la stabilité du système financier canadien. Cette analyse fait suite à celle publiée dans la livraison de décembre 2004, qui portait sur la santé financière générale des ménages. Dans l'ensemble, notre analyse préliminaire indique que l'augmentation des risques assumés par l'ensemble des ménages canadiens semble comporter peu de risque pour la stabilité du système financier canadien.

Enfin, les grandes banques canadiennes ont déclaré des bénéfices records au premier trimestre de 2005, car elles ont obtenu d'excellents résultats dans leurs trois principaux domaines d'activité — les services bancaires aux consommateurs et aux petites et moyennes entreprises, les services bancaires de gros et la gestion de patrimoine. D'autres institutions financières au Canada telles que les courtiers en valeurs mobilières et les compagnies d'assurance de personnes et d'assurance multirisque ont aussi continué d'afficher une forte rentabilité.

Dans l'ensemble, la Banque du Canada conclut que le système financier canadien demeure solide. Par ailleurs, il est peu probable que les risques évoqués ici se matérialisent de façon telle qu'ils auraient une incidence marquée sur le système.

Principal enjeu

La présente partie examine l'incidence potentielle qu'a eue sur le système financier canadien l'accroissement des risques assumés par le secteur des ménages.

Augmentation des risques assumés par les ménages canadiens

Préparé par *Philippe Muller*

Il est important de bien comprendre le transfert de risques qui s'opère entre les différents secteurs du système financier. Il est possible que la réglementation ainsi que les normes appliquées à un secteur en vue d'améliorer sa capacité de gérer, de surveiller et de mesurer les risques engendrent un transfert de risques à d'autres secteurs du système financier, celui des ménages par exemple.

À l'échelle mondiale, les banques, les compagnies d'assurance et les entreprises non financières commanditaires de caisses de retraite tentent de réduire la volatilité de leur bilan financier. Il s'ensuit que certains risques traditionnellement gérés par ces institutions sont transférés au secteur des ménages. À titre d'exemple, certaines entreprises visent à transformer leur caisse de retraite en régime à cotisations déterminées, ce qui fait porter le risque lié aux prestations par les employés. D'autre part, les banques canadiennes ont recours à la titrisation, ce qui transfère une partie du risque de crédit des banques vers les investisseurs (voir Toovey et Kiff, 2003). De plus, les ménages canadiens ont volontairement augmenté les risques auxquels ils s'exposent, par exemple en augmentant la part de leurs actifs investie dans des actifs sujets au risque de marché.

L'augmentation des risques associés au bilan des ménages canadiens engendre une transformation de ce dernier¹. L'objectif du présent *Enjeu* est d'exposer les résultats préliminaires de l'analyse visant à déterminer et à documenter les mécanismes de transfert de risques vers les ménages canadiens, ainsi qu'à quantifier l'ampleur de l'augmentation de l'ensemble des risques supportés par les ménages. Le but ultime est de déterminer l'incidence de ces changements sur la stabilité du système financier canadien.

Notre analyse se fonde sur des données agrégées et des indicateurs généraux de la situation financière des ménages, et certains chiffres datent déjà de quelques années. L'analyse ne tient donc pas compte des conditions variables auxquelles sont confrontés les ménages appartenant à des tranches de revenu différentes et il se pourrait qu'elle ne reflète pas les tendances les plus récentes. En raison de l'importance accrue des ménages dans le système financier, la Banque appuie les efforts déployés en vue d'élargir la gamme des données disponibles sur les ménages canadiens².

L'analyse débute par une présentation du contexte macroéconomique. Elle met ensuite l'accent sur la transformation des régimes de retraite avant de se pencher sur l'impact à court terme que pourrait avoir l'augmentation des risques de marché sur l'actif, le passif et la valeur nette des ménages. La conclusion porte sur l'incidence que l'augmentation des risques associés au bilan des ménages a sur la stabilité du système financier canadien.

Contexte macroéconomique

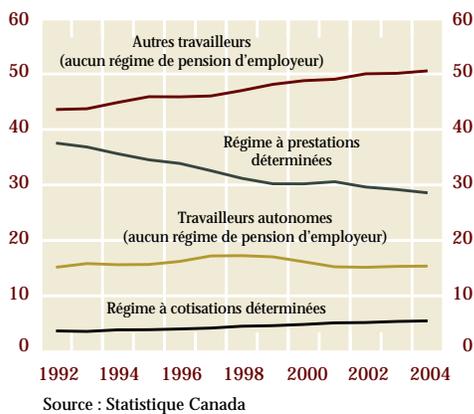
Le taux d'inflation au Canada a été nettement plus bas au cours des années 1990 que durant les deux décennies précédentes. En outre, l'inflation est devenue beaucoup plus stable et prévisible, et la volatilité d'un large éventail d'autres variables macroéconomiques a considérablement diminué (voir Longworth, 2002; Debs, 2001; et Crawford, 2001). Si une diminution de la volatilité des variables macroéconomiques est favorable à l'ensemble des ménages, elle n'implique pas nécessairement une diminution du risque financier auquel ceux-ci sont confrontés. En effet, la diminution de la volatilité des variables macroéconomiques ne semble pas s'être traduite par une diminution de la volatilité des variables financières, à part celle des titres à revenu fixe³. De plus, des innovations financières, des modifications apportées à la réglementation ainsi que des changements sociaux ont eu une incidence sur le type de risques auxquels sont exposés les ménages canadiens. Ces facteurs ont également eu des répercussions sur l'évolution du bilan des ménages et des caisses de retraite.

1. On trouve dans la *Revue* de décembre 2004 une discussion de la situation financière des ménages canadiens. Cette analyse concluait que les risques encourus par le système financier en raison d'un effritement potentiel de la qualité du crédit des ménages sont faibles, qu'une hausse cyclique des taux d'intérêt ne devrait pas avoir d'incidence notable sur la qualité de leur crédit, et qu'un renversement marqué de la tendance des prix sur les principaux marchés canadiens de l'habitation est improbable.

2. Un groupe de travail de l'OCDE travaille à l'heure actuelle à déterminer des mesures visant à améliorer la couverture de données financières des ménages dans les comptes nationaux.

3. Voir Borio et Lowe (2002). Ces auteurs constatent que l'ampleur des bulles spéculatives s'est récemment accrue et concluent qu'une inflation faible et stable pourrait augmenter la probabilité qu'une demande excessive influe sur le prix des actifs financiers.

Graphique 1
Participation à des régimes de retraite
En pourcentage de l'emploi



Transformation des régimes de retraite

Le promoteur d'un régime de retraite à *prestations déterminées* assume généralement une grande partie du risque lié au paiement des prestations de retraite. Dans un régime à *cotisations déterminées*, ce risque incombe au contraire à l'employé. Une transformation des régimes à prestations déterminées en régimes à cotisations déterminées implique donc un transfert de risque du bilan des sociétés commanditant ces régimes à celui des ménages.

Des pressions considérables s'exercent actuellement sur les commanditaires des caisses de retraite pour les porter à transformer leurs régimes à prestations déterminées en régimes à cotisations déterminées. Cela s'explique en partie par la demande grandissante de régimes à cotisations déterminées de la part du segment le plus recherché et de plus en plus mobile de la main-d'œuvre. En effet, les travailleurs qualifiés qui envisagent de changer d'emploi à plusieurs reprises au cours de leur carrière préfèrent un régime à cotisations déterminées, car ce type de régime est financièrement plus avantageux pour eux⁴. Des pressions majeures s'exercent également sur l'offre de régimes à prestations déterminées. La position déficitaire de nombreux régimes, des changements aux pratiques comptables, ainsi que certaines décisions judiciaires, pourraient avoir une incidence importante sur l'offre future de régimes à prestations déterminées.

L'analyse des différents types de régimes de retraite au Canada fait ressortir une tendance à la baisse (-10 points de pourcentage) du nombre de participants aux régimes à prestations déterminées (Graphique 1). Cela signifie qu'un nombre grandissant de Canadiens ont une partie de leur revenu de retraite exposée aux risques de marché.

Parallèlement, l'analyse indique que la proportion de travailleurs dont l'employeur offre un régime de retraite est en baisse. Alors que plus de 40 % des détenteurs d'emploi faisaient partie d'un régime de retraite offert par leur employeur en 1992, ce pourcentage était inférieur à 35 % en 2004. La responsabilité d'épargner suffisamment pour la retraite incombe donc de plus en plus aux ménages eux-mêmes.

Le transfert de risques qui s'opère des entreprises vers les ménages par suite de la réduction du nombre de participants aux régimes de retraite à

4. Les avantages financiers associés à un régime à prestations déterminées s'accroissent graduellement en début de carrière. C'est seulement dans les six à huit dernières années avant la retraite que les avantages augmentent rapidement pour les adhérents à ce type de régime.

prestations déterminées engendre un transfert de risques des actionnaires des sociétés vers les participants aux différents régimes de retraite. Jusqu'ici, ce transfert ne touche que 10 % des ménages canadiens. Aussi, il faut absolument effectuer une analyse plus approfondie à l'aide de données désagrégées et détaillées sur les actifs de retraite des ménages canadiens pour mieux comprendre l'impact de la transformation des régimes de retraite pour les ménages et pour le système financier canadien.

L'évolution du bilan des ménages canadiens

Quelques phénomènes intéressants caractérisent l'évolution du bilan des ménages canadiens depuis deux décennies. Premièrement, la taille du bilan des ménages s'est fortement accrue. La valeur de l'actif des ménages a doublé entre 1990 et 2004 et augmenté en pourcentage du PIB, passant de 343 % en 1990 à 371 % en 2004.

Pour ce qui est de la composition des actifs, il y a eu une hausse de la part de l'actif total des ménages investie dans des actifs sujets aux risques de marché tels que les parts boursières, les fonds communs de placement et la résidence principale (Tableau 1). Cette augmentation s'est faite aux dépens de la part de l'actif investie dans des devises et des dépôts. Cela implique qu'une part grandissante de l'actif des ménages est sujette aux risques de marché.

En outre, la part de l'actif des ménages dans des régimes de retraite enregistrés privés est en forte hausse depuis 1984. Les ménages canadiens peuvent être touchés par l'accroissement des risques qui s'opère par l'intermédiaire des régimes de retraite privés. Pour évaluer l'ampleur de ce transfert, il faut tout d'abord déterminer le nombre de ménages canadiens ayant un régime d'épargne-retraite et déterminer la valeur de ces régimes⁵. En 1999, 71 % des ménages canadiens avaient des économies de retraite rattachées à des régimes privés. L'épargne des Canadiens détenue dans des programmes de retraite privés représentait 29 % de l'actif total des ménages⁶. L'augmentation des risques par l'entremise de l'épargne-retraite

Tableau 1
Bilan des ménages

En pourcentage des actifs

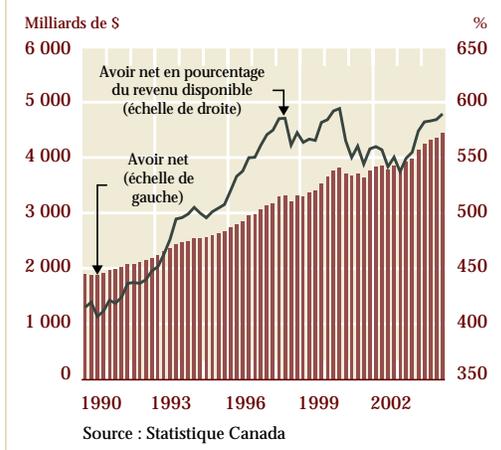
	1984	1999
Actifs financiers	21,10	31,10
Actifs liquides	12,80	7,40
Régimes enregistrés d'épargne ^a	4,00	14,20
Parts boursières et fonds communs de placement	2,20	8,50
Actifs non financiers	78,90	68,90
Valeur de la résidence principale	42,30	41,20
Total des actifs	100,00	100,00
Dettes	14,40	15,50
Prêt hypothécaire — résidence principale	8,50	10,20
Richesse nette	85,60	84,50

a. Englobent les régimes enregistrés d'épargne-retraite, d'épargne-logement et d'épargne-études, ainsi que les régimes de participation différée aux bénéfices.

Source : Statistique Canada, *Enquête sur les finances des consommateurs* (1984) et *Enquête sur la sécurité financière* (1999)

5. Les régimes de pension du Canada et du Québec, ainsi que le Programme de la sécurité de la vieillesse et le Supplément de revenu garanti, sont des programmes publics offerts à tous les Canadiens. Ils ne sont donc pas inclus dans cette analyse.
6. Les avoirs de retraite privés comprennent l'épargne accumulée par les particuliers dans les régimes enregistrés d'épargne-retraite et la valeur des épargnes au moyen de la participation à un régime de retraite d'employeur (Statistique Canada, 2001).

Graphique 2
Avoir net du secteur des ménages



s'applique donc à un pourcentage restreint des actifs des ménages canadiens.

Une analyse de la distribution des actifs de retraite des Canadiens révèle que 76 % des ménages canadiens avaient des économies de retraite inférieures à 100 000 dollars et que les 24 % restants détenaient 84 % des actifs de retraite privés de tous les Canadiens. Les épargnes de retraite privées au Canada sont donc fortement concentrées entre les mains des ménages bien nantis⁷.

Du côté du passif des ménages, on observe, comme tendance récente au Canada, la popularité grandissante des prêts hypothécaires à taux d'intérêt variable. Nous estimons qu'en 2004 le pourcentage de ce type de prêts était légèrement inférieur à 30 % de l'ensemble des prêts hypothécaires, contre moins de 5 % en 1999. Les prêts hypothécaires représentent une proportion élevée du passif des ménages canadiens, soit 68,4 % en 2004 (*Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada*, avril 2005). Le prêt hypothécaire à taux variable accroît donc l'exposition au risque de taux d'intérêt pour les ménages canadiens. Il est cependant probable que ces risques supplémentaires soient compensés, puisque les hausses de taux à court terme n'engendrent pas nécessairement une augmentation des paiements hypothécaires et que ceux-ci sont moins élevés en moyenne⁸. De plus, cette prise de risque semble modérée, car la proportion des prêts hypothécaires à taux variable au Canada demeure plus faible que dans un certain nombre d'autres pays industrialisés.

La valeur nette des ménages canadiens aux prix du marché a plus que doublé depuis 1990 et a progressé plus rapidement que le revenu disponible réel (Graphique 2)⁹. Elle peut être utilisée afin de déterminer l'impact de l'ensemble des changements discutés précédemment sur la santé financière des ménages. De plus, la volatilité du ratio de la valeur nette au revenu disponible représente une mesure des risques assumés par les ménages, une augmentation des risques engendrant en général une volatilité accrue (à moins que la diversification ait des effets positifs).

7. L'analyse de la concentration du patrimoine des Canadiens mène également à cette conclusion.
8. Certaines modalités des contrats hypothécaires à taux variable permettent de maintenir les paiements à un niveau fixe même si les taux à court terme augmentent.
9. On obtient la valeur nette en soustrayant les dettes des avoirs (en valeur de marché). La valeur nette est exprimée en fonction du revenu disponible afin de normaliser celle-ci à l'aide d'une mesure annuelle de la capacité des ménages à générer de l'épargne.

Au Canada, les données de la valeur nette aux prix du marché ne sont disponibles que depuis 1990. Une analyse de ces statistiques ne permet pas de déterminer clairement l'impact que l'augmentation des risques assumés par les ménages canadiens a sur la volatilité de la valeur nette de l'ensemble des ménages. Le patrimoine des ménages étant fortement influencé par la valeur de la résidence principale, il se pourrait qu'une hausse de la proportion de leurs actifs financiers réduise la volatilité de la valeur totale nette du patrimoine. Cela résulterait des bienfaits de la diversification des portefeuilles¹⁰.

En raison de la forte avancée qu'a connue depuis 1990 la valeur nette des ménages canadiens par rapport au revenu disponible, on peut conclure que les ménages semblent mieux placés qu'auparavant pour affronter l'augmentation de leurs risques financiers.

Incidence sur la stabilité du système financier

Dans l'ensemble, l'analyse préliminaire indique que l'accroissement des risques assumés par les ménages canadiens semble comporter peu de risques pour la stabilité du système financier¹¹.

Premièrement, le transfert de risques est réellement une redistribution du risque parmi les ménages. À titre d'exemple, le transfert fait par les banques d'une partie de leurs risques à d'autres participants du système financier (dont les ménages) engendre en fait un transfert de risques des actionnaires des banques aux régimes de retraite, aux compagnies d'assurance et aux ménages détenteurs d'actifs financiers¹². Or, seule une petite proportion des Canadiens investissent directement dans des actifs financiers, et les caisses de retraite détiennent dans leur portefeuille des actions des banques. De plus, on peut supposer que les ménages canadiens possédant de tels titres sont sensiblement les mêmes que ceux qui investissent dans des actifs financiers et qui adhèrent à des caisses de retraite¹³. Il y aurait donc surtout une redistribution des risques

parmi les ménages et à même le portefeuille d'actifs des ménages bien nantis.

Deuxièmement, si la corrélation du rendement des actifs financiers nouvellement acquis par les ménages avec celui des actifs déjà en leur possession (telle la résidence familiale) est faible ou négative, l'acquisition d'actifs financiers par les ménages canadiens pourrait bien s'accompagner des bienfaits de la diversification¹⁴. En effet, les rendements des marchés boursiers et des titres à revenu fixe ont été faiblement corrélés avec ceux des actifs immobiliers au Canada depuis 1990.

Toutefois, si la redistribution de risques se faisait parmi les ménages à plus faible revenu, il se pourrait qu'une forte variation du prix des actifs ait un impact important sur la capacité de ces ménages à s'acquitter du service de leurs dettes. Cela pourrait engendrer une augmentation des créances douteuses des institutions financières. Cette possibilité, bien que faible, souligne la nécessité d'améliorer la fréquence et le contenu des sondages portant sur le bilan des ménages et de poursuivre les études en cours sur des données désagrégées du bilan des ménages canadiens. Ces données et analyses devraient permettre de déterminer si certaines classes de ménages ont une concentration élevée d'actifs dont l'exposition aux risques de marché s'est accrue, et donc de mieux cerner l'impact à long terme de ce phénomène sur le système financier canadien.

Certains des transferts de risques soulèvent également quelques questions à plus long terme. Par exemple, avec la tendance baissière du nombre de participants à des régimes de retraite à prestations déterminées, avec la diminution depuis 1990 du nombre d'employeurs offrant un régime de retraite et avec la diminution du montant de prestations des programmes publics d'épargne-retraite consécutive aux efforts d'assainissement des finances publiques, il devient plus important de déterminer si les ménages canadiens épargnent suffisamment en vue de leur retraite¹⁵. Une insuffisance de l'épargne privée pourrait avoir des répercussions négatives pour des composantes du système financier autres que les ménages. Par exemple, cela pourrait engendrer des pressions à la hausse sur les prestations des programmes publics d'épargne et de supplément de retraite.

10. Les travaux du FMI (2005) ont montré que la volatilité de la valeur nette des ménages est inférieure dans les pays où la proportion des actifs financiers dans le portefeuille des ménages est le plus élevé.

11. Cette conclusion est conforme à celle des analyses effectuées par des institutions internationales sur le transfert de risques aux ménages dans d'autres pays industrialisés. Voir FMI (2005).

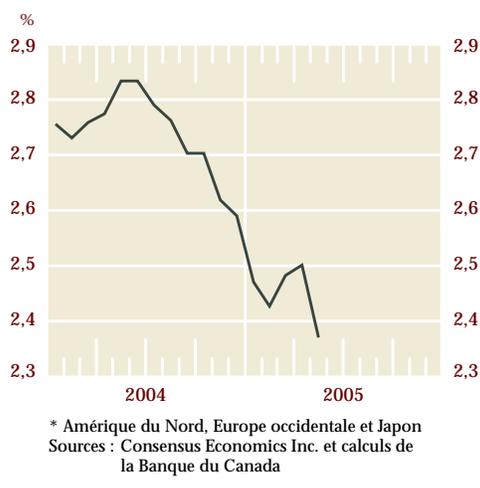
12. Les banques canadiennes ont depuis plusieurs années réduit leurs risques de crédit par la titrisation, qui donne lieu à l'achat par les caisses de retraite et les ménages de ces nouveaux titres financiers.

13. La concentration élevée des actifs des Canadiens parmi les ménages les mieux nantis appuie cette hypothèse.

14. Ces bienfaits s'ajoutent à ceux qui résultent, pour l'ensemble du système financier, de la diversification du risque parmi les différents secteurs.

15. Voir Statistique Canada (2001). Cette étude indique que 33 % des ménages canadiens n'avaient pas « suffisamment » épargné pour conserver leur niveau de vie pendant leur retraite.

Graphique 3
Évolution des prévisions de Consensus Economics concernant la croissance annuelle des économies industrialisées* en 2005



Par ailleurs, il convient de se demander si les ménages sont en mesure de gérer adéquatement l'augmentation de leurs risques financiers. Il est possible que certains ménages ne soient pas des bons gestionnaires de risques et qu'ils soient mal placés pour absorber les conséquences potentielles des risques qui leur incombent. Cette question est liée à la nécessité pour les autorités de promouvoir l'éducation financière des ménages afin de les aider à mieux comprendre les risques financiers auxquels ils sont exposés¹⁶.

Si l'analyse préliminaire donne à penser que l'augmentation des risques assumés par les ménages canadiens a peu d'incidences à court terme sur la stabilité du système financier canadien, les politiques visant à améliorer la stabilité financière d'institutions ayant une importance systémique devraient toutefois tenir compte du transfert de risques qui résulte pour les ménages ainsi que de la capacité de ceux-ci de gérer et d'absorber de tels risques.

Le contexte macrofinancier

L'expansion de l'économie mondiale s'est poursuivie à un bon rythme au cours des derniers mois. Néanmoins, l'incertitude économique et financière s'est accentuée sous l'effet, d'une part, de la vive hausse des cours du pétrole brut et de la volatilité qu'ils ont connue depuis août 2004 et, d'autre part, de l'aggravation du déficit de la balance des paiements courants des États-Unis.

L'évolution de la conjoncture internationale

Devant la montée et la volatilité accrue des prix du pétrole brut, les prévisions relatives à la croissance de l'économie mondiale en 2005 ont été revues à la baisse depuis la parution du numéro de décembre 2004 de la *Revue du système financier* (Graphique 3). L'activité économique devrait cependant rester robuste, à la faveur de la vigueur soutenue de la plupart des économies de marché émergentes, en particulier celles d'Asie. La croissance demeure également solide aux États-Unis. Les acteurs des marchés financiers s'attendent par conséquent à ce que le taux cible des fonds fédéraux dans ce pays augmente, pour se situer entre 3,50 et 3,75 % d'ici la fin de l'année.

L'amélioration de la rentabilité des sociétés et le maintien de conditions de financement favorables ont contribué à un nouveau repli de plusieurs

16. Voir les travaux de l'Agence de la consommation en matière financière du Canada (www.fcac-acfc.gc.ca).

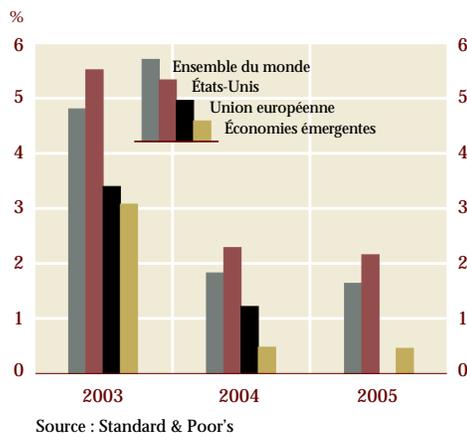
indicateurs de difficultés financières, tels que les taux de défaillance. Selon Standard & Poor's, le taux de défaillance des émetteurs privés de titres spéculatifs, calculé d'après une moyenne mobile sur douze mois, a légèrement reculé, passant de 1,8 % à la fin de 2004 à 1,6 % en avril (Graphique 4)¹⁷.

Les déséquilibres mondiaux

La livraison de juin 2004 de la *Revue du système financier* soulignait le risque majeur que les déséquilibres mondiaux font courir à la stabilité financière internationale. Nous constatons, un an plus tard, que ce risque subsiste. Même si le dollar américain s'est déprécié de 5 % en termes effectifs réels depuis juin 2004 et de 19 % depuis le sommet de février 2002 (Graphique 5), le déficit courant des États-Unis a continué de se creuser. Au quatrième trimestre de 2004, celui-ci était de plus de 6,3 % du PIB, un niveau que la majorité des analystes jugent intenable (Graphique 6). L'augmentation du déficit s'explique en partie par le faible taux d'épargne intérieure aux États-Unis, surtout en comparaison avec les pays d'Asie. Elle reflète aussi le dynamisme de la demande chez nos voisins du sud relativement à ce que l'on observe ailleurs dans le monde. Jusqu'ici, les marchés financiers se sont adaptés assez facilement à cette donne économique, comme en témoignent notamment la faible volatilité du billet vert et le fait que les rendements des obligations à long terme demeurent bas en regard de ce que l'on a connu dans le passé.

Il est difficile cependant de prédire comment la situation actuelle, relativement calme, évoluera. L'ajustement peut revêtir bien des formes, dont certaines sont susceptibles de perturber l'économie et le système financier mondiaux. La baisse du dollar américain a déjà entraîné une érosion substantielle de la valeur des créances sur les États-Unis détenues par des étrangers. Si cette devise poursuit sa glissade — nécessaire, d'après la plupart des analystes, pour aider à ramener le déficit à des niveaux soutenables —, les investisseurs internationaux pourraient se montrer plus réticents à acquérir des avoirs en dollars É.-U. Leur seuil de tolérance n'est toutefois pas facile à jauger compte tenu de la progression des échanges et de l'intégration économique et financière au niveau mondial. Sans compter que l'économie américaine demeure la plus productive et la plus souple de toutes les économies avancées. Il reste que la possibilité d'une dépréciation brutale du billet vert accroît les risques d'instabilité financière à l'échelle du globe.

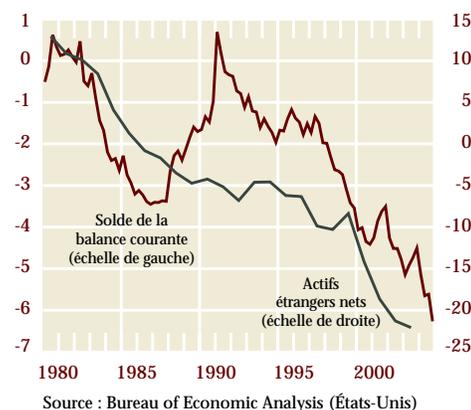
Graphique 4
Taux de défaillance à l'égard des obligations de la catégorie spéculative



Graphique 5
Taux de change effectif réel du dollar américain
2000 = 100

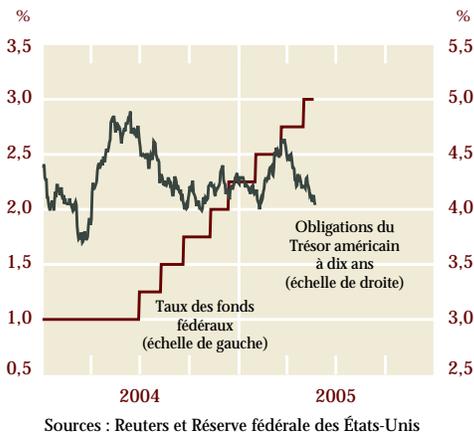


Graphique 6
Balance extérieure des États-Unis
En pourcentage du PIB

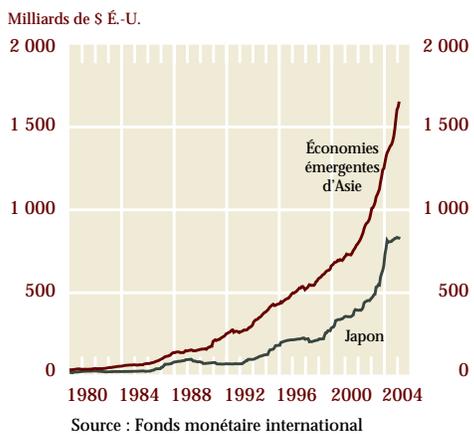


17. Le taux de défaillance s'est établi en moyenne à 4,9 % au cours de la période allant de 1981 à 2004.

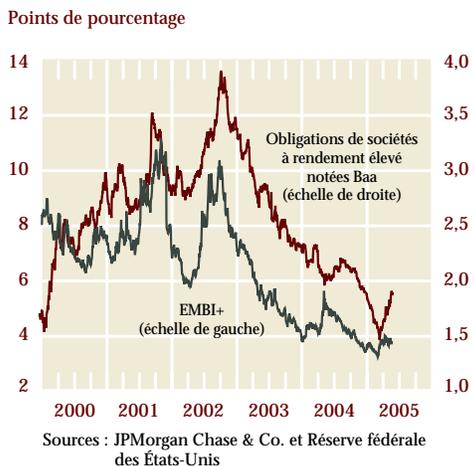
Graphique 7
Taux d'intérêt aux États-Unis



Graphique 8
Réserves des pays d'Asie



Graphique 9
Écarts de taux par rapport aux obligations du Trésor américain



Le déficit courant américain a cessé d'être principalement financé par les entrées de capitaux privés à long terme. Les entrées brutes d'investissements directs étrangers et les achats d'actions (en pourcentage du PIB des États-Unis) ont beaucoup diminué par rapport à leur sommet de 1999. Le manque à gagner sur le plan du financement externe a été comblé par une augmentation des flux d'endettement (obligations de sociétés et titres du Trésor américain), par nature plus mobiles.

Les banques centrales asiatiques achètent activement des avoirs en dollars É.-U. afin d'empêcher la monnaie de leurs pays de s'apprécier. L'accumulation rapide de réserves officielles par ces institutions contribue tant à freiner la chute du dollar É.-U. en termes effectifs réels qu'à maintenir à de bas niveaux les rendements des obligations à long terme américaines (Graphique 7). Mais elle accentue aussi l'incertitude entourant la nature et le calendrier des ajustements qui s'opéreront à l'échelle mondiale.

Même si les réserves de dollars É.-U. que détiennent les banques centrales asiatiques se situent déjà à un niveau fort élevé (Graphique 8), il paraît peu probable que celles-ci cessent brusquement d'acquiescer des avoirs américains. À moyen terme, cependant, les parités de change dans les pays d'Asie devront devenir plus flexibles face à la montée des tensions internes, imputable en particulier à la hausse de l'inflation, aux entrées de capitaux spéculatifs et au coût qu'une intervention continue représente pour le Trésor public.

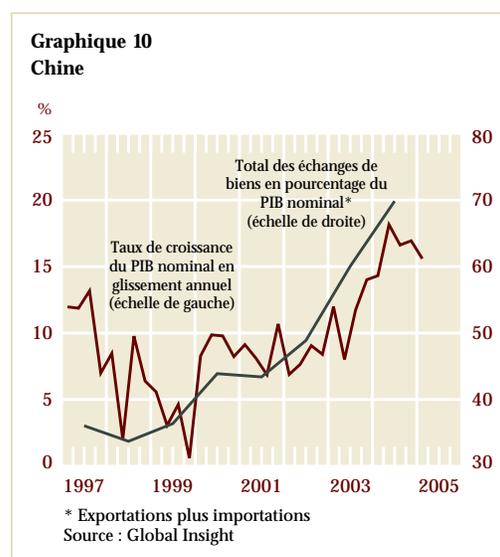
Un ralentissement des achats de dollars É.-U. par les banques centrales ou une perte de confiance chez les investisseurs privés pourrait donner lieu à une correction désordonnée des déséquilibres extérieurs. Une dépréciation soudaine de la monnaie américaine aurait sans doute des retombées sur les taux d'intérêt et les prix des actifs, tant chez nos voisins que dans le reste du monde, y compris chez nous. Les taux d'intérêt à long terme grimperaient vraisemblablement aux États-Unis, tandis que les rendements des titres d'échéances comparables pourraient diminuer dans les autres pays industrialisés si les capitaux devaient y affluer, à la recherche de cieux plus cléments. L'écheveau des effets sur l'économie est difficile à démêler, mais il est probable que les titres de sociétés à rendement élevé et les titres émis par les pays à marché émergent, qui affichent actuellement de faibles écarts par rapport aux bons du Trésor (même si ces écarts se sont un peu creusés depuis mars), seraient parmi les premiers touchés (Graphique 9). Par ailleurs, un relèvement du loyer de l'argent inciterait les ménages américains à accroître leur taux d'épargne, très bas à l'heure actuelle.

Il est difficile d'évaluer la probabilité de ce scénario. D'après les travaux de la Réserve fédérale américaine sur les rééquilibres substantiels observés dans le passé au chapitre de la balance courante, les forces du marché parviennent généralement, dans le cas des économies avancées, à rétablir la viabilité de la position extérieure sans trop de remous (Croke, Kamin et Leduc, 2005; Freund, 2000). Un accroissement de l'épargne aux États-Unis — grâce, par exemple, à une plus grande austérité budgétaire —, combiné à une augmentation des dépenses dans le reste du monde et à une flexibilité accrue des parités des monnaies asiatiques, pourrait favoriser une telle issue. En pareil cas, les participants au système financier canadien pourraient sans doute s'adapter sans trop de mal. Mais si les principaux pays concernés tardent à adopter les mesures correctives nécessaires, on peut s'attendre à ce que les risques que l'ajustement soit désordonné augmentent.

L'économie chinoise et le système financier canadien

L'économie de la Chine connaît depuis déjà quelques années une vive expansion et elle s'intègre de plus en plus à celle des autres pays par l'intermédiaire du commerce international et des flux de capitaux (Graphique 10). C'est ce qui a amené de nombreux observateurs à s'interroger sur les répercussions financières et économiques qu'aurait, à l'échelle mondiale, un ralentissement marqué de l'activité ou, en d'autres termes, un « atterrissage brutal » de l'économie chinoise. Un tel scénario est devenu moins plausible à court terme, le PIB réel de la Chine ayant progressé à un rythme rapide au premier trimestre de 2005, et les prévisionnistes privés n'entrevoiant qu'un léger ralentissement pour les trois derniers trimestres de l'année. Cela dit, compte tenu du niveau d'intégration assez élevé des économies asiatiques, il est bon de chercher à évaluer les conséquences qu'aurait un possible atterrissage brutal de l'économie chinoise sur le système financier canadien.

Pareille évolution limiterait, de façon générale, l'avance de l'économie mondiale. Toutes choses étant égales par ailleurs, les exportations canadiennes n'en seraient que peu touchées directement, car la part de celles-ci écoulée sur le marché chinois reste modeste, à seulement 2 %. En revanche, les conséquences indirectes pour notre pays d'un tel ralentissement seraient bien plus importantes, car il provoquerait un fléchissement des prix des produits de base. De nombreux observateurs attribuent la récente montée des cours d'un éventail de matières premières à la forte demande des pays



Graphique 11
Indice des prix des produits de base
de la Banque du Canada

Base 100 de l'indice = janvier 1997, dollars É.-U.



Source : Banque du Canada

asiatiques, Chine en tête (voir le Graphique 11 et la Note technique 2 dans la livraison d'avril 2005 du *Rapport sur la politique monétaire*). En conséquence, un essoufflement marqué de l'activité dans ce pays se répercuterait négativement sur les prix des matières premières que le Canada produit et exporte dans le monde.

Comme les banques canadiennes sont très peu engagées en Chine — les créances qu'elles détiennent sur des entités de ce pays ne représentaient que 0,9 % de l'ensemble du capital bancaire en 2004 —, l'ampleur des contrecoups d'un brusque atterrissage de l'économie chinoise sur notre système financier dépendra essentiellement de la façon dont la dévalorisation des produits de base touchera les bilans des clients de ces banques. Par conséquent, il convient d'examiner l'effet d'une telle dévalorisation sur le huard. Toutes choses égales par ailleurs, on peut s'attendre à ce qu'un repli des prix des matières premières en dollars américains exerce des pressions baissières sur le dollar canadien, de sorte que le fardeau que ce repli ferait porter à nos producteurs s'en trouverait allégé. De surcroît, le renchérissement soutenu qu'ont enregistré les produits de base depuis 2004 place la plupart des industries productrices de matières premières dans une situation financière assez stable, qui les rend moins vulnérables à des tensions financières notables. Parallèlement, une modeste réduction des cours donnerait un coup de pouce à de nombreux secteurs tributaires des produits de base.

Si, à l'inverse, l'économie chinoise devait continuer de progresser durant les prochaines années à la vitesse de croisière qui est la sienne depuis deux décennies, le système financier canadien pourrait être confronté à d'autres problèmes. En supposant que tous les autres facteurs restent les mêmes, un tel scénario signifierait que la demande, déjà vive, de matières premières dans les pays d'Asie s'intensifierait, notamment pour le pétrole et d'autres produits énergétiques. Cette évolution profiterait aux producteurs canadiens de matières premières, mais ferait monter le coût des intrants pour les consommateurs canadiens de produits de base nationaux. Comme dans le cas d'un atterrissage brutal, le maintien du rythme de croissance actuel en Chine aurait probablement une incidence assez nette sur les résultats et la rentabilité d'un grand nombre de secteurs soumis à une forte concurrence internationale. Une appréciation du dollar canadien viendrait cependant contrebalancer en partie les effets du relèvement des cours mondiaux

des produits de base¹⁸. Quoi qu'il en soit, la poursuite de la rapide expansion de l'économie chinoise ne ferait que retarder l'inévitable baisse de régime, qui serait alors probablement plus marquée. De plus, cette robustesse pourrait inciter les banques et les ménages canadiens à la recherche de rendements plus élevés à investir davantage en Chine. Les banques canadiennes pourraient ainsi profiter des avantages que procure la diversification des placements à la condition que l'augmentation de leurs engagements dans ce pays se fasse de façon graduelle au cours des prochaines années. La nature cyclique de la croissance économique et de l'évolution des prix des matières premières invite les banques canadiennes à accroître leur exposition aux secteurs tributaires du maintien de l'essor de l'activité en Chine sans compromettre les efforts entrepris par les plus grandes d'entre elles pour varier leurs sources de revenus¹⁹.

La santé actuelle des ménages et des entreprises au Canada donne à penser qu'un ralentissement de l'économie chinoise, comme, a contrario, une poursuite de la forte croissance en Chine, aura peut-être une incidence globale limitée sur la stabilité du système financier canadien sur le plan des échanges comme sur celui des risques posés au secteur bancaire.

L'évolution de la conjoncture au Canada

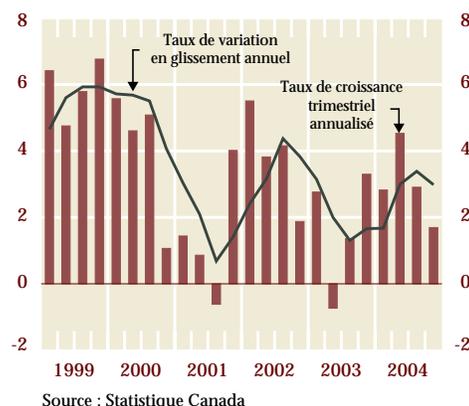
L'économie canadienne

La croissance économique s'est ralentie au pays au deuxième semestre de 2004 (Graphique 12). La Banque s'attend néanmoins à ce que l'économie retourne à son plein potentiel au second semestre de 2006²⁰. Elle prévoit que, cette année et l'an prochain, l'expansion sera principalement alimentée par de nouvelles hausses substantielles de la demande intérieure finale. Il est probable que l'effet de ces hausses sera annulé en partie par les retombées négatives de l'appréciation passée du dollar canadien sur les exportations nettes en termes réels.

Les ménages

Les ménages canadiens ont continué d'accroître leur niveau d'endettement. La vulnérabilité de ce secteur

Graphique 12
Croissance du PIB réel du Canada

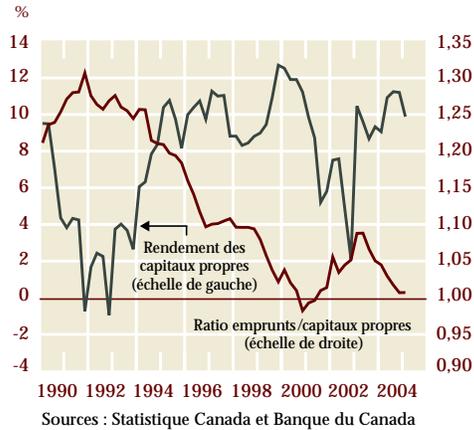


18. Voir la rubrique *Les secteurs industriels*, page 17, qui traite des conséquences de l'appréciation du dollar canadien et des cours pétroliers sur certains secteurs de l'économie canadienne.

19. Pour obtenir des précisions sur la tenue du secteur bancaire canadien au cours du cycle, se reporter à la page 9 de la *Revue du système financier* de décembre 2003.

20. Voir la livraison d'avril 2005 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Graphique 13
Situation financière des sociétés
non financières canadiennes



a donc augmenté face aux chocs défavorables, comme une montée des taux d'intérêt et du chômage beaucoup plus forte que prévu ou une chute du prix des maisons. Quoi qu'il en soit, comme le montrait l'analyse détaillée que nous avons présentée dans le numéro de décembre 2004 de la *Revue du système financier*, les risques que présente la situation des ménages pour le système financier national demeurent peu élevés.

Le secteur des entreprises

Malgré l'envolée des prix du pétrole et la hausse du dollar canadien, la situation financière des entreprises non financières est restée solide au deuxième semestre de 2004 et au début de 2005. Leur rentabilité est demeurée élevée au cours de la dernière année, et le ratio des emprunts aux capitaux propres a encore diminué, pour s'établir à un niveau très faible au début de 2005 (Graphique 13).

La plupart des secteurs peu ouverts au commerce international ont conservé une assez bonne rentabilité (Graphique 14)²¹. Dans certains cas, l'appréciation qu'a connue le dollar canadien au deuxième semestre de 2004 peut avoir influé favorablement sur les taux de rendement en réduisant encore les coûts des importations (Graphique 15).

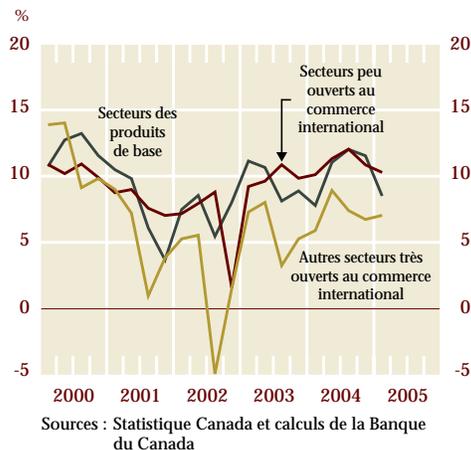
Par contre, les industries productrices de matières premières ont vu leurs bénéfices reculer au premier trimestre de 2005, en raison de facteurs tels que les pertes subies sur des contrats de couverture. La rentabilité de nombreuses autres industries très exposées à la concurrence internationale (autres que le secteur des produits de base) a aussi fléchi depuis le milieu de l'an dernier. Cette détérioration est surtout imputable à l'incidence négative de l'appréciation continue du dollar canadien, à la montée en flèche des coûts de l'énergie et des matières premières et au renforcement de la concurrence venant des pays à marché émergent tels que la Chine.

En dépit des taux de rentabilité satisfaisants dans l'ensemble, on a observé un repli de la confiance des grandes entreprises depuis le troisième trimestre de 2004 (Graphique 16). Par contraste, la confiance s'est rétablie parmi les petites entreprises au cours de la dernière année.

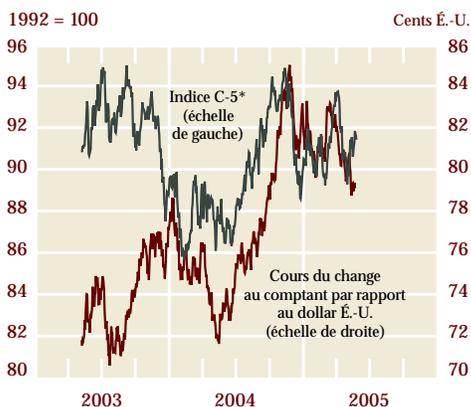
Les secteurs industriels

À l'exception de quelques moments, la période écoulée depuis 2001 a été éprouvante sur le plan financier pour un éventail restreint d'industries,

Graphique 14
Taux de rendement des capitaux propres
dans différents secteurs



Graphique 15
Taux de change du dollar canadien



21. On trouvera une analyse plus poussée de la rentabilité du secteur canadien des entreprises non financières aux pages 12 et 13 du *Rapport sur la politique monétaire* d'avril 2005.

dont celles de la construction automobile, du bois et du papier, de l'électronique, de l'informatique, du vêtement et du textile. Cependant, comme ces industries représentent seulement 9 % environ de la production du secteur des entreprises non financières, elles ne font courir qu'un risque limité au système financier.

La production et la rentabilité se sont améliorées considérablement dans bon nombre de ces branches d'activité durant les trois premiers trimestres de l'année dernière, sous l'effet des facteurs cités plus haut. Toutefois, les bénéfices ont reculé dans la majorité d'entre elles à la fin de 2004 et au début de 2005, à la suite de la nouvelle hausse qu'a enregistrée le dollar canadien au second semestre de l'an dernier et de la vive montée des coûts de l'énergie et des autres matières premières. Les perspectives financières à court terme dans ces industries demeurent peu reluisantes de façon générale.

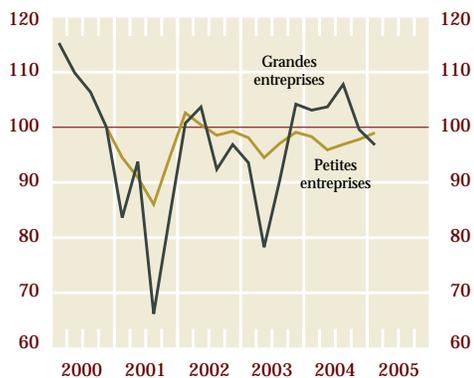
Après avoir fortement baissé à partir du milieu de 2004 (Graphique 17), la rentabilité du secteur de l'automobile devrait rester plus faible qu'à l'accoutumée à court terme. La concurrence des producteurs d'outre-mer s'intensifie, et les bénéfices des fournisseurs de pièces automobiles subissent le contrecoup de la hausse marquée du coût de l'acier et des autres matières premières. De fait, certains fournisseurs de pièces automobiles au Canada (et aux États-Unis) connaissent déjà de graves difficultés financières²².

La rentabilité des industries du bois et du papier, qui s'était redressée sensiblement au cours des deuxième et troisième trimestres de 2004, a de nouveau diminué depuis (Graphique 18). Comme les prix de leurs produits sont moins élevés, les fabricants de pâte de bois et de papier ont été plus durement touchés que les entreprises de matériaux de construction par certains faits récents, dont l'appréciation du dollar canadien. En conséquence, un grand nombre d'entre eux ont subi un déclassement de leur cote de crédit en décembre 2004 et en janvier 2005.

Les bénéfices des fabricants de produits électroniques et informatiques sont demeurés bas au second semestre de 2004 et au début de 2005 (Graphique 19). En raison des effets défavorables de la hausse antérieure du dollar canadien et de l'accentuation de la concurrence livrée par les entreprises des pays à marché émergent, tels que la Chine, la rentabilité restera vraisemblablement

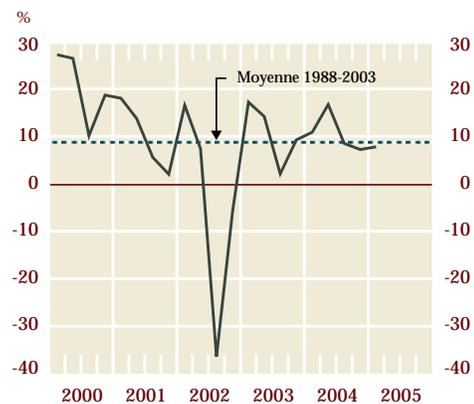
Graphique 16
Confiance des entreprises canadiennes

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



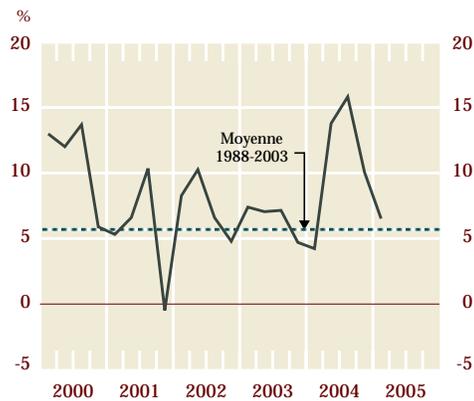
Sources : Conference Board du Canada (grandes entreprises) et FCEI Recherche (petites entreprises)

Graphique 17
Rendement des capitaux propres dans le secteur de la construction automobile



Source : Statistique Canada

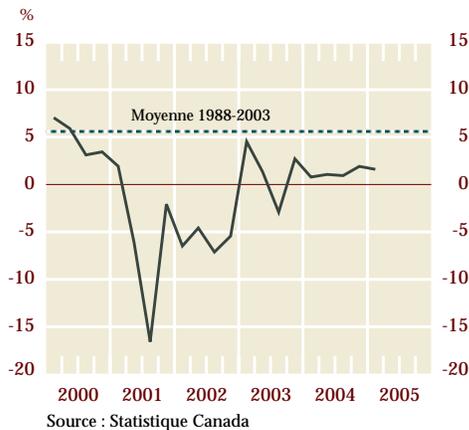
Graphique 18
Rendement des capitaux propres dans le secteur de la fabrication de produits en bois et en papier



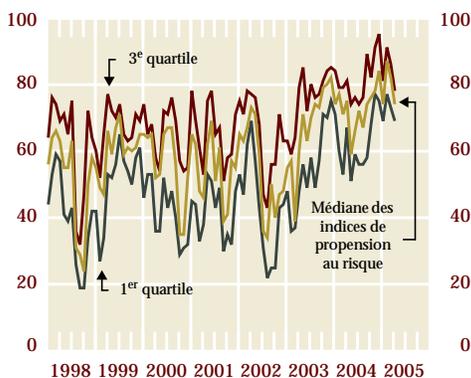
Source : Statistique Canada

22. On trouvera à la page 21 un examen de l'incidence qu'a eue sur les marchés financiers la dégradation de la situation de crédit de deux constructeurs automobiles en Amérique du Nord.

Graphique 19
Rendement des capitaux propres dans le secteur de la fabrication de produits électroniques et informatiques



Graphique 20
Indices de propension des investisseurs au risque*



* Les indices retenus, au nombre de onze, sont tous représentés à la page 43 du présent numéro. Ils sont regroupés en quartiles chaque mois, selon leurs valeurs. Les limites supérieure et inférieure de la fourchette illustrée correspondent à la valeur des indices des 1^{er} et 3^e quartiles.
Source : Calculs de la Banque du Canada

médiocre à court terme dans ce secteur, malgré la croissance prévue de la demande mondiale de matériel de haute technologie.

Dans les industries du vêtement et du textile, la rentabilité a été bien inférieure à la normale en 2003 et en 2004, la production ayant chuté du fait d'une pénétration plus poussée du marché canadien par les producteurs à bas prix de revient de pays comme la Chine et l'Inde. On peut prévoir de nouvelles restructurations cette année, à la suite de la levée, par les pays membres de l'Organisation mondiale du commerce, de tous les quotas restants à l'importation de vêtements et de textiles.

Par ailleurs, on notera que la réduction de la concurrence qu'a entraînée l'arrêt des activités de la société Jetsgo semble avoir un effet bénéfique sur la situation financière de l'industrie canadienne du transport aérien. Enfin, l'industrie du bétail recevra cette année une nouvelle aide financière du gouvernement fédéral.

De manière plus générale, il est peu probable que les institutions financières canadiennes dont les portefeuilles sont bien diversifiés soient fortement touchées par la baisse de la qualité du crédit des entreprises de ces secteurs.

Le système financier

Les marchés financiers

L'évolution qu'ont connue les marchés financiers depuis 2003 a été influencée à la fois par le degré élevé de détente monétaire en place et la forte propension au risque des investisseurs²³. Au cours des dernières années, ces facteurs ont contribué de façon importante à l'appréciation simultanée de diverses catégories d'actifs financiers, en particulier les actifs plus risqués. Depuis mars 2005, toutefois, les prix de ces derniers se sont repliés, en partie sous l'effet d'une réduction du degré de détente monétaire dans certains pays industrialisés et d'un recul de la propension au risque (Graphique 20).

Cette baisse des prix des actifs plus risqués, qui s'est opérée de manière ordonnée, est d'ampleur modeste par rapport à l'essor des prix observé depuis le début de 2003. Néanmoins, les marchés financiers internationaux demeurent confrontés à plusieurs sources de risques, dont le haut niveau des prix du pétrole, la possibilité d'une correction

23. On trouvera aux pages 39-45 de la présente livraison un survol des indices servant à mesurer la propension au risque des investisseurs; la notion de « propension au risque » y est également expliquée.

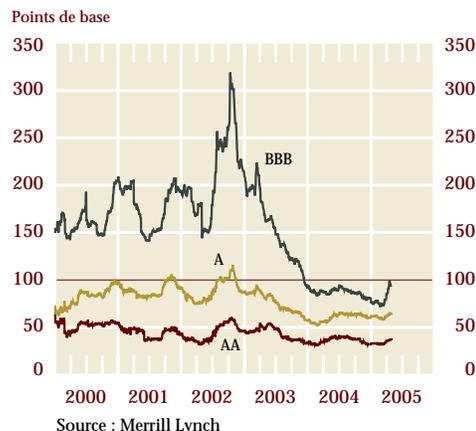
désordonnée des déséquilibres mondiaux et les retombées négatives de la quête continue de rendements élevés par les investisseurs.

Les retombées négatives de la quête continue de rendements élevés par les investisseurs

Au cours des dernières années, la conjugaison de faibles rendements nominaux et de sains facteurs fondamentaux a incité les investisseurs à accroître la proportion de leur portefeuille constituée d'actifs plus risqués. Le risque que présente pour le système financier la hausse des prix de ces actifs a été analysé dans le numéro de la *Revue du système financier* paru en juin 2004. On a assisté depuis à un nouveau renchérissement des actifs à risque élevé, tels que les obligations de sociétés, les fiducies de revenu et les obligations et actions de marchés émergents. Depuis mars 2005, toutefois, la progression des bénéfices des sociétés a ralenti, certains signes donnent à penser que la croissance mondiale connaît de nouveau une baisse de régime, imputable à la persistance des prix élevés du pétrole, et la situation de crédit de deux importants constructeurs automobiles s'est encore dégradée²⁴. Aussi l'appréciation enregistrée par les actifs plus risqués depuis juin 2004 a-t-elle été effacée en grande partie.

Malgré ce repli récent, le niveau des prix de la majorité des actifs risqués avoisine toujours celui que l'on pouvait observer en juin 2004. Les écarts de rendement relatifs aux obligations de sociétés se sont rétrécis; ceux des obligations canadiennes bien cotées, par exemple, ont diminué d'environ cinq points de base en un an (Graphique 21). Pour leur part, les écarts sur les obligations de pays à marché émergent, mesurés par l'indice obligataire des marchés émergents de JPMorgan (EMBI), ont régressé de plus de 120 points de base par rapport à juin 2004. Compte tenu des faibles taux de rendement obtenus, même pour ces actifs risqués, les observations récentes incitent à croire que les investisseurs cherchant à atteindre leurs objectifs de rendement globaux, comme les caisses de retraite, se sont tournés de plus en plus vers les biens immobiliers et d'autres catégories d'actifs, tels que les infrastructures de transport et de production d'électricité, les produits de base, les placements privés et les fonds de couverture. Les prix élevés des actifs risqués ont ravivé la crainte que l'abondance de la liquidité monétaire mondiale et le recours à l'effet de levier puissent avoir alimenté une

Graphique 21
Écarts de rendement relatifs aux obligations de sociétés canadiennes



24. Voir à la page 21 l'analyse de la dégradation de la situation de crédit de deux grands constructeurs automobiles, qui a contribué au recul des prix de certains actifs risqués entre mars et la fin mai 2005.

Graphique 22
Valeur exposée au risque (VaR) du portefeuille de négociation des grandes banques*

Moyenne trimestrielle



* Seuil ayant une probabilité de 99 % de ne pas être franchi dans l'ensemble des institutions (portefeuilles de négociation seulement)
 Source : Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF)

hausse de la valeur des actifs supérieure à ce que justifient les données fondamentales.

Un relèvement progressif des rendements des obligations d'État à l'échelle du globe réduirait la nécessité pour les investisseurs d'acquérir des actifs risqués pour parvenir à leurs objectifs de rendement globaux. Il éroderait aussi la rentabilité des positions financées au moyen d'emprunts en raison du faible niveau des taux d'intérêt (voir l'Encadré 1).

Il est possible qu'un dénouement massif des stratégies de négociation adoptées provoque une montée rapide de la volatilité des prix des actifs. Un tel revirement pourrait se produire si la propension au risque des investisseurs diminuait fortement, peut-être dans la foulée d'un ajustement désordonné des déséquilibres mondiaux ou d'autres événements ayant d'importantes répercussions financières.

Au Canada, une évaluation du risque de marché auquel s'exposent les grandes banques, mesuré en fonction de la valeur à risque déclarée de leur portefeuille de négociation, indique que leur exposition à ce risque affiche une tendance à la baisse, malgré la progression des revenus liés aux activités de négociation (Graphique 22). Les banques canadiennes font appel également à des mesures du stress, un outil de gestion du risque propre à atténuer l'incidence, sur leur rentabilité, d'événements de forte ampleur jugés peu probables, mais plausibles (voir l'Encadré 2). De plus, les fonds propres qu'elles maintiennent pour couvrir l'ensemble des risques encourus restent largement supérieurs aux seuils réglementaires. Les grandes banques demeurent donc bien dotées en capital et semblent en bonne posture pour gérer d'éventuelles variations défavorables des prix des actifs.

Les autres investisseurs canadiens, dont les ménages et les caisses de retraite, devraient toutefois se préparer à une nouvelle diminution des prix des actifs financiers.

La dégradation de la situation de crédit de deux grands constructeurs automobiles

La détérioration de la situation financière de General Motors Corporation (GM) et de Ford Motor Credit Co. (Ford) a entraîné la réduction de leurs cotes de solvabilité. Les agences de notation Standard & Poor's et Fitch ont toutes deux déclassé les titres de GM vers la catégorie spéculative, et la première a fait de même pour les titres de Ford. Dans la foulée, les écarts relatifs aux obligations de GM et de Ford se sont nettement accrus, et le rendement de l'émission de référence de 30 ans de

Encadré 1

Note d'information : les opérations de portage

À la faveur des très faibles niveaux auxquels se situent, depuis quelques années, les taux directs dans bon nombre de pays industrialisés, le portage est redevenu une stratégie de négociation très prisée. La présente note décrit les principes qui sous-tendent cette stratégie et les risques que celle-ci peut faire courir à la stabilité financière.

Le portage se décline sous de multiples formes, mais le principe de base est toujours le même : emprunter une somme à court terme à un bas taux d'intérêt (qui représente le coût de financement) pour la prêter à un taux plus élevé. Par exemple, dans le cadre de leur activité commerciale, les banques peuvent tirer parti d'une courbe de rendement ascendante en plaçant à long terme, à un taux avantageux, des fonds empruntés à court terme à un taux inférieur. En l'occurrence, elles rémunèrent au taux court les dépôts qu'elles reçoivent et les affectent au financement de prêts, notamment hypothécaires, ou à l'achat d'obligations à long terme. Cette stratégie présente des risques si le taux court ou le taux long se modifie. Ainsi, l'opération de portage sera moins lucrative si le coût du financement s'accroît. Les variations des rendements à long terme créent aussi un risque de prix. Comme la duration est plus longue, le prix de l'actif détenu est très sensible à l'évolution des taux longs, toute hausse de ceux-ci étant synonyme de moins-values. Depuis 2003, le très bas niveau du taux des fonds fédéraux a amené des investisseurs à financer sur le marché à un jour américain l'achat d'obligations des marchés émergents, de produits de base et d'autres actifs à rendement élevé.

Les opérations de portage peuvent également faire intervenir plus d'une monnaie s'il existe un écart de taux d'intérêt entre pays. Cette stratégie expose l'investisseur non seulement aux risques décrits ci-dessus, mais aussi aux fluctuations du taux de change bilatéral. Les investisseurs avaient souvent recours à ce type d'opération dans les années 1990 : ils empruntaient sur le marché à un jour japonais à un taux de 1 % environ pour acheter des obligations du Trésor américain à plus long terme, qui rapportaient au moins 5 %. Le cas échéant, un recul du yen rendait le portage encore plus payant.

Pour qu'une stratégie de portage soit rentable, certaines conditions d'équilibre ne peuvent être remplies. Premièrement, la version stricte de l'hypothèse relative aux attentes implicites dans la courbe de rendement ne doit pas se vérifier durant la période de détention de l'actif. Selon cette hypothèse, les taux d'intérêt à long terme reflètent les taux à court terme attendus, de sorte que la détention d'une obligation à long terme jusqu'à l'échéance et l'achat d'une série d'obligations à plus court terme devraient s'équivaloir du point de vue de l'investisseur. Autrement dit, le rendement total d'une opération de portage classique devrait être nul¹. Deuxièmement, l'hypothèse de parité des taux d'intérêt sans couverture doit elle aussi être abandonnée. D'après cette hypothèse, la monnaie du pays où les taux d'intérêt sont plus bas (celle dans laquelle l'opérateur

emprunte) devrait s'apprécier par rapport à la monnaie dans laquelle il investit de façon à éliminer tout excédent de rendement découlant de l'écart de taux observé entre les deux pays. Or, il a été établi empiriquement que ces conditions d'équilibre ne tiennent pas en longue période.

À l'heure actuelle, deux risques pèsent sur ce genre de stratégie : i) les taux courts peuvent augmenter, provoquant ainsi le dénouement à grande échelle des positions prises; ii) la propension au risque des investisseurs peut diminuer fortement. Les deux phénomènes sont susceptibles de perturber l'ensemble des marchés financiers. Si tous les investisseurs tentent de réduire leurs positions simultanément, les marchés connaîtront une baisse importante de leur liquidité ainsi qu'une hausse de leur volatilité. C'est ce qui est arrivé lorsque les taux directs ont grimpé aux États-Unis au début de 1994. On a alors assisté à un désengagement massif du marché des obligations du Trésor américain à mesure que les investisseurs dénouaient les positions qu'ils avaient prises pour tirer parti du large écart entre le taux des fonds fédéraux et les rendements des titres du Trésor, d'échéance plus éloignée.

Le mois d'octobre 1998 offre un autre exemple de hausse de la volatilité imputable à un dénouement des opérations de portage. À l'époque, un certain nombre d'investisseurs avaient emprunté sur le marché à un jour japonais en vue d'acquiescer des actifs plus risqués. Le 7 octobre, le yen a fait un bond de près de 7 %. De nombreux acteurs du marché ont attribué ce gain à la liquidation des positions de portage survenue dans les heures qui ont suivi la nouvelle de l'effondrement possible du fonds de couverture Long Term Capital Management, les investisseurs ayant décidé de se défaire de leurs actifs plus risqués et peu liquides et de fermer leurs positions à découvert sur le yen.

Ces exemples font ressortir que, faute d'une liquidité suffisante sur le marché, un dénouement massif des positions de portage peut causer des variations de prix défavorables qui se traduiront à leur tour par des pertes inattendues considérables.

Bien que la réaction des marchés aux récentes hausses du taux des fonds fédéraux ait été modérée jusqu'ici, l'expérience nous indique que la liquidation des positions de portage peut parfois contribuer à accentuer la volatilité des marchés financiers.

1. L'hypothèse relative aux attentes suppose l'absence d'une prime de terme dans sa version stricte, mais l'existence d'une prime de terme positive dans sa version générale.

Encadré 2**Enquête de la BRI sur les pratiques de mesure du stress**

En 2004, la Banque du Canada a sondé les banques canadiennes sur leurs pratiques de mesure du stress, dans le cadre d'une enquête menée par le Comité sur le système financier mondial de la Banque des Règlements Internationaux (BRI)¹. Elle a ensuite tenu des entrevues avec les gestionnaires de risque des banques². L'objectif était de faire le point sur l'évolution de ces pratiques depuis l'enquête réalisée en 2000, de définir les risques clés perçus et de mieux cerner les innovations et les défis éventuels. Les résultats de l'enquête ont été publiés en janvier (BRI, 2005).

L'intégration accrue des mesures du stress au cadre de gestion du risque des institutions financières a d'importantes implications pour les marchés financiers. D'un point de vue systémique, une meilleure gestion du risque aide à atténuer l'incidence des situations de stress, puisque les institutions sont mieux protégées et moins susceptibles de favoriser la propagation d'une crise. Un bilan de l'information recueillie auprès des banques canadiennes interrogées est dressé ci-après.

Emploi de mesures du stress

Les mesures du stress sont surtout utilisées en complément à d'autres mesures de risque telles que la valeur exposée au risque. Elles permettent d'étudier les effets de chocs de forte ampleur qui sont peu probables mais plausibles, afin de mieux estimer les possibilités de pertes importantes. Elles se prêtent bien aux marchés peu liquides où les prix varient brusquement ou pour lesquels, par exemple, le manque de données historiques limite l'utilité d'autres indicateurs du risque. Les mesures du stress font maintenant partie intégrante des outils de gestion du risque des banques canadiennes, et la direction s'en sert généralement au moment d'arrêter les limites d'exposition.

Les résultats de l'enquête indiquent que toutes les grandes banques canadiennes prennent régulièrement (une fois par jour ou par semaine) de 15 à 35 mesures du stress. Ces mesures vont de simples analyses de sensibilité, telles que la simulation des retombées d'une hausse de 10 % du dollar canadien, à des scénarios complexes comportant de multiples chocs. Les banques étudient la sensibilité à des variables comme les cours boursiers, les taux d'intérêt et de change et les prix des produits de base, ainsi qu'à la volatilité de ces variables.

Plusieurs *scénarios historiques* sont couramment simulés, dont le krach boursier de 1987, le tour de vis opéré par la Réserve fédérale américaine en 1994, la crise asiatique de 1997, la défaillance de la Russie en 1998 et la flambée des prix du pétrole durant la guerre du Golfe de 1990-1991.

1. L'Encadré 1 de la *Revue du système financier* de décembre 2003 traite de la mesure du stress.

2. L'enquête de la BRI a été transmise aux six grandes banques canadiennes en juin 2004.

Les *scénarios hypothétiques* tendent à être complexes et taillés sur mesure, et certains sont librement inspirés d'événements passés. Les scénarios hypothétiques les plus fréquents portent sur les cours boursiers, les taux d'intérêt et de change et les prix des produits de base. Les *tests de sensibilité* vont de chocs simples ne faisant intervenir qu'un facteur de risque à des scénarios compliqués qui en combinent un grand nombre. Par exemple, la plupart des banques ont conçu des tests de sensibilité reposant sur une hausse ou une baisse des taux d'intérêt, des taux de change et/ou des prix de l'énergie.

L'évolution récente

Grâce aux progrès techniques, il est maintenant possible de réaliser des simulations plus fréquentes, plus détaillées et plus élaborées. Récemment, les efforts ont porté sur la conception de simulations plus réalistes et significatives, ainsi que sur une meilleure compréhension de celles-ci et du juste équilibre à maintenir entre le niveau de détail et la facilité d'interprétation. Les mesures du stress sont de plus en plus intégrées à la panoplie d'outils dont la direction se sert pour mieux cerner les risques.

On a demandé aux banques d'indiquer quels scénarios avaient le plus retenu leur attention l'année précédente. L'accent avait été mis sur les conséquences i) d'une hausse des taux d'intérêt, analogue au resserrement opéré par la Réserve fédérale en 1994; ii) d'un élargissement des écarts de crédit, comme à l'époque de la défaillance de la Russie en 1998; et iii) d'un choc boursier.

Futures innovations

À l'heure actuelle, le risque de marché et l'effet des chocs sur le portefeuille de prêts sont mesurés séparément. La prochaine étape sera vraisemblablement l'évaluation du risque à l'échelle de l'ensemble des secteurs d'activité, un projet déjà amorcé au sein de certaines banques. La nécessité de mieux intégrer les mesures du stress portant sur les risques de crédit et de marché est largement reconnue.

L'une des difficultés réside dans le fait que des positions peuvent être consignées dans plusieurs systèmes de négociation, ce qui empêche certaines institutions d'utiliser les systèmes informatiques actuels pour mener leurs simulations. L'exactitude et la pertinence des données peuvent aussi laisser à désirer. Enfin, la sophistication des nouveaux produits financiers (notamment les dérivés) et la quantité limitée de données historiques à leur sujet compliquent la prise en compte de ces instruments dans les simulations.

Dans l'ensemble, l'expérience des banques canadiennes en matière de mesure du stress se compare à celle des autres banques internationales.

GM a grimpé d'environ 200 points de base. La prime des swaps sur défaillance de cinq ans référencés sur les titres de General Motors Acceptance Corporation (GMAC), qui reflète la qualité de crédit sous-jacente de la société, est passée de quelque 230 points de base à environ 600 points de base. Les écarts sur les obligations de GM et de Ford pourraient se creuser davantage encore, car les investisseurs qui ne sont pas autorisés par leur politique de placement à détenir des titres de la catégorie spéculative pourraient se voir obligés de vendre leurs obligations des deux entreprises.

Comme GM et Ford comptent parmi les plus grands émetteurs privés de titres de dette négociables au monde, les variations importantes des écarts de taux relatifs à leurs titres peuvent avoir des effets sensibles sur les marchés de crédit. Jusqu'à maintenant, le marché canadien des obligations de sociétés a été relativement peu touché. Toutefois, les écarts de taux se sont élargis sur le marché correspondant aux États-Unis depuis l'annonce des plus récents résultats de GM et de Ford. Les écarts observés sur les émissions d'entreprises américaines ont augmenté d'à peu près 30 points de base dans le cas des titres de qualité (de BBB à AAA) depuis mars 2005. Même si une bonne part de cette évolution est attribuable directement aux cas de GM et de Ford, d'autres secteurs d'activité connexes ont vu se creuser les écarts relatifs à leurs émissions, mais dans une bien moindre mesure.

L'augmentation des écarts de taux sur le marché des obligations de sociétés coïncide avec une diminution plus générale, quoique modeste jusqu'ici, des prix des actifs risqués. Bien que la correction récente des prix des actifs puisse tenir à divers facteurs, l'incidence future de la dégradation de la situation de crédit de GM et de Ford sur les écarts de taux relatifs aux titres de sociétés pourrait se répercuter sur les prix de l'ensemble des actifs risqués en réduisant la propension au risque des investisseurs de par le monde. De fait, l'écart observé sur les obligations de marchés émergents comprises dans l'indice EMBI+ a enregistré une partie de sa hausse au moment de l'annonce par GM, en mars, de la réalisation d'un bénéfice (se reporter au Graphique 9). Dans la même veine, la croissance qu'ont connue, depuis la fin des années 1990, les instruments de transfert du risque de crédit (dont les swaps sur défaillance) a peut-être eu pour effet de resserrer les liens entre les différents types de marchés d'actifs. Le risque que la volatilité s'emparant d'un marché (celui des obligations de sociétés, par exemple) se propage à d'autres marchés s'en trouverait accrue. (Voir Reid, 2005, dans le présent numéro pour une analyse

de l'incidence des swaps sur défaillance sur le système financier.)

Les institutions financières

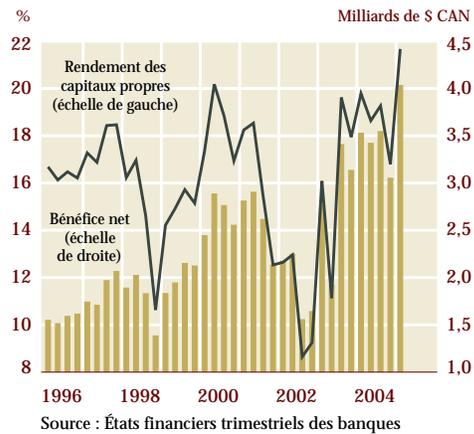
Globalement, les bénéfices déclarés par les grandes banques ont atteint un niveau record au premier trimestre de 2005 (Graphique 23). La diversité des activités bancaires a continué de contribuer à ces solides résultats financiers. En effet, les trois métiers principaux autour desquels s'articule le développement des banques, soit les services aux consommateurs et aux petites et moyennes entreprises, les services de gros (grandes entreprises et investissement) et la gestion de patrimoine, ont tous affiché une excellente tenue.

Bien que cette solidité financière assure aux banques une protection en cas de ralentissement de la croissance économique ou de détérioration de la qualité du crédit, les banques canadiennes sont toujours exposées à des risques à court terme. L'un de ces risques découle de la mise en œuvre de modifications réglementaires au cours des années à venir. Selon les résultats, publiés en février 2005, d'une enquête internationale menée pour le Centre for the Study of Financial Innovation auprès de 440 acteurs du marché, organismes de réglementation et autres observateurs de la scène financière à l'échelle mondiale, le principal risque auquel sont confrontées les banques internationales cette année a trait à l'instauration de nouvelles réglementations. Le processus de mise en application des modifications réglementaires pourrait avoir des conséquences financières défavorables sur les banques. Il pourrait créer des risques d'ordre opérationnel, par exemple²⁵. Ces modifications réglementaires, qui, une fois solidement implantées, devraient favoriser la stabilité et l'efficacité du système financier mondial, comportent la mise en œuvre du nouveau dispositif d'adéquation des fonds propres à l'intention des banques connu sous l'appellation de Bâle II.

Le secteur canadien des valeurs mobilières a connu un très fort quatrième trimestre 2004, qui a porté les bénéfices pour l'ensemble de l'année à un sommet sans précédent de 3,9 milliards de dollars. Les deux moteurs de la croissance dans ce secteur en 2004 ont été les services de gestion de patrimoine et les services bancaires d'investissement. Ces deux branches d'activité ont été à l'origine

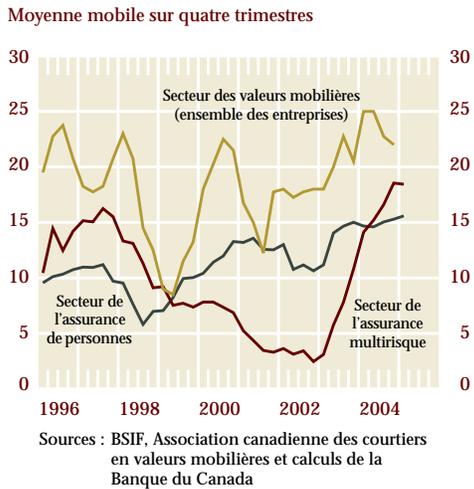
25. Les risques opérationnels jugés importants par la BRI comprennent les déficiences des contrôles internes et de la gouvernance d'entreprise, les défaillances majeures des systèmes de technologie de l'information et les erreurs dans l'exécution, dans la livraison ainsi que dans la gestion des processus.

Graphique 23
Bénéfices des banques



d'une hausse du rendement des capitaux propres des maisons de courtage indépendantes (Graphique 24) (les profits de ces courtiers ne sont pas inclus dans les bénéfices des banques analysés ci-dessus). D'autres institutions financières au Canada, telles que les sociétés d'assurance de personnes et d'assurance multirisque, ont aussi continué d'afficher une forte rentabilité.

Graphique 24
Rendement des capitaux propres



Aspects importants de l'évolution ayant une incidence sur le système financier

La présente partie de la section Évolution récente et tendances porte sur les changements structurels qui touchent le système financier canadien, sa sûreté et son efficacité.

Points saillants

- La fiabilité des informations financières divulguées par les entreprises est essentielle à la prise de décisions des investisseurs et à l'efficacité des marchés financiers.
- Les projets de réglementation ayant pour but d'améliorer la présentation des informations financières, particulièrement sur les plans de la transparence et de la reddition des comptes, doivent également prendre en considération la pertinence des informations déclarées et les coûts engagés pour leur communication.
- Grâce à l'adoption de technologies de pointe et à l'arrivée de nouveaux venus sur le marché canadien des prêts hypothécaires à l'habitation, les consommateurs profitent désormais de conditions de financement de plus en plus souples et de taux d'intérêt concurrentiels.

Principaux enjeux

Nous examinerons ici deux questions relatives à l'efficacité du système financier : les exigences plus strictes quant à la précision et à l'exactitude des informations financières émanant des entreprises, d'une part, et la transformation du marché canadien des prêts hypothécaires à l'habitation, d'autre part.

Les nouvelles réglementations en matière de présentation des informations financières aux États-Unis et au Canada

Préparé par Lorie Zorn

La fiabilité des informations financières publiées par les entreprises est essentielle pour permettre aux investisseurs de prendre des décisions éclairées et, à terme, pour assurer l'efficacité des marchés financiers. Quand l'intégrité de ces marchés inspire confiance, les entreprises peuvent plus aisément réunir des fonds et ainsi soutenir la croissance économique. Toutefois, lorsque les organismes de réglementation resserrent les exigences en matière de déclaration, ils doivent prendre en compte, au-delà des avantages de ce resserrement, les coûts de sa mise en œuvre.

Les pratiques frauduleuses d'Enron et de WorldCom ont attiré l'attention sur le volume et l'exactitude des renseignements financiers. Les organismes de réglementation américains ont réagi rapidement à la situation en adoptant la loi *Sarbanes-Oxley* (loi SOX) en juillet 2002, laquelle établit de nouvelles normes à l'égard des pratiques de gouvernance, de comptabilité et de déclaration de l'information financière. Au Canada, la réaction a été plus mesurée : entre 2003 et 2005, les membres des Autorités canadiennes en valeurs mobilières (ACVM) ont proposé différentes règles destinées à relever la confiance des investisseurs²⁶.

Tout en souscrivant publiquement à l'esprit de la loi SOX, bon nombre d'intéressés prétendent que cette nouvelle réglementation impose des coûts inutilement élevés en regard des avantages qu'elle procure aux investisseurs. Plus précisément, ils font valoir que la loi ne tient pas adéquatement compte de la taille et de la complexité variables des entreprises; en outre, elle a pour effet d'inonder les investisseurs d'informations, et elle oblige les

26. Pour un compte rendu des diverses initiatives visant à rétablir la confiance des investisseurs, voir Armstrong (2003) et Crow (2004).

sociétés à détourner des ressources de leurs principales activités. Beaucoup estiment que ces dispositions de la loi SOX ne reconnaissent pas suffisamment le rôle que jouent les bénéfices en matière de concurrence et de motivation des investisseurs.

L'article 404 de la loi SOX, qui exige un rapport de la direction et une attestation des vérificateurs sur l'efficacité du contrôle interne — opérationnel et financier — d'une société, compte parmi ceux qui suscitent la plus vive controverse. La loi s'applique à toutes les sociétés inscrites auprès de la U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), et la plupart d'entre elles sont assujetties aux dispositions de cette loi pour les exercices terminés après le 14 novembre 2004.

Quand la SEC a publié son règlement définitif sur l'article 404, en juin 2003, le document comprenait une analyse des avantages et des coûts afférents. L'organisme y entrevoyait les avantages suivants, prenant toutefois soin de souligner qu'ils ne sont pas « aisément quantifiables » : les ressources plus considérables et l'attention plus diligente consacrées au contrôle interne, la découverte des faiblesses avant une défaillance du système, la divulgation régulière, ordonnée et opportune de l'information à l'intention des investisseurs et du marché et, enfin, la réduction des pratiques frauduleuses. Certes, comme le prévoyait la SEC, la loi SOX a accru l'importance accordée au contrôle interne, mais les autres avantages pourraient tarder à se concrétiser. Au départ, la SEC avait estimé que la conformité à la loi entraînerait des coûts de 1,2 milliard de dollars É.-U., soit 91 000 \$ par entreprise. Elle a toutefois admis que ces chiffres ne comprenaient pas les frais liés à l'attestation des vérificateurs ni les coûts indirects, comme la motivation moindre des sociétés à réunir des capitaux sur le marché américain.

Selon certaines informations, les coûts engagés pour la mise en œuvre de l'article 404 s'alourdissent rapidement, et il semblerait que la loi SOX influence le comportement des marchés financiers. Des sondages menés récemment auprès de sociétés américaines ont révélé qu'en moyenne, les coûts de mise en œuvre s'avèrent à ce jour beaucoup plus élevés qu'on ne le pensait à l'origine, surtout pour les entreprises de plus petite taille. Il semblerait également qu'un nombre anormalement élevé de sociétés devront retarder le dépôt de leur rapport annuel afin de mener à bien l'évaluation de leurs pratiques comptables et de leurs contrôles et que moins d'entreprises concluront des fusions et des acquisitions afin d'éviter les exigences additionnelles auxquelles les soumettrait

la loi SOX. En outre, il n'est pas impossible que la situation se complique du fait qu'il devient difficile d'obtenir des conseils comptables, car les vérificateurs respectent strictement les exigences en matière d'indépendance.

On a appris par les médias que bon nombre de petites entreprises et d'émetteurs étrangers, qui ne sont pas encore régis par la loi, envisagent de se retirer des places boursières ou de la SEC pour éviter les coûts administratifs, juridiques et comptables de la conformité. Or, en dérochant ainsi leur activité à l'examen du public, les sociétés s'engageraient dans une direction tout à fait contraire à l'esprit de la loi SOX, qui vise à réduire les abus d'ordre financier. Quoi qu'il en soit, les entreprises comptant plus de 300 actionnaires américains demeurent assujetties à la réglementation de la SEC, y compris la loi SOX, et des groupes d'entreprises, européennes en particulier, insistent auprès de cet organisme pour que cette exigence soit assouplie.

En outre, certains indices donnent à penser que les sociétés qui feraient état d'un contrôle interne inadéquat pourraient voir se détériorer leur cote de crédit et le cours de leurs actions. Comme les vérificateurs peuvent interpréter la loi SOX avec une rigueur excessive pour éviter d'être pointés du doigt, et que les contrôles n'éliminent pas nécessairement la fraude financière (un comportement éthique est tout aussi important), ces entreprises pourraient être pénalisées plus sévèrement que ne le justifie le risque de fraude découlant d'un contrôle déficient.

La SEC a donc décidé de consulter les parties touchées et elle se penche sur les expériences de mise en application de l'article 404 en vue d'aider les entreprises à réduire les coûts associés au respect des exigences. À la suite d'une table ronde qui s'est déroulée en avril, la SEC et la Public Company Accountability Oversight Board (PCAOB) ont préparé, à l'intention des dirigeants et des vérificateurs, une série d'avis supplémentaires devant contribuer à alléger le fardeau que représente la mise en œuvre de l'article 404²⁷. On a mis sur pied un comité consultatif chargé d'analyser les effets de la loi SOX et d'autres règlements fédéraux sur les petites sociétés ouvertes, puis de recommander des moyens d'adapter la réglementation en fonction de la taille des entreprises. Cet été, un groupe de travail du Committee of Sponsoring Organizations (COSO) publiera des lignes directrices destinées aux petites entreprises. Pour celles-ci

27. Les avis de la PCAOB à l'intention des vérificateurs mettent l'accent sur la portée des missions relatives au contrôle interne et sur la quantité de tests dont les rapports financiers de l'entreprise doivent faire l'objet.

et les émetteurs étrangers, l'entrée en vigueur de l'article 404 a été reportée à deux reprises. La dernière fois, la date butoir a été fixée au 15 juillet 2006, de sorte que ces entités disposent d'un nouveau délai d'un an avant de devoir s'y conformer.

Au Canada, les organismes de réglementation ont mis plus de temps à renforcer les exigences en matière de déclaration. Naturellement, les sociétés canadiennes cotées sur des places boursières américaines sont assujetties à la loi SOX. Pour les autres, un certain nombre de règlements des ACVM — règlements considérés comme le principal équivalent canadien de la loi SOX — s'appliquent depuis le mois de mars 2004. Il s'agit notamment d'obligations envers une divulgation continue, d'exigences en matière de vérification ainsi que de règles d'attestation touchant les déclarations des émetteurs (ces règles n'ont pas été entérinées par la Colombie-Britannique). En revanche, ni la direction ni le vérificateur ne sont tenus par ces dispositions d'évaluer le contrôle interne.

Après avoir effectué des études plus poussées, les membres des ACVM²⁸ ont annoncé, en février 2005, les règles qu'ils proposent relativement au contrôle interne exercé sur les informations financières et aux exigences d'attestation. Tout comme aux termes de l'article 404 de la loi SOX, la direction et les vérificateurs devront, à l'avenir, évaluer le contrôle interne, et la direction devra divulguer et attester toute faiblesse notable relevée dans ce contrôle ou tout acte frauduleux découvert. Cette annonce a fait ressortir l'importance d'harmoniser les exigences d'attestation entre les États-Unis et le Canada, compte tenu des liens financiers étroits qui unissent les deux pays et de la nécessité de préserver la réputation internationale des marchés canadiens. Par ailleurs, à la lumière de l'expérience américaine, la proposition tient compte du temps et des coûts requis pour la mise en œuvre.

Parallèlement, les ACVM ont publié une étude indépendante traitant des coûts et des avantages associés aux exigences de contrôle interne proposées. Les résultats de l'étude démontrent, après comparaison des coûts et des avantages prévus de la nouvelle réglementation, que ces derniers ne se valent à peu près que pour les émetteurs importants (actif supérieur à 500 millions de dollars)²⁹. Toutefois, les auteurs de l'étude soulignent que,

les avantages étant difficiles à quantifier, il se peut qu'ils aient été sous-estimés.

Pour calmer les inquiétudes que pourraient soulever les coûts et la disponibilité limitée des services-conseils compétents, la réglementation proposée au Canada permettrait d'échelonner les mesures à prendre pour respecter les exigences en matière de contrôle interne. Cet échelonnement serait établi suivant la capitalisation boursière de l'émetteur et s'étendrait du 30 juin 2006 au 30 juin 2009. Les exigences d'attestation seraient imposées à tous les émetteurs, hormis les fonds de placement, mais seules les sociétés cotées à la Bourse de Toronto (à l'exception de celles cotées à la bourse de croissance TSX) seraient tenues de produire des rapports sur le contrôle interne. Les ACVM ont sollicité les commentaires du public, notamment au sujet des émetteurs qui devraient être assujettis à la réglementation, du bien-fondé de la période d'échelonnement et de l'évaluation qu'a faite cet organisme des avantages, des coûts et des solutions de rechange. Les organismes provinciaux de réglementation du commerce des valeurs mobilières ne sont pas parvenus à un consensus quant à la pertinence de la réglementation proposée, et certaines provinces poursuivent leur réflexion sur des possibilités autres que celle suggérée par les ACVM.

Ces dernières ont fait connaître leur proposition au moment où faisait rage, aux États-Unis, un débat soutenu et très médiatisé sur les exigences auxquelles sont soumises les sociétés en matière de déclaration d'informations financières. Les parties concernées au Canada se sont donc inspirées de l'expérience américaine pour élaborer les normes canadiennes en la matière. Une réglementation qui vise à accroître au maximum les avantages d'une plus grande transparence et d'une meilleure reddition des comptes, tout en prenant en considération la pertinence de l'information divulguée et les coûts engagés à cette fin, renforcera l'intégrité et l'efficacité des marchés financiers au Canada.

Le marché hypothécaire résidentiel au Canada : technologies, stratégies et concurrents nouveaux

Préparé par Jim Day et Greg Tkacz

Le marché hypothécaire résidentiel du Canada, dont la valeur s'élève à 600 milliards de dollars, a subi des changements notables ces dix dernières années. Mettant à profit la technologie, de nouveaux concurrents ont adopté une stratégie de prix différente de celle des banques, en choisissant d'offrir d'emblée leur meilleur taux hypothécaire,

28. À l'exception de la Colombie-Britannique

29. Pour les petits émetteurs canadiens (actif inférieur à 50 millions de dollars), les avantages découlant de la conformité aux exigences ne l'emportent pas sur les coûts, tandis que pour les entreprises moyennes (actif s'établissant entre 50 millions et 500 millions), les données ne sont pas concluantes.

sans possibilité de marchandage. Soucieuses de rester compétitives, les grandes banques ont réagi en consentant des rabais sur les taux affichés aux emprunteurs ayant de bons antécédents de crédit. Cette évolution a été favorable aux Canadiens, qui bénéficient aujourd'hui de contrats hypothécaires dotés de caractéristiques souples ainsi que de taux concurrentiels d'une institution à l'autre.

Les années 1970 et 1980 : les banques et les sociétés de fiducie

Au cours des décennies 1970 et 1980, les caractéristiques des prêts hypothécaires offerts par les différentes institutions financières étaient sensiblement équivalentes. Les choix quant à la durée de l'emprunt et aux modalités de remboursement étaient limités, et les écarts entre les taux pratiqués par les banques et les sociétés de fiducie étaient négligeables. Peu d'informations laissent penser que les prêteurs étaient enclins à accorder des rabais sur leurs taux à cette époque. À la fin des années 1980 et durant la décennie suivante, de nombreuses sociétés de fiducie ont été acquises par des banques ou ont fermé leurs portes.

Les années 1990 : de nouveaux concurrents (banques virtuelles et courtiers hypothécaires)

À la fin des années 1990, la popularité croissante des services bancaires sur Internet a favorisé l'apparition d'un nouveau type d'institution : la banque virtuelle. ING DIRECT et Services financiers le Choix du Président sont deux des banques virtuelles les plus en vue au pays.

Bien qu'il y ait des courtiers hypothécaires indépendants au Canada au moins depuis les années 1970, leur influence au sein du marché du crédit à l'habitation n'a commencé à se faire réellement sentir qu'il y a quelques années, lorsque de nombreuses petites firmes ont fusionné pour donner naissance à de grandes maisons de courtage. Les courtiers ne consentent pas eux-mêmes de crédit, leur rôle se bornant à servir d'intermédiaire entre prêteurs et emprunteurs. Bien souvent, le prêteur se trouve être l'une des grandes banques, même si les courtiers ne sont liés d'aucune façon à une institution en particulier. Les courtiers se voient accorder des tarifs préférentiels en contrepartie du volume d'activité qu'ils génèrent et sont donc en mesure de fournir des taux concurrentiels à leurs clients, sans négociation préalable. Selon une enquête réalisée par la SCHL, 26 % des acheteurs de logement ont eu recours aux services d'un courtier hypothécaire en 2003, comparativement à 14 % en 1999.

Deux stratégies : bas prix permanents ou marchandage

La stratégie consistant à offrir systématiquement le prix le plus bas a permis aux banques virtuelles d'accroître leur part du marché hypothécaire³⁰.

De leur côté, les grandes banques canadiennes affichent des taux hypothécaires uniformes à l'échelle du pays, préférant apparemment négocier les taux au cas par cas. Au début des années 1990, les rabais qu'elles consentaient étaient modestes (25 points de base environ) et réservés à une minorité de nouveaux clients. Certaines informations indiquent par ailleurs qu'au cours de la période 1998-2000, une proportion importante de la clientèle des grandes banques n'avait droit à aucune diminution des taux hypothécaires. De nos jours, au contraire, la plupart des clients s'attendent à un rabais, et il n'est pas rare que des emprunteurs ayant de bons antécédents obtiennent une réduction de 125 points de base ou plus sur le taux affiché d'un prêt hypothécaire de 5 ans. Selon toute vraisemblance, les grandes banques font de plus en plus appel à ces rabais et à d'autres offres spéciales « sans marchandage » pour protéger leur part du marché.

Le taux d'intérêt hypothécaire effectif est le taux affiché diminué du rabais octroyé. Si les grandes banques ont accordé des remises plus substantielles aux emprunteurs bien cotés, il semble que leurs taux affichés aient aussi augmenté, au fil du temps, par rapport aux coûts de financement des prêteurs hypothécaires (Graphique 25). Il serait donc erroné de conclure que la majoration des rabais a réduit d'autant les taux hypothécaires effectifs. Le fait est plutôt qu'avec la hausse des rabais consentis et l'élargissement de l'écart entre les taux affichés par les banques et les coûts de financement de ces dernières, le meilleur taux offert par les banques à leurs clients est maintenant conforme, dans l'ensemble, au taux proposé sans marchandage par les banques virtuelles et les courtiers hypothécaires.

Recours à la technologie

Comme les dossiers et cotes de solvabilité établis par les grandes agences d'évaluation du crédit sont aujourd'hui mieux connus du public et accessibles par Internet, les emprunteurs sont en meilleure position pour négocier avec leur banque. La facilité avec laquelle les taux hypothécaires peuvent être consultés et comparés sur la toile joue également en faveur des demandeurs de crédit.

30. La part du marché détenue par les banques virtuelles demeure modeste, à 2,5 % environ.

Conclusion

L'arrivée de nouveaux concurrents a été profitable aux consommateurs, qui bénéficient désormais d'un choix plus vaste et de la possibilité d'obtenir des taux avantageux sans avoir à marchander. Les grandes banques détiennent toujours la plus large part du marché hypothécaire résidentiel, mais la présence des banques virtuelles et des courtiers hypothécaires les a amenées à commercialiser différemment leurs produits de financement. Au cours des dix dernières années, les grandes banques ont apparemment cherché plus activement à attirer et à retenir les emprunteurs bien cotés, en leur offrant des rabais sur les taux hypothécaires affichés. Aujourd'hui, la plupart des clients des banques obtiennent un taux d'intérêt effectif comparable à ceux proposés par les banques virtuelles et les courtiers hypothécaires. Cette observation donne à penser que le Canada jouit d'un marché hypothécaire sain, où les prêts sont assortis de caractéristiques de plus en plus souples et où les taux sont compétitifs d'une institution à l'autre.

Le système financier

Les marchés financiers

Au cours des six derniers mois, plusieurs changements susceptibles d'avoir un effet à long terme sur les marchés financiers ont été apportés au cadre juridique et réglementaire. Par exemple, le budget fédéral présenté en février 2005 proposait d'éliminer la limite de 30 % applicable aux biens étrangers pouvant être détenus à titre de placements de retraite. Si elle est adoptée, cette mesure aura probablement des répercussions diverses sur l'efficacité des marchés financiers canadiens (Encadré 3).

Par ailleurs, deux importantes décisions devraient accroître l'intérêt des investisseurs à l'égard des fiducies de revenu (Graphique 26).

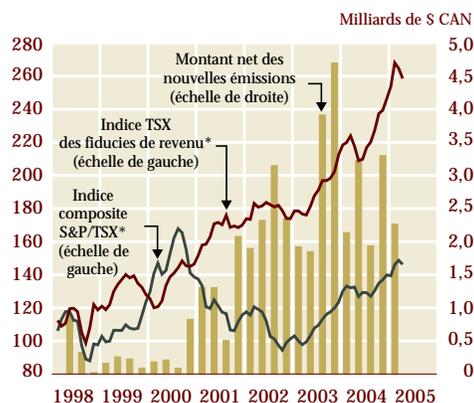
D'abord, le gouvernement de l'Ontario a promulgué en décembre 2004 une loi limitant la responsabilité des bénéficiaires d'une fiducie³¹. La question de la responsabilité théorique était perçue comme un obstacle important à la participation des investisseurs institutionnels (tels que les fonds de pension) au marché des fiducies de revenu. Avant l'adoption de la loi, les détenteurs de parts d'une fiducie de revenu risquaient en théorie d'être tenus personnellement responsables en cas de poursuite contre la fiducie, ce qui les aurait exposés à des pertes supérieures au montant

Graphique 25
Taux des prêts hypothécaires de cinq ans
Données mensuelles



a. Le rendement des obligations d'État à cinq ans, corrigé en fonction des swaps, sert à représenter le coût de financement des banques.
Sources : Banque du Canada et ING DIRECT

Graphique 26
Fiducies de revenu



* Nouvelle base de l'indice : janvier 1998
Sources : Thomson Financial Datastream et Banque du Canada

31. D'autres provinces, comme l'Alberta et le Québec, ont aussi des lois limitant la responsabilité des bénéficiaires de fiducies.

Encadré 3

L'incidence, sur les marchés canadiens de capitaux, de l'application et de l'abrogation proposée de la règle sur les biens étrangers

C'est sous la forme d'une disposition de la *Loi de l'impôt sur le revenu* du Canada que la règle sur les biens étrangers a vu le jour, en 1971. Cette règle limite le montant des actifs étrangers que les Canadiens peuvent détenir dans le cadre de régimes d'épargne à impôt différé, dont les régimes de pension agréés et les REER. Au fil des années, le plafond a été porté de 10 à 30 % du portefeuille d'actifs. Or, le gouvernement fédéral propose, dans son budget de 2005, d'abroger la règle sur les biens étrangers¹. Depuis l'instauration de celle-ci, les investisseurs ont fait preuve de beaucoup d'ingéniosité pour accroître la part de leurs placements étrangers au-delà du plafond légal.

L'un des moyens courants d'augmenter cette part repose sur l'emploi d'instruments dérivés. Une stratégie répandue consiste à conclure des contrats à terme sur des indices boursiers étrangers, à verser un dépôt de garantie minimale et à placer le reste de la somme à investir dans des bons du Trésor canadiens. Comme les contrats à terme ne sont pas considérés comme des actifs, tout fonds de placement appliquant cette stratégie est réputé composé entièrement d'actifs canadiens, même si son rendement est largement tributaire d'actions étrangères. Une démarche similaire met à profit des swaps sur le rendement total ou des contrats à terme de gré à gré². Les fonds communs de placement qui ont recours à ces stratégies sont connus sous le nom de « fonds clones ». La progression de leur nombre au fil des ans témoigne de la popularité de ces stratégies auprès des détenteurs de tous les types de régimes enregistrés. Au début de 2005, ces fonds se comptaient par centaines et représentaient une valeur totale de 27 milliards de dollars, soit environ 5 % des actifs gérés par les fonds communs de placement³.

Il y a toutefois des inconvénients à utiliser des instruments dérivés pour relever la proportion d'actifs étrangers dans un portefeuille. Outre les coûts directs liés aux opérations sur produits dérivés, ce type de stratégie peut être complexe à mettre en œuvre et n'offrir qu'une liquidité limitée. Bref, ce n'est pas un substitut parfait à une stratégie de placement direct dans des valeurs étrangères.

On trouve encore une autre approche, qui mise sur le cumul de fonds. Il s'agit, en l'occurrence, de placer la somme maximale autorisée directement dans des fonds d'investissement étrangers, et le reste dans des fonds classés comme canadiens, mais qui peuvent chacun inclure des actifs étrangers à hauteur du plafond imposé par la règle sur les biens étrangers. Même si elle permet effectivement de dépasser la limite légale, cette stratégie

reste régie par un certain plafonnement des placements étrangers.

Quelle incidence la règle sur les biens étrangers a-t-elle eue sur l'efficience des marchés canadiens de capitaux? Fried et Wirick (1999) estiment qu'elle a signifié, pour les investisseurs, une augmentation d'environ 8 points de base, au bas mot, du ratio des frais de gestion des fonds d'actions internationales. Leur estimation ne tient pas compte du rendement, corrigé en fonction du risque, que les investisseurs auraient obtenu s'ils avaient pu diversifier complètement leurs placements sur les marchés mondiaux. De fait, certaines sociétés de fonds communs de placement ont réagi immédiatement au dévoilement du budget fédéral de 2005 en abaissant le ratio des frais de gestion relatifs à leurs fonds clones dans une proportion pouvant atteindre 45 points de base, afin qu'il soit comparable à celui des fonds sous-jacents (sans restrictions). Bien que nombre de ces fonds clones soient susceptibles de disparaître, certains pourraient être réaménagés pour rendre de précieux services aux investisseurs, par exemple en leur donnant accès à un portefeuille de titres étrangers qui soit entièrement couvert contre le risque de change.

S'il est impossible de prévoir toutes les répercussions de l'abrogation proposée de la règle sur les biens étrangers, plusieurs scénarios peuvent être avancés. Parmi les gains d'efficience probables, on peut ranger l'accroissement progressif de la part totale des actifs étrangers que détiennent les Canadiens, et donc une plus grande diversification du portefeuille de titres de ces derniers. On ignore par contre dans quelle mesure cet effet se fera sentir, car on a observé, au Canada comme dans d'autres pays, que la « préférence nationale » joue un rôle considérable, même en l'absence de restrictions sur les placements étrangers. Ainsi, selon les chiffres de Statistique Canada pour septembre 2004, les actifs étrangers que détenaient les caisses de retraite en fiducie ne représentaient, en moyenne, que 25 % de la valeur comptable de leurs portefeuilles (compte non tenu des stratégies visant à augmenter la proportion d'actifs internationaux par le recours à des instruments dérivés), soit moins que le plafond de 30 %. On peut aussi envisager qu'avec le temps, la hausse de la demande d'actifs étrangers rendra le Canada plus attrayant aux yeux des émetteurs étrangers de titres de dette et d'actions en quête de capitaux frais. Enfin, l'intensification de la concurrence livrée par les gestionnaires de fonds étrangers sur le marché de l'épargne au pays pourrait donner lieu à de nouvelles réductions du ratio des frais de gestion dans l'industrie canadienne des fonds communs de placement.

1. La mesure législative qui rendra cette abrogation effective n'a pas encore été adoptée par le Parlement.
2. Voir Kolb (2000) pour des précisions sur ces types de produits financiers.
3. Sources : Morningstar.ca et IFIC

investi. La nouvelle loi met ces investisseurs à peu près sur le même pied que les détenteurs d'actions.

Puis, en janvier 2005, Standard & Poor's et la Bourse de Toronto ont annoncé leur intention d'inclure les fiducies de revenu dans l'indice composé S&P/TSX. Selon le plan et le calendrier de mise en œuvre qu'ils ont publiés le 18 mai, la transition devrait être terminée d'ici mars 2006. Les fonds indiciels liés à l'indice composé S&P/TSX devront donc investir dans des fiducies de revenu, puisque les rendements de celles-ci diffèrent sensiblement de ceux des titres boursiers inclus dans l'actuel indice composé S&P/TSX (Graphique 26).

Des progrès ont aussi été réalisés sur le plan de l'amélioration de l'intégrité des marchés secondaires des titres de dette du Canada. Les mesures prises en ce sens sont exposées dans l'Encadré 4.

Les institutions financières

La commissaire de la concurrence du Canada a institué un comité consultatif qui aura pour tâche d'aider à déterminer le rôle que devraient jouer les gains en efficacité dans l'administration et l'application de la *Loi sur la concurrence* (à laquelle tous les secteurs sont assujettis), dans le contexte d'une économie en évolution. Ce comité se penchera sur les dispositions actuelles de la *Loi sur la concurrence* concernant les fusions et le traitement des gains en efficacité ainsi que sur leurs implications générales du point de vue économique et commercial. Il présentera aussi ses observations sur les caractéristiques de la politique de la concurrence du Canada qui assureraient le traitement judicieux des gains en efficacité. Le rapport du comité devrait paraître en juin 2005.

Les systèmes de compensation et de règlement

Le 7 décembre 2004, quatre nouvelles monnaies ont été admises au cycle de règlement des transactions de change de la CLS Bank (le dollar de Hong Kong, le dollar néo-zélandais, le rand sud-africain et le won coréen), ce qui porte à quinze le nombre total des devises admises dans le système. On juge maintenant que le règlement des transactions de change par l'intermédiaire de la CLS Bank constitue le meilleur moyen de minimiser les risques liés à celles-ci. Trois ans après le lancement des opérations de la CLS Bank en 2002, la majorité des grandes banques canadiennes n'utilisent toujours pas cette dernière pour le traitement de leurs opérations sur devises, mais la plupart ont indiqué qu'elles prévoient commencer à le faire d'ici la fin de 2005.

Encadré 4

Code de conduite à l'intention du marché canadien des titres à revenu fixe

Conscients que l'efficacité et la stabilité des marchés financiers dépendent de la confiance qu'inspire leur intégrité, les décideurs publics et le milieu financier ont élaboré des normes de conduite destinées à orienter le comportement des participants à ces marchés. Pensons, par exemple, au modèle de code de conduite mis au point par l'ACI – The Financial Markets Association. Il comporte une série de lignes directrices adoptées en 2001, entre autres par le Comité canadien du marché des changes, pour servir de norme en matière de pratiques exemplaires sur le marché intérieur des changes. Pensons également au code de conduite concernant la négociation avec les investisseurs institutionnels (le Principe directeur n° 5), rédigé par l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM).

Le Principe directeur n° 5 a été préparé en 1998 par l'ACCOVAM, la Banque du Canada et le ministère des Finances afin de préserver l'intégrité, la liquidité et l'efficacité du marché canadien des titres à revenu fixe. Il renferme des lignes directrices visant spécifiquement les courtiers membres de l'ACCOVAM. Ces normes sont également destinées à servir de balises à tous les autres participants.

L'ACCOVAM révisé actuellement son code de conduite et travaille à la conception d'une nouvelle série de normes à l'intention des participants qui traitent avec les investisseurs particuliers. Ainsi, le Principe directeur n° 5A s'appliquera aux investisseurs institutionnels, et le Principe directeur n° 5B, aux investisseurs particuliers. Ils devraient tous deux entrer en vigueur cette année.

La version révisée du code de conduite régissant la négociation avec les investisseurs institutionnels offrira aux participants des normes plus précises quant aux transactions interdites, notamment les pratiques « frauduleuses, trompeuses ou malhonnêtes » et celles qui consistent à tirer injustement parti de clients, de contreparties ou de renseignements importants qui n'ont pas été rendus publics.

Le 3 février 2005, l'Association canadienne des paiements a introduit une règle ainsi que deux catégories supplémentaires dans le Système automatisé de compensation et de règlement (SACR), pour permettre la compensation et le règlement des paiements en ligne. Ces mesures visent à faciliter le développement des services de paiement par Internet, qui donneront aux consommateurs la possibilité de régler leurs achats en ligne en débitant directement leur compte bancaire.

Bibliographie

- Armstrong, J. (2003). « Rétablissement de la confiance des investisseurs : survol des récentes mesures prises au Canada », *Revue du système financier*, Banque du Canada (décembre), p. 55-60.
- Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (2001). « Code de conduite à l'intention des sociétés membres de l'ACCOVAM négociant sur le marché canadien des titres d'emprunt », principe directeur n° 5.
- Banque des Règlements Internationaux (2000). *Stress Testing by Large Financial Institutions: Current Practice and Aggregation Issues*, publication n° 14, Comité sur le système financier mondial (avril).
- (2005). *Stress Testing at Major Financial Institutions: Survey Results and Practice*, publication n° 24, Comité sur le système financier mondial (janvier).
- Borio, C., et P. Lowe (2002). « Asset Prices and Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus », document de travail n° 114, Banque des Règlements Internationaux.
- Crawford, A. (2001). « How Rigid are Nominal-Wage Rates? », document de travail n° 2001-8, Banque du Canada.
- Croke, H., S. Kamin et S. Leduc (2005). *Financial Market Developments and Economic Activity during Current Account Adjustments in Industrialized Countries*, Board of Governors of the Federal Reserve System, coll. « International Finance Discussion Papers », n° 827.
- Crow, J. (2004). « Le rétablissement de la confiance du public dans les rapports financiers : une perspective internationale – Rapport sur un rapport », *Revue du système financier*, Banque du Canada (juin), p. 69-74.
- Debs, A. (2001). « Testing for a Structural Break in the Volatility of Real GDP Growth in Canada », document de travail n° 2001-9, Banque du Canada.
- Deloitte & Touche (2003). *Projet de réglementation des marchés des titres d'emprunt : examen des sociétés membres de l'ACCOVAM – Rapport sommaire final* (juillet).
- Fonds monétaire international (2005). *Global Financial Stability Report: Market Developments and Issues*.
- Freund, C. (2000). *Current Account Adjustment in Industrialized Countries*, Board of Governors of the Federal Reserve System, coll. « International Finance Discussion Papers », n° 692.
- Fried, J., et R. Wirick (1999). « Assessing the Foreign Property Rule: Regulation without Reason », commentaire n° 133, Institut C.D. Howe.
- Kolb, R. (2000). *Futures, Options, and Swaps*, 3^e édition, Malden (Massachusetts), Blackwell.
- Longworth, D. (2002). « Inflation et macroéconomie : changements survenus entre les années 1980 et 1990 », *Revue de la Banque du Canada* (printemps), p. 3-19.
- Reid, C. (2005). « Les swaps sur défaillance et le contexte canadien », *Revue du système financier*, Banque du Canada (présente livraison).
- Statistique Canada (2001). « Les avoirs et les dettes des Canadiens : perspectives sur l'épargne au moyen des régimes de pension privés », publication n° 13-596-XIF au catalogue, Ottawa.
- Toovey, P., et J. Kiff (2003). « Le marché canadien du papier commercial adossé à des actifs : évolution et enjeux », *Revue du système financier*, Banque du Canada (juin), p. 45-51.

