



BANQUE DU CANADA

Revue du système financier

Décembre 2005



La Revue du système financier et la stabilité financière

Le système financier contribue grandement au bien-être économique de tous les Canadiens. La capacité des ménages et des entreprises de détenir et de transférer en toute confiance des actifs financiers constitue en effet l'un des fondements de l'économie canadienne. Conformément à l'engagement qu'elle a pris de favoriser la prospérité économique et financière du pays, la Banque du Canada s'attache à promouvoir activement la fiabilité et l'efficacité du système financier. Le rôle de la Banque dans cet important domaine vient compléter celui d'autres organismes fédéraux et provinciaux.

Le système financier est vaste et de plus en plus complexe. Il se compose des institutions financières (p. ex. banques, compagnies d'assurance, firmes de courtage), des marchés financiers, sur lesquels les prix sont fixés et les actifs sont négociés, et des systèmes de compensation et de règlement, qui permettent les échanges d'actifs entre les entreprises et les particuliers. L'expérience vécue de par le monde a montré que toute perturbation majeure d'au moins un de ces trois éléments (qu'elle trouve son origine au pays même ou à l'étranger) peut avoir de graves répercussions sur le système financier tout entier et, en fin de compte, sur l'ensemble de l'économie. En outre, des dysfonctionnements du système financier lui-même peuvent entraîner à la longue des coûts économiques substantiels et rendre ce système moins apte à résister aux périodes de difficultés financières. Il est donc primordial que les organismes des secteurs public et privé du Canada s'emploient à étayer solidement le système financier afin d'en assurer l'efficacité et le bon fonctionnement.

La *Revue du système financier* est l'un des instruments par lesquels la Banque du Canada cherche à favoriser la solidité à long terme du système financier canadien. Ce document rassemble les travaux que la Banque effectue régulièrement pour suivre l'évolution de ce système et analyser les orientations politiques dans le secteur financier, ainsi que des recherches visant à approfondir nos connaissances dans ce domaine. Les liens étroits qui unissent les diverses composantes de ce système sont mis en évidence par l'adoption d'une perspective large, qui englobe les marchés, les institutions financières et les systèmes de compensation et de règlement. Dans cette optique, le but de la *Revue* est de :

- permettre de mieux comprendre la situation et les tendances actuelles des systèmes financiers canadien et international, ainsi que les facteurs qui influent sur ceux-ci;
- résumer les travaux de recherche récents effectués par des spécialistes de la Banque sur certaines politiques touchant le secteur financier et sur certains aspects de la structure et du fonctionnement du système financier;
- promouvoir un débat public éclairé sur tous les aspects du système financier et renforcer le dialogue entre les organismes publics et privés dans ce domaine.

La *Revue du système financier* contribue à la fiabilité et à l'efficacité du système financier, en s'attachant à mieux faire connaître les enjeux et à encourager les discussions. La Banque du Canada invite ses lecteurs à lui faire part de leurs commentaires au sujet de cette publication.

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

5280

ISSN 1705-1290

Imprimé au Canada sur papier recyclé



BANQUE DU CANADA

Revue du système financier

Décembre 2005

Membres du Comité de rédaction

Pierre Duguay et David Longworth, présidents

Allan Crawford
Paul Fenton
Clyde Goodlet
Donna Howard
Bruce Little
Kim McPhail
Philippe Muller
John Murray
George Pickering
Larry Schembri
Denis Schuthe
Bonnie Schwab
Jack Selody
Robert Turnbull
Mark Zelmer

Eddy Cavé
Jill Moxley
Lea-Anne Solomonian
(rédacteurs)

Le Comité tient à remercier pour leur importante contribution les auteurs de passages précis de la section *Évolution récente et tendances*, de même que les membres du groupe de travail chargé de la préparation et de l'organisation de la *Revue*.

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

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

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

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

Site Web : www.banqueducanada.ca

Table des matières

Évolution récente et tendances	1
<i>Évaluation des risques planant sur le système financier</i>	3
<i>Vue d'ensemble</i>	3
<i>Principaux enjeux.....</i>	5
<i>Le contexte macrofinancier</i>	10
<i>Le système financier.....</i>	16
<i>Aspects importants de l'évolution ayant une incidence sur le système financier.....</i>	19
<i>Principal enjeu.....</i>	19
<i>Le système financier.....</i>	21
Rapports	27
<i>Introduction</i>	29
<i>Pour un renforcement de la viabilité des régimes de retraite à prestations déterminées</i>	31
<i>Utilité des microdonnées pour l'évaluation des risques dans le secteur des sociétés non financières</i>	39
L'évolution des politiques et de l'infrastructure.....	45
<i>Introduction</i>	47
<i>L'analyse de l'évolution des risques d'instabilité financière à la Banque du Canada.....</i>	49
<i>La simulation comme outil d'analyse de l'arbitrage entre sûreté et efficacité dans le Système de transfert de paiements de grande valeur du Canada</i>	57
Sommaires de travaux de recherche	67
<i>Introduction</i>	69
<i>Marchés endogènes incomplets et risques d'investissement</i>	71
<i>Une analyse de la politique de fermeture des banques défaillantes sous deux régimes réglementaires distincts</i>	75
<i>Une analyse empirique des réserves de change dans les économies émergentes d'Asie.....</i>	79

Évolution

récente et

tendances

Nota

Sauf indication contraire, les données utilisées dans le présent document sont celles qui étaient disponibles au **25 novembre 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 national. 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 *Évolution récente et tendances* 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 système. La deuxième partie de la section 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.

L'infrastructure actuelle, qui englobe la législation financière, le système juridique, les pratiques financières, le régime 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 l'ensemble de l'économie 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 l'évolution du contexte macrofinancier pourrait 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.

Évaluation des risques planant sur le système financier

Vue d'ensemble

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

Points saillants

- En général, les institutions financières, les autres sociétés et les ménages canadiens demeurent en bonne santé financière.
- Le risque d'une correction désordonnée des déséquilibres mondiaux pèse encore sur le système financier canadien. Bien que ce risque ne soit pas élevé à court terme, il demeure bien réel à moyen terme.
- Même si les marchés financiers et les prix des actifs à l'échelle du globe ont bien résisté à plusieurs chocs négatifs, dont la montée en flèche des prix de l'énergie, un revirement marqué des prix des actifs risqués est encore possible.
- Dans l'ensemble, la Banque du Canada conclut qu'il est peu probable qu'un choc ait des répercussions négatives importantes sur le système financier canadien.

Évaluation globale

Depuis la publication du dernier numéro de la *Revue du système financier*, en juin 2005, les systèmes financiers national et international sont restés robustes.

La stabilité financière a été favorisée par la conjoncture macroéconomique clémente à l'échelle mondiale. Soutenus par la solide croissance économique et le bas niveau des taux d'intérêt, les institutions financières, les autres sociétés, les économies de marché émergentes et les ménages ont pour la plupart été en mesure de maintenir ou de

consolider leur situation financière. Même si des risques majeurs subsistent, il est peu probable qu'un choc ait des répercussions négatives importantes sur le système financier canadien.

L'évolution de la conjoncture au Canada

Malgré l'appréciation passée du dollar canadien et la vive hausse des coûts de l'énergie, les bilans des sociétés non financières sont, dans l'ensemble, demeurés sains au Canada, selon une analyse des indicateurs disponibles au troisième trimestre de 2005.

De même, les risques que le secteur des ménages présente pour le système financier paraissent faibles, malgré la montée continue de leur endettement et l'augmentation marquée des dépenses liées à l'énergie. En effet, une fois actualisées, les simulations qui avaient été menées initialement à l'appui des livraisons de décembre 2003 et 2004 de la *Revue* indiquent toujours que le retour des taux d'intérêt directs à des niveaux plus normaux ne devrait pas influencer de façon sensible sur la qualité du crédit des ménages. Un renversement marqué de la tendance des prix des maisons dans les principaux marchés canadiens semble également improbable.

Dans l'ensemble, la qualité du crédit des actifs du secteur bancaire canadien, qui est demeurée excellente et avoisine les sommets cycliques atteints récemment, a continué de concourir à la solidité des résultats financiers enregistrés par les grandes banques canadiennes au premier semestre de 2005. Dans ce contexte, la conclusion d'une entente par la Banque CIBC, au troisième trimestre, en règlement de l'action collective intentée par les détenteurs de titres de la société Enron, ne modifie guère l'évaluation que fait la Banque du Canada de la robustesse du secteur bancaire canadien. Le niveau très élevé des capitaux propres dans ce secteur assure encore aux institutions une protection en cas d'évolution économique ou financière défavorable.

D'autres institutions financières au Canada, telles que les courtiers en valeurs mobilières et les compagnies d'assurance vie et d'assurance multirisque, ont aussi continué d'afficher une

forte rentabilité. Les bilans des sociétés d'assurance canadiennes ne devraient pas se ressentir beaucoup des retombées financières négatives des ouragans Katrina, Rita et Wilma.

Risques à l'échelle mondiale

Depuis la parution de la dernière livraison de la *Revue*, les marchés financiers ont subi un certain nombre de chocs défavorables, dont une montée en flèche des prix de l'énergie et l'apparition de craintes de hausse de l'inflation. Néanmoins, les marchés financiers semblent s'être adaptés sans heurt jusqu'ici à cette période d'incertitude accrue. De fait, malgré la hausse de l'incertitude attribuable à ces chocs et à d'autres perturbations, la propension au risque à l'échelle mondiale reste élevée.

Le 21 juillet, la Chine a relevé la valeur du renminbi de 2,1 % et annoncé l'instauration d'un mécanisme qui lui permettra désormais d'ajuster le taux de change de sa monnaie par rapport à un panier de devises. Cette légère réévaluation aura vraisemblablement peu d'effet sur l'état des déséquilibres mondiaux.

Même si la stabilité des systèmes financiers national et international ne semble pas menacée selon le scénario actuel, il pourrait en être autrement dans l'avenir, compte tenu de l'accentuation des déséquilibres. Depuis juin, la croissance économique mondiale et le niveau favorable des écarts de taux d'intérêt ont encouragé d'importants afflux de capitaux grâce auxquels les déséquilibres mondiaux des paiements extérieurs ont pu être financés facilement. Cette situation a eu toutefois pour effet d'exacerber ces mêmes déséquilibres; résultat, la possibilité d'une correction désordonnée de ceux-ci demeure un risque important à moyen terme.

Par ailleurs, les niveaux auxquels s'établissent les prix des actifs risqués¹ donnent à penser que les investisseurs s'attendent au maintien d'une conjoncture financière favorable. Par exemple, les écarts de taux sur les obligations de sociétés et sur la plupart des titres de dette émis par les pays à marché émergent se maintiennent depuis juin près de leurs creux cycliques. Dans ces conditions, il y a lieu de se demander si les risques financiers ne sont pas sous-évalués. Un retournement de grande ampleur des prix des actifs risqués demeure donc encore possible.

Les augmentations des prix de l'essence et du gaz naturel survenues depuis juin risquent également d'entraîner une hausse persistante de l'inflation dans certains pays. Cela pourrait mener à un revi-

vement marqué des prix des actifs risqués, si les rendements des obligations à long terme devaient grimper fortement ou si l'appétit des investisseurs pour le risque devait faiblir à l'échelle du globe.

Les grandes banques, qui jouent un rôle clé dans le système financier canadien, semblent bien placées pour faire face à d'éventuelles fluctuations défavorables des prix des actifs. D'abord, comme il a été mentionné plus haut, le secteur bancaire canadien continue d'être bien doté en capital. Ensuite, les pratiques de gestion du risque auxquelles ces institutions ont recours devraient limiter les retombées négatives de la volatilité des marchés financiers sur leur situation financière.

Les implications du maintien à de bas niveaux des taux de rendement des obligations à long terme constituent aussi une importante source de risques à surveiller. Si les facteurs actuels à l'origine du niveau élevé de l'épargne désirée à l'échelle mondiale par rapport aux investissements des entreprises devaient persister à moyen terme, les taux de rendement des obligations à long terme pourraient rester en deçà des niveaux que semblaient justifier les facteurs fondamentaux. Les implications d'un tel scénario, qui toucheraient un bon nombre des participants au système financier, sont exposées dans la présente livraison.

Les autres sources potentielles de risques sont jugées moins importantes. Il s'agit notamment du risque que font peser sur le système financier canadien une correction éventuelle des prix des maisons à l'échelle nationale ou internationale et les difficultés éprouvées par certaines sociétés non financières. Un nombre relativement restreint d'industries, dont celles de la construction automobile, des produits du bois et du papier ainsi que de la fabrication de matériel électronique et informatique, a en effet été soumis à un stress financier considérable pendant la majeure partie de la période écoulée depuis 2001. Compte tenu de la nouvelle hausse qu'a enregistrée le dollar canadien à partir du milieu de 2004 et du vif renchérissement de l'énergie et des autres matières premières, les bénéfices sont demeurés relativement faibles dans plusieurs de ces secteurs vers la fin de l'an passé et durant les trois premiers trimestres de 2005. La qualité du crédit de ces entreprises s'est donc détériorée. Mais comme les institutions financières canadiennes ont des portefeuilles bien diversifiés, elles ne devraient pas être durement touchées par la baisse de la qualité du crédit des entreprises de ces secteurs.

Dans l'ensemble, la Banque du Canada conclut que le système financier canadien demeure solide.

1. Les actifs risqués comprennent notamment les actions, les titres d'emprunt de sociétés et les titres de dette des pays à marché émergent.

Principaux enjeux

La présente section examine l'incidence potentielle de la faiblesse des taux de rendement des obligations à long terme et de la situation financière des ménages canadiens sur le système financier national.

Implications, pour le système financier, du maintien du bas niveau des taux de rendement des obligations à long terme

Préparé par Christopher Reid

Étant donné la faiblesse des rendements que rapportent les obligations d'État à l'heure actuelle, de nombreux investisseurs en quête de meilleurs résultats se sont tournés vers des actifs financiers plus risqués. De précédents numéros de la *Revue du système financier* ont fait mention de la possibilité qu'une hausse sensible des taux de rendement des obligations d'État se répercute sur d'autres marchés et déclenche une chute du prix des actifs plus risqués, laquelle serait exacerbée par l'illiquidité de ces actifs. Dans certains pays, une telle augmentation des taux de rendement pourrait par exemple être causée par une correction désordonnée des déséquilibres mondiaux ou une aggravation des risques d'inflation imputable à la récente flambée des prix de l'essence et du gaz naturel.

Bien qu'une remontée des rendements obligataires soit possible, il est important d'examiner les implications qu'aurait pour le système financier le maintien du bas niveau des taux de rendement à long terme — scénario probable si les facteurs à l'origine du niveau élevé de l'épargne désirée à l'échelle mondiale par rapport aux investissements des entreprises persistent à moyen terme. Au nombre de ces implications figurent les suivantes : faiblesse continue de la rentabilité des opérations de portage, maintien du fardeau financier que supportent les caisses de retraite, et établissement possible des prix d'actifs financiers (y compris ceux des produits offrant une protection contre la volatilité) à des niveaux qui ne pourront être soutenus.

L'aplatissement de la courbe des taux (les taux longs sont aujourd'hui à peine supérieurs aux taux courts) qui a accompagné la réduction de la détente monétaire dans de nombreux pays industriels a été accentué par la recherche de rendements élevés par les investisseurs. Une courbe aplatie érode la rentabilité des opérations de portage, qui consistent généralement à emprunter une somme à court terme à un bas taux d'intérêt pour la prêter à

long terme à un taux plus élevé². Une baisse de la profitabilité de ces opérations toucherait vraisemblablement surtout les banques et certains fonds de couverture. Les banques américaines en particulier pourraient voir leur bénéfice par action fondre de 15 ou même 25 % (Hendler, 2005). Ces institutions chercheront peut-être à compenser cette baisse en prenant davantage de risques dans d'autres secteurs, ce qui pourrait avoir des incidences sur leur solidité financière. Par exemple, de nombreuses banques américaines développent leurs activités de négociation sur les marchés financiers, y compris le marché des dérivés liés à l'énergie.

Les caisses de retraite, dont bon nombre présentent un déficit de capitalisation, continueraient de pâtir de la hausse de la valeur actualisée de leurs obligations liée à la diminution des taux de rendement des obligations à long terme. Par conséquent, elles pourraient opter pour des placements plus risqués en vue de compenser l'accroissement de leur passif par des rendements plus élevés. Par ailleurs, il se peut que la montée du coût des prestations différées affaiblisse la situation financière des promoteurs des régimes de pension³.

La courbe actuelle des taux a aussi une incidence sur l'ensemble des prix des actifs. Lorsque les rendements nominaux sans risque sont faibles, les investisseurs ont tendance à prendre davantage de risques. De telles conditions ont pour effet de soutenir les prix des actifs risqués et suscitent la crainte que le risque financier soit désormais sous-évalué et qu'un retournement de grande ampleur se produise⁴. Les écarts de taux sur le marché des obligations de sociétés sont exceptionnellement bas, et les primes associées aux différences de qualité du crédit sont négligeables. Par exemple, l'écart de rendement entre les obligations notées A et les obligations notées BBB s'élève en ce moment à quelque 30 points de base au Canada, alors qu'il s'est établi en moyenne à environ 75 points de base depuis 1998.

2. La livraison de juin 2005 de la *Revue du système financier* (Encadré 1, p. 22) contient une note d'information sur les opérations de portage.
3. Voir l'article « Pour un renforcement de la viabilité des régimes de retraite à prestations déterminées » à la page 31 du présent numéro de la *Revue* pour en savoir davantage sur les problèmes auxquels sont en butte les régimes de retraite à prestations déterminées au Canada.
4. Les prix actuels des actifs risqués s'expliquent aussi par la tenue remarquable qu'a affichée l'économie mondiale ces dernières années et par la meilleure répartition du risque que rendent possible les nouveaux instruments financiers tels que les titres garantis par des créances (Armstrong et Kiff, 2005) et les swaps sur défaillance (Reid, 2005).

Si les actifs sont mal évalués en raison de la spéculation, le maintien de bas rendements obligataires pendant une période prolongée pourrait bien amplifier les effets d'un retournement éventuel des prix des actifs risqués. En effet, tant que les prix de ces actifs demeureront élevés, le risque d'une baisse subite de leurs prix le restera également. Néanmoins, les grandes banques canadiennes semblent bien placées pour faire face à d'éventuelles fluctuations défavorables des prix des actifs. Les méthodes modernes de gestion du risque qu'elles utilisent (mesure de la valeur exposée au risque, évaluation du stress au moyen de simulations, etc.) devraient limiter les retombées négatives de la volatilité des marchés financiers sur leurs portefeuilles de négociation.

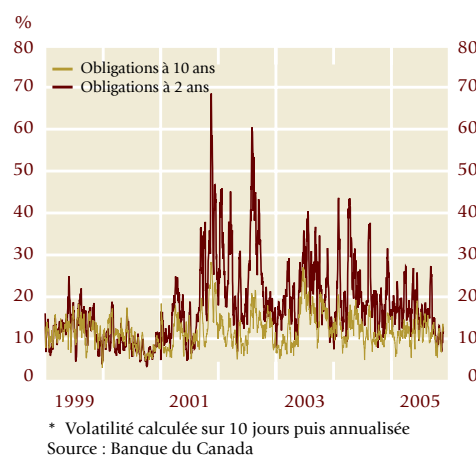
De nombreux investisseurs accroissent également les rendements qu'ils obtiennent en vendant une protection contre la volatilité par l'intermédiaire d'une foule de produits financiers. Bien que cette protection s'échange surtout sur le marché des options par le truchement de produits divers (swaptions, plafonds, planchers, etc.) ou, indirectement, par celui d'actifs contenant une composante « option » (p. ex., les titres adossés à des créances hypothécaires), elle constitue de plus en plus un instrument financier en soi (on n'a qu'à penser aux swaps sur variance). Le vendeur de protection contre la volatilité touche une prime, mais il subira une perte nette si la volatilité du marché s'accroît fortement, puisqu'il devra alors indemniser l'acheteur de protection.

Les mesures de la volatilité des taux d'intérêt n'ont cessé de diminuer depuis le sommet atteint à la fin de 2001 et demeurent près de leurs creux historiques (Graphique 1). Le recul de la volatilité s'explique probablement par plusieurs facteurs fondamentaux, comme la croissance économique soutenue. Les observations recueillies sur le terrain, notamment auprès d'acteurs du marché, donnent à penser que la quête de rendements supérieurs conduit un nombre grandissant d'investisseurs à vendre une protection contre la volatilité pour bonifier les rendements de leurs portefeuilles⁵. Le prix de ce genre de protection pourrait donc être tombé au-dessous du niveau justifié par les facteurs fondamentaux.

Le prix de ce type d'instrument peut aussi se situer à un niveau inapproprié parce que les nouveaux

5. L'achat et la vente de protection contre la volatilité ne concernaient auparavant que les investisseurs avertis, comme les fonds de couverture et les pupitres de négociation des banques de taille importante.

Graphique 1
Volatilité des rendements des obligations canadiennes à 2 ans et à 10 ans*

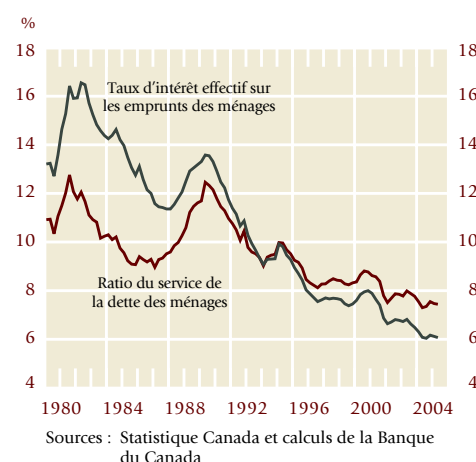


Graphique 2
Situation financière des ménages canadiens

Ratios d'endettement



Graphique 3
Endettement des ménages



arrivants sur le marché méconnaissent et, partant, jaugent mal les risques associés à la vente de protection. Une hausse sensible de la volatilité engendrerait vraisemblablement des pertes considérables pour certains investisseurs, en particulier ceux qui ont vendu « à découvert »⁶ une protection contre la volatilité sans bien comprendre les risques inhérents à une telle stratégie. Ces pertes entraîneraient à leur tour un accroissement du risque de contrepartie, ce qui pourrait avoir des répercussions négatives sur le système financier. Il est donc possible que le recours croissant à la vente de protection contre la volatilité ait accentué la vulnérabilité de certains participants au système financier face à un important choc financier.

En résumé, le maintien à de bas niveaux des taux de rendement des obligations à long terme pourrait donner lieu à une redistribution des risques entre les diverses activités du secteur bancaire, exercer une pression sur les régimes de retraite et contribuer à une surévaluation des actifs risqués et à une sous-évaluation de la protection vendue contre la volatilité. Les risques que ce scénario fait peser sur le système financier à moyen terme doivent par conséquent continuer d'être soupesés avec soin.

La situation financière du secteur canadien des ménages — automne 2005

Préparé par Virginie Traclet et Dylan Hogg

La santé financière du secteur canadien des ménages revêt une importance non négligeable pour les banques au pays en raison de leur forte exposition à ce secteur. L'endettement croissant des ménages figure souvent parmi les motifs d'inquiétude évoqués. La livraison de décembre 2004 de la *Revue du système financier* contenait une analyse de la situation financière des ménages canadiens, dont voici une mise à jour. Nos conclusions sont sensiblement les mêmes que l'an dernier : malgré une nouvelle hausse de l'endettement, le retour des taux d'intérêt directs à des niveaux plus normaux ne devrait pas influencer de façon sensible sur la capacité des ménages d'assurer le service de leurs dettes. En outre, un renversement marqué de la tendance des prix des maisons dans les principaux marchés canadiens est improbable. Par conséquent, les risques que le secteur des ménages présente pour le système financier du pays paraissent toujours faibles.

6. Par exemple, la vente « à découvert » d'une option d'achat signifie que le vendeur de l'option ne possède pas l'actif sous-jacent qu'il s'est engagé à livrer.

Le service de la dette des ménages

Au cours des douze derniers mois, les prêts aux ménages, qui englobent le crédit hypothécaire et le crédit à la consommation, ont poursuivi leur forte progression. L'endettement des ménages a crû plus rapidement que leur revenu; ainsi, au deuxième trimestre de 2005, le ratio de la dette au revenu disponible a atteint un nouveau sommet, à 124,5 % (Graphique 2). Toutefois, grâce à la hausse concomitante de la valeur des actifs, le ratio de la dette totale à l'actif total est resté relativement stable, à environ 17 %, par rapport à la même période l'an dernier (Graphique 2).

L'essor pris par les lignes de crédit personnelles depuis 1999 aux dépens des prêts personnels et des prêts sur cartes de crédit, généralement assortis de taux d'intérêt plus élevés et de structures de paiements moins souples, a marqué l'évolution des crédits aux ménages. L'utilisation accrue des lignes de crédit a des retombées favorables sur le bien-être, car elle permet aux ménages de mieux répartir leur consommation au fil du temps et de réduire le coût du service de leurs dettes⁷.

De fait, malgré l'augmentation de l'endettement, le coût estimatif du service de la dette demeure très faible : les paiements d'intérêts représentaient 7,6 % du revenu disponible des ménages au deuxième trimestre de 2005, ce qui est à peine plus que le creux historique de 7,3 % constaté à la même période en 2004 (Graphique 3).

Pour évaluer l'aptitude des ménages à s'acquitter de leurs dettes, la surveillance de certains indicateurs du stress financier qu'ils ressentent (tels que le taux d'impayés sur les cartes de crédit, les arriérés de prêts hypothécaires et les prêts douteux) peut aussi s'avérer utile (Graphique 4). D'après ces indicateurs, il n'y a pas lieu de s'inquiéter. Fait à souligner, le pourcentage des prêts à la consommation douteux a fortement reculé depuis trois ans.

Les taux d'intérêt devraient augmenter au fur et à mesure que le degré de détente monétaire sera réduit. Il importe donc de jauger la capacité des ménages d'honorer leurs obligations financières dans un contexte de hausse du loyer de l'argent. Pour ce faire, nous avons simulé l'effet d'une telle hausse sur le ratio du service de la dette des

7. La multiplication des lignes de crédit personnelles a aussi été favorisée par la hausse du prix des maisons, qui facilite l'accès et le recours au crédit garanti. On trouvera plus loin une analyse de l'évolution du marché immobilier résidentiel.

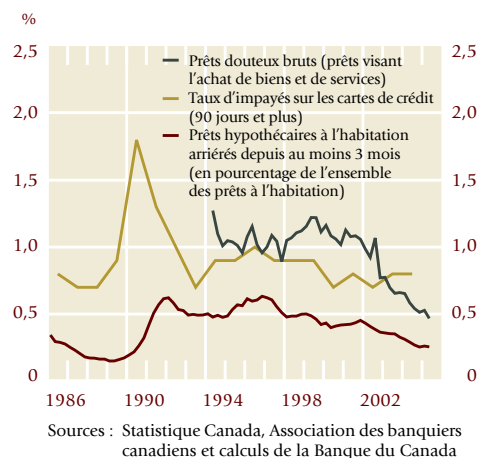
ménages (Graphique 5)⁸ en envisageant deux scénarios : un passage graduel du taux cible du financement à un jour à une fourchette de 4 à 6 %, dont le point médian est 5 %; et un scénario de stress où ce taux fait un bond à 9 %, analogue à celui qui s'était produit en 1994-1995, puis redescend à 5 %. Dans le premier scénario, le ratio s'accroît pour s'inscrire dans une fourchette de 8,5 à 10 % d'ici le début de 2008 et se stabilise quelque part entre 8,8 et 11,3 % d'ici 2011. Ces niveaux demeurent en deçà des sommets atteints en 1981 et en 1990 et avoisinent la valeur moyenne enregistrée de 1980 à 2004. Dans le scénario de stress, le ratio du service de la dette grimpe rapidement à 12 %, puis redescend pour s'établir à un peu plus de 10 %, toujours en deçà des sommets antérieurs.

Dans ces simulations, le ratio du service de la dette monte seulement d'un demi-point de pourcentage de plus, environ, que dans celles présentées dans le numéro de décembre 2004 de la *Revue*. Si ce ratio devait augmenter autant que dans le scénario de stress, ou même autant que si le taux à un jour passait à la limite supérieure envisagée dans l'autre scénario, la qualité du crédit des ménages pourrait s'en trouver altérée. De plus, la sensibilité de ces derniers à un niveau particulier de ce ratio pourrait différer de ce qu'elle était en 1980 ou en 1990. Le renchérissement de l'énergie a ébranlé la confiance des consommateurs cet automne et pourrait avoir atténué la capacité de certains ménages d'assurer le service de leurs dettes pour un ratio donné. Néanmoins, leur capacité à rembourser leurs dettes reste très largement déterminée par la régularité des revenus qu'ils perçoivent. À cet égard, les perspectives actuelles concernant les conditions économiques demeurent favorables.

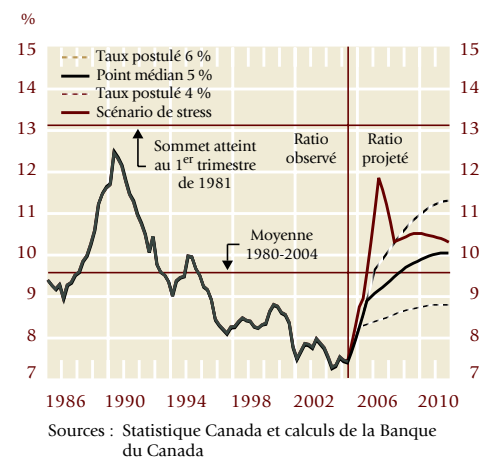
Globalement, nos résultats n'indiquent pas que la capacité des ménages d'assurer le service de leurs dettes s'est détériorée. Il faut cependant souligner que l'évaluation qui précède se fonde sur l'analyse d'indicateurs très généraux de la situation financière des ménages. Bien que ce type d'analyse fournisse une information utile, la distribution des niveaux d'endettement et de revenu parmi les ménages pourrait avoir pour le système financier des implications notables que ne font pas apparaître les données globales. Deux facteurs sont de nature à rassurer : le segment des prêts hypothécaires

8. L'Encadré 1 du numéro de décembre 2004 de la *Revue* décrit la méthode employée pour mener ces simulations. L'une des principales hypothèses veut que le ratio de la dette au revenu demeure à son niveau actuel pendant la période envisagée. Il en découle que toute variation des taux d'intérêt au cours de la période n'aurait aucune incidence sur le revenu global par rapport à l'endettement.

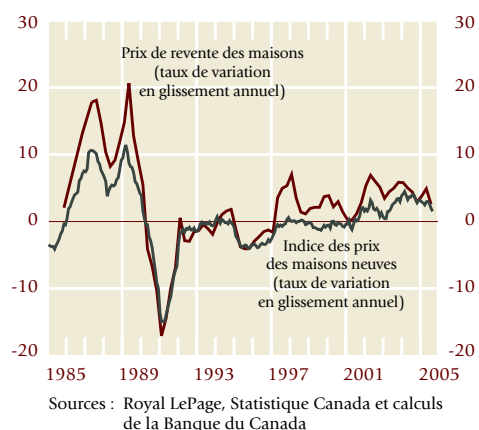
Graphique 4
Indicateurs financiers canadiens



Graphique 5
Ratio du service de la dette projeté selon différents scénarios d'évolution du taux du financement à un jour

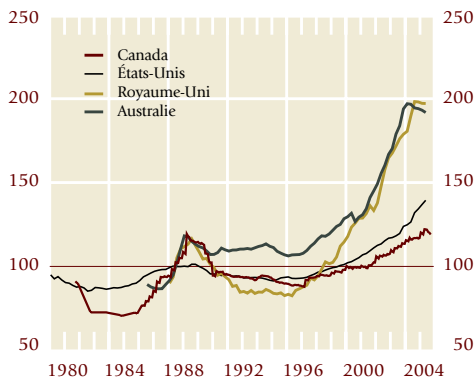


Graphique 6
Évolution des prix réels des maisons



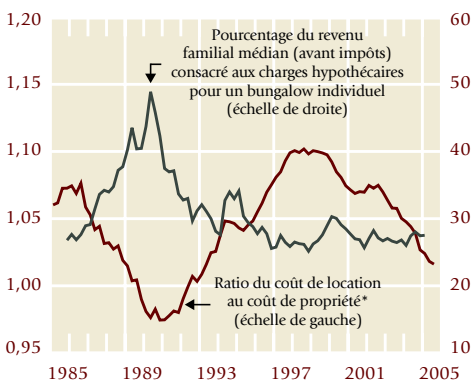
Graphique 7
Évolution des prix réels* des maisons existantes dans divers pays

Base 100 de l'indice = 1988



* Calculés au moyen de l'indice des prix à la consommation du pays considéré
Sources : Banque du Canada et Royal LePage (données relatives au Canada); Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO) (données relatives aux États-Unis); Australian Bureau of Statistics (données relatives à l'Australie); Cabinet du vice-premier ministre (données relatives au Royaume-Uni)

Graphique 8
Accessibilité à la propriété et au logement



* Ce ratio équivaut au quotient de la composante « logement locatif » de l'IPC par la composante « logement en propriété » du même indice.
Source : Statistique Canada

comportant un risque de crédit élevé est relativement restreint au Canada; en outre, les bailleurs de fonds spécialisés dans ce segment du marché hypothécaire visent surtout, semble-t-il, la clientèle des emprunteurs dont la qualité du crédit se classe tout juste derrière celle des emprunteurs de premier ordre⁹.

Les prix des maisons

L'évolution des prix des maisons peut avoir une incidence considérable sur la santé financière des ménages et, partant, sur celle des institutions prêteuses. Il n'y a là rien d'étonnant, puisque les biens immobiliers constituent l'actif le plus important des ménages¹⁰. Il convient donc de suivre de près cette évolution afin de déterminer la capacité des ménages canadiens d'honorer leurs obligations financières futures.

Après avoir connu une longue période de stabilité au cours de la décennie 1990, les prix des maisons se sont remis à progresser au Canada ces dernières années. Les gains ont toutefois été beaucoup plus modestes et graduels que ceux enregistrés au Canada à la fin des années 1980 (Graphique 6), et nettement moins substantiels que ceux observés dans plusieurs autres pays (Graphique 7). En outre, ils semblent avoir été favorisés par des facteurs fondamentaux, dont l'élévation du revenu disponible réel pendant la seconde moitié de la décennie 1990 et la faiblesse des taux d'intérêt. De plus, les signes d'activité spéculative sur le marché canadien des maisons sont peu nombreux comparativement à la fin des années 1980¹¹. La plupart de ceux qui achètent une maison le font dans le but de l'occuper, et parce que l'accession à la propriété est beaucoup plus abordable que dans le passé (voir l'indice d'accessibilité illustré au Graphique 8)¹². Enfin, signalons que le rythme d'augmentation des prix sur le marché immobilier résidentiel s'est ralenti récemment : au deuxième trimestre de 2005, les prix de revente corrigés de l'inflation ont gagné 4,4 % par rapport à la période

9. Voir à la page 19 de la présente livraison l'analyse du marché canadien des prêts hypothécaires à risque.
10. Au second trimestre de 2005, les biens immobiliers représentaient environ 38 % des avoirs totaux des ménages.
11. Bien sûr, certaines propriétés sont acquises à des fins de placement et mises en location après l'achat. Selon les estimations de la Société canadienne d'hypothèques et de logement, quelque 20 % des logements en copropriété à Toronto sont voués à des fins locatives (SCHL, 2004).
12. La propriété est ainsi devenue accessible à une clientèle plus large, dont les jeunes et les personnes seules. Aussi la demande émanant d'acheteurs de première maison a-t-elle fortement augmenté. Voir Royal LePage (2004 et 2005).

correspondante de 2004, ce qui est bien inférieur au chiffre de 6,9 % pour le second trimestre de 2002; quant aux prix des habitations neuves, leur rythme de progression n'a pas cessé de décélérer depuis juin 2004 (Graphique 6).

Cette évolution cadre avec l'amélioration de l'offre sur le marché des maisons neuves — dont témoigne l'accroissement graduel du nombre de logements achevés depuis peu mais qui ne sont pas encore occupés — et sur le marché de la revente (Graphique 9). Elle est aussi compatible avec une détente des marchés locatifs partout au pays, que confirme la montée du taux national d'inoccupation des logements locatifs (entre 2001 et 2004, ce taux est passé de 1,6 à 2,7 %). Le renchérissement des maisons et la détente des marchés locatifs ont contribué à faire diminuer progressivement le ratio du coût de location au coût de propriété (Graphique 8)¹³. Ce facteur pourrait amener certains à renoncer à leur projet d'achat, et l'augmentation du prix des maisons s'en trouverait ralentie.

Ces différents facteurs donnent à penser qu'un renversement marqué de la tendance des prix des maisons est improbable au Canada. Certes, l'analyse n'exclut pas que des déséquilibres puissent exister dans certaines régions ou dans des compartiments précis du marché canadien des maisons. Mais tout bien considéré, les risques que l'évolution de ce marché fait peser sur le système financier demeurent limités.

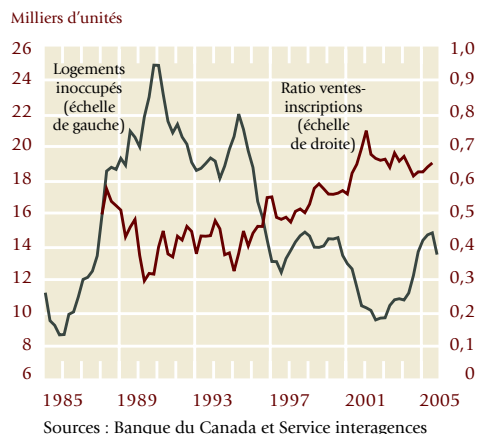
Le contexte macrofinancier

L'expansion de l'économie mondiale s'est poursuivie à un rythme vigoureux au cours des derniers mois. Néanmoins, l'incertitude économique et financière s'est accentuée sous l'effet de l'augmentation des cours de l'énergie.

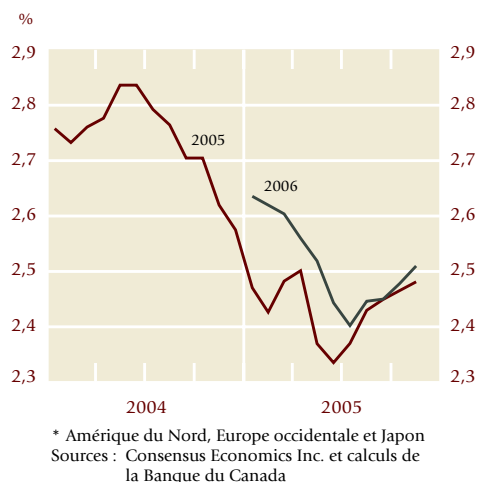
L'évolution de la conjoncture internationale

Malgré le renchérissement de l'énergie, les prévisions relatives à la progression économique des pays industrialisés en 2006 ont été revues à la hausse depuis la parution de la livraison de juin 2005 de la *Revue du système financier* (Graphique 10). L'activité dans de nombreux marchés émergents devrait aussi demeurer robuste, surtout en Asie, et les perspectives au Japon se sont améliorées sensiblement. Les projections de croissance aux États-Unis restent solides en dépit des contrecoups

Graphique 9
Indicateurs de l'offre de logements

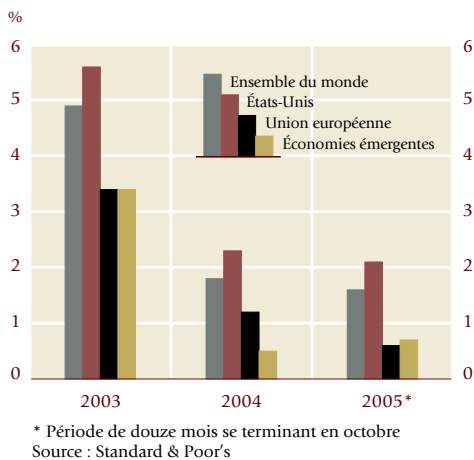


Graphique 10
Évolution des prévisions de Consensus Economics concernant la croissance annuelle des économies industrialisées*



13. Ce ratio correspond au quotient de la composante « logement locatif » de l'IPC par la composante « logement en propriété » du même indice.

Graphique 11
Taux de défaillance à l'égard des obligations de la catégorie spéculative



du passage de trois ouragans. Les acteurs des marchés financiers s'attendent par conséquent à ce que le taux des fonds fédéraux dans ce pays soit porté à environ 4,75 % d'ici le milieu de l'an prochain.

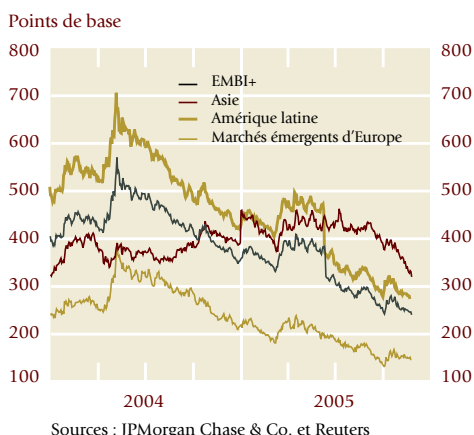
Les bénéfices élevés des sociétés et les conditions de financement favorables continuent de concourir au recul de divers indicateurs de stress financier, tels les taux de défaillance. Selon Standard & Poor's, le taux de défaillance mondial des sociétés émettrices de titres spéculatifs, calculé à partir d'une moyenne mobile sur douze mois, a été de 1,6 % en octobre, ce qui est comparable au plus bas niveau depuis huit ans enregistré en mars dernier (Graphique 11). Ce taux est encore nettement au-dessous de la moyenne à long terme (1981-2004) de 4,96 %.

Les marchés émergents

Les écarts de rendement sur les obligations émanant des économies émergentes, tels qu'ils sont mesurés par l'indice obligataire des marchés émergents (EMBI), ont touché un creux historique de 238 points de base le 25 novembre et demeurent ainsi bien en deçà de la moyenne historique de 705 points de base observée depuis 1998 (Graphique 12). Cette chute de l'indice EMBI s'explique en partie par le redressement général des conditions macroéconomiques dans les économies émergentes, mais elle reflète aussi le niveau très bas des rendements obligataires dans les pays industrialisés, niveau qui a incité les investisseurs à se tourner vers les obligations à rendement plus élevé émises par les pays à marché émergent. Cette quête de rendement de la part des investisseurs a donné lieu à une reconfiguration des portefeuilles au profit d'actifs plus risqués, comme les obligations des pays à marché émergent, ainsi que le montre l'afflux important de nouveaux capitaux sur le marché secondaire des obligations incluses dans l'indice EMBI. Selon les prévisions de l'Institute of International Finance, les flux nets de capitaux privés vers les marchés émergents atteindront le chiffre record de 345 milliards de dollars É.-U. en 2005 et dépasseront par le fait même le précédent sommet de 323 milliards de dollars É.-U., enregistré en 1996, avant la crise asiatique.

Bien que ces écarts soient demeurés faibles depuis deux ans, il pourrait en être autrement à l'avenir. En effet, le bas niveau des taux d'intérêt réels dans les économies industrialisées et l'abondance des liquidités sont cycliques. Par ailleurs, la propension des investisseurs à prendre des risques peut changer. À mesure que les banques centrales resserreront les conditions monétaires dans nombre de pays industrialisés, il faudra s'attendre à ce que les facteurs économiques fondamentaux de nombreux marchés émergents déterminent davantage

Graphique 12
Écarts de taux relatifs aux obligations souveraines



l'ampleur des écarts de rendement. Dans cette perspective, les craintes se sont ravivées que les prix des actifs aient été surévalués au regard des données fondamentales. La voie étant alors ouverte pour une possible liquidation de titres des marchés émergents, la volatilité de ces actifs s'en trouverait accentuée et leurs prix soudainement dépréciés. En pareil cas, le système financier canadien ne serait probablement que peu touché directement. Rappelons, par exemple, que l'encours des créances des banques canadiennes sur les marchés émergents représente seulement 2,5 % de l'ensemble des avoirs de ces établissements.

L'évolution de la conjoncture en Asie

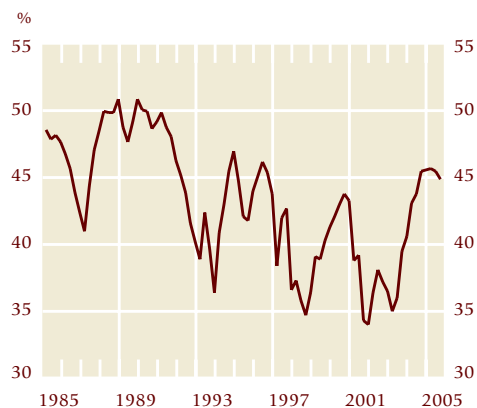
La résorption des déséquilibres mondiaux continue d'être un enjeu fondamental pour la stabilité du système financier international. Deux éléments faciliteraient une correction ordonnée : une flexibilité accrue des taux de change et une hausse de la demande intérieure (ou une réduction de l'épargne des ménages) en Asie. La Chine a relevé la valeur du renminbi de 2,1 % le 21 juillet et annoncé l'instauration d'un mécanisme qui lui permettra désormais d'ajuster le taux de change de sa monnaie par rapport à un panier de devises. Les retombées budgétaires de l'augmentation des subventions à la consommation d'énergie ont renforcé la pression qui s'exerce sur le taux de change de certaines monnaies asiatiques. Parallèlement, le fait que la population japonaise accueille favorablement l'initiative du gouvernement de privatiser les activités d'épargne et d'assurance de la poste nationale est de bon augure pour l'avenir des réformes économiques et la poursuite de la croissance dans ce pays (Graphique 13). Il reste que la correction des déséquilibres mondiaux risque d'exiger un rajustement plus étendu des taux de change et de l'épargne en Asie.

Les États-Unis

Aux États-Unis, ce sont les répercussions économiques des ouragans, l'escalade des prix des maisons et la montée des attentes d'inflation qui ont retenu l'attention récemment.

Certaines régions des États-Unis connaissent des hausses du prix nominal des maisons qui paraissent dépasser l'ampleur des variations des données fondamentales sous-jacentes. De 1997 à 2005, l'indice national des prix des maisons a enregistré une augmentation de 75 %, qui est largement attribuable à l'envolée des prix en Californie (160 %), au Massachusetts (126 %) et dans l'État

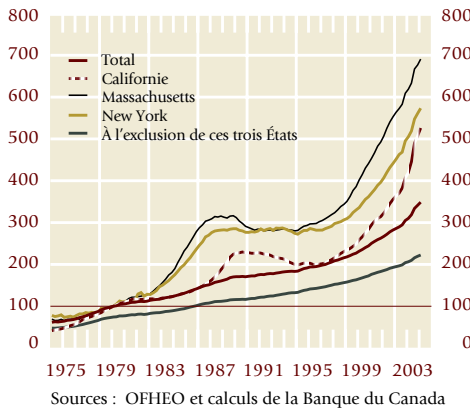
Graphique 13
Indice de confiance des consommateurs* : Japon
Données désaisonnalisées



* Échelle allant de 0 % (tous les consommateurs s'attendent à ce que les conditions se détériorent) à 100 % (tous les consommateurs s'attendent à ce qu'elles s'améliorent)
Sources : Thomson Financial Datastream et Bureau du Cabinet

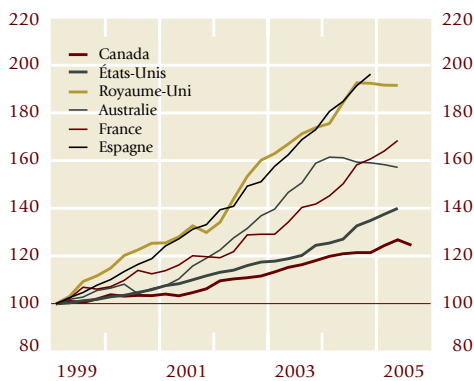
Graphique 14
Indice des prix des maisons : États-Unis

Base 100 de l'indice = 1^{er} trim. de 1980



Graphique 15
Évolution des prix réels* des maisons dans divers pays

Base 100 de l'indice = 1^{er} trim. de 1999



* Calculés au moyen de l'indice des prix à la consommation du pays considéré
Sources : Banque du Canada et Royal LePage (données relatives au Canada); OFHEO (données relatives aux États-Unis); Australian Bureau of Statistics (données relatives à l'Australie); Cabinet du vice-premier ministre (données relatives au Royaume-Uni); INSEE (données relatives à la France); Banque d'Espagne (données relatives à l'Espagne)

de New York (103 %) (Graphique 14)¹⁴. Si l'on exclut ces trois États, le renchérissement au cours de la même période s'élève à 53 %.

Le relèvement des taux directeurs et des attentes d'inflation pourrait faire grimper les taux hypothécaires et, ainsi, modérer les prochaines hausses des prix des maisons aux États-Unis. D'un autre côté, les changements récents observés dans certains pays comme le Royaume-Uni et l'Australie, où la valeur des maisons s'était fortement appréciée, tendent à montrer que l'ajustement du marché peut être relativement graduel et modeste et n'avoir qu'un effet négligeable sur la santé globale du système financier national (Graphique 15). Le rajustement possible des prix des maisons aux États-Unis ne paraît donc pas de nature à ébranler la stabilité du système financier américain dans son ensemble¹⁵.

Il est difficile pour l'instant d'évaluer toutes les conséquences des ouragans Katrina, Rita et Wilma sur le système financier des États-Unis. L'Insurance Information Institute prévoit que le nombre de déclarations de sinistre attendues excédera aisément le précédent record de deux millions, établi après le passage des quatre tempêtes qui avaient frappé la Floride en 2004. Selon les premières estimations, les pertes assurées pourraient être supérieures à 50 milliards de dollars É.-U.¹⁶. Cette somme dépasse de loin les pertes provoquées par l'ouragan Andrew en 1992, qui ont fini par entraîner la faillite de certains assureurs confrontés à une trop grande concentration de risques. Depuis lors, toutefois, le secteur de l'assurance a adopté des méthodes de gestion des risques qui limitent la concentration des risques à des niveaux acceptables. C'est pourquoi Standard & Poor's ne s'attend pas à ce que les sociétés d'assurance et de réassurance visées par la série d'ouragans de 2005 connaissent des problèmes de solvabilité (Standard & Poor's, 2005). Par contre, les faillites personnelles et commerciales causées par ces ouragans sont, pour le système financier, une source de stress plus probable. On ne connaîtra l'ampleur des

14. Les données de l'OFHEO ne portent que sur les prêts hypothécaires inférieurs à 360 000 \$. Or, comme dans plusieurs régions métropolitaines (spécialement en Californie), les acheteurs doivent emprunter bien au-delà de ce seuil, il se pourrait que l'indice sous-estime le poids réel de la Californie dans le marché immobilier du pays.
15. D'autres facteurs sont également susceptibles d'amplifier l'effet qu'une baisse des prix des logements pourrait avoir sur le système financier américain. Mentionnons la présence accrue de produits hypothécaires novateurs et l'assouplissement des pratiques traditionnelles de prise ferme de prêts. Voir à ce sujet Schmidt Bies (2005).
16. Insurance Information Institute (octobre 2005)

faillites qu'avec la publication du nombre de particuliers et d'entreprises non assurés.

Le système financier canadien semble en mesure d'absorber facilement le choc d'un éventuel ajustement des prix des maisons aux États-Unis ou les retombées négatives des ouragans récents. En effet, les investissements des banques canadiennes dans l'ensemble du secteur privé américain (ménages et entreprises) ne représentent qu'environ 10 % du total de leurs actifs, et seule une très faible part de ces derniers serait touchée¹⁷.

L'économie canadienne

La croissance de l'activité s'est accélérée au deuxième trimestre de 2005 (Graphique 16), si bien que la Banque considère maintenant que l'économie canadienne tournait aux limites de sa capacité au milieu de l'année (voir la livraison d'octobre 2005 du *Rapport sur la politique monétaire*). L'expansion économique devrait continuer d'être alimentée principalement par des hausses substantielles de la demande intérieure finale. Par ailleurs, les retombées négatives de l'appréciation passée du dollar canadien sur les exportations nettes en termes réels s'atténueront probablement en 2006 et 2007.

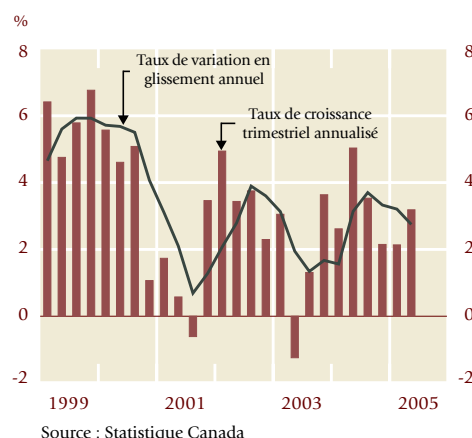
Le secteur des entreprises

Les bilans des sociétés non financières sont demeurés sains durant les trois premiers trimestres de 2005. Celles-ci affichent une rentabilité solide depuis le début de 2004, et le ratio des emprunts aux capitaux propres est resté à un très bas niveau depuis le début de l'année (Graphique 17).

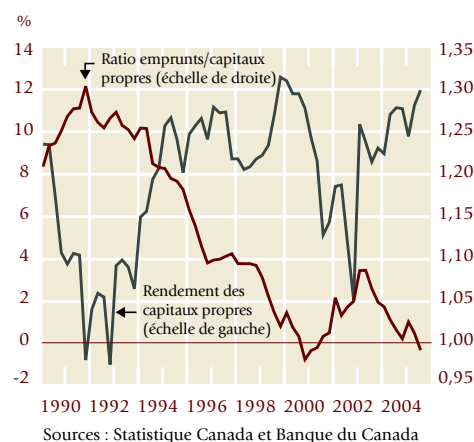
Pendant les neuf premiers mois de 2005, les bénéfices des entreprises sont demeurés assez élevés dans la plupart des secteurs peu ouverts au commerce international ainsi que dans ceux de l'extraction pétrolière et gazière (Graphique 18). Dans quelques industries productrices de matières premières non énergétiques, toutefois, les profits ont reculé par rapport aux très hauts niveaux atteints au deuxième semestre de 2004, en raison notamment de l'appréciation passée du dollar canadien et de l'augmentation prononcée des coûts de l'énergie et des matières premières.

Par comparaison, les marges bénéficiaires sont restées faibles dans la plupart des secteurs (autres que celui des produits de base) fortement exposés à la concurrence internationale. Bon nombre de sociétés dans ces secteurs ont continué de s'ajuster à l'appréciation passée du dollar canadien, aux

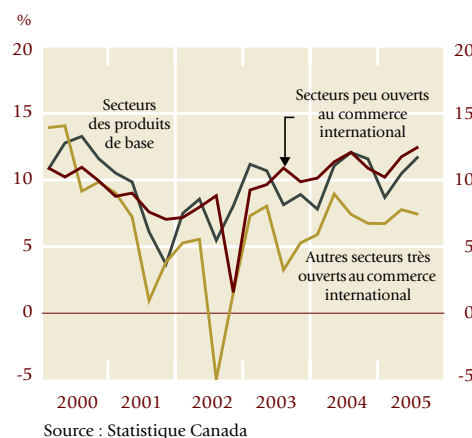
Graphique 16
Croissance du PIB réel au Canada



Graphique 17
Situation financière des sociétés non financières canadiennes



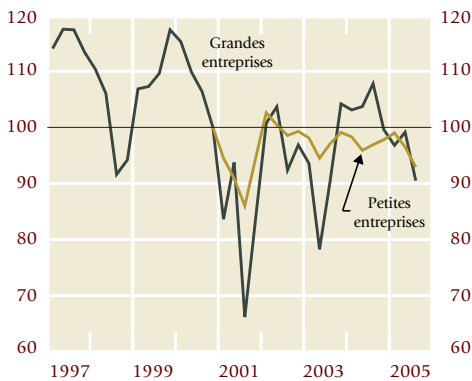
Graphique 18
Statistiques financières trimestrielles des entreprises : taux de rendement des capitaux propres dans différents secteurs



17. Lire la section consacrée aux institutions financières, à la page 17 de la présente livraison, qui traite plus en détail des contrecoups du passage des récents ouragans.

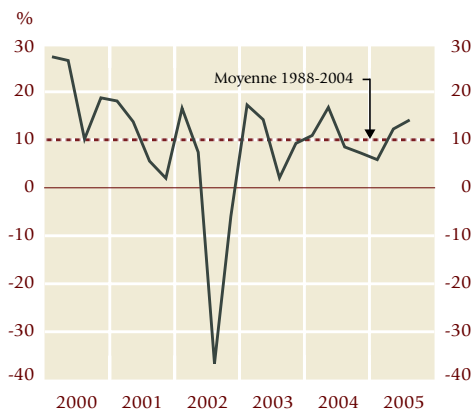
Graphique 19
Confiance des entreprises canadiennes

Base 100 de l'indice = 4^e trim. de 2000



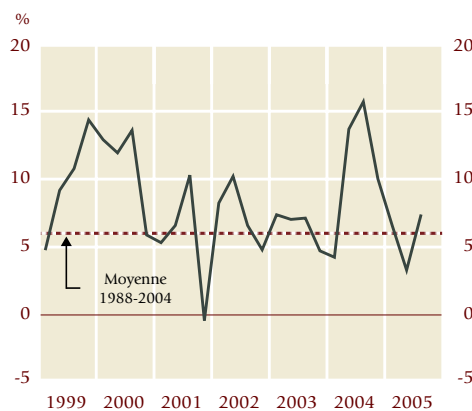
Sources : Conference Board du Canada et FCEI Recherche

Graphique 20
Rendement des capitaux propres dans le secteur de la construction automobile



Source : Statistique Canada

Graphique 21
Rendement des capitaux propres dans le secteur de la fabrication de produits en bois et en papier



Source : Statistique Canada

coûts élevés de l'énergie et des matières premières, et à l'intensification de la concurrence livrée par les pays à marché émergent.

Bien que la rentabilité se soit maintenue à un assez haut niveau dans l'ensemble, la confiance des grandes entreprises s'est repliée depuis le troisième trimestre de 2004 (Graphique 19). La confiance des petites entreprises s'est également érodée depuis le début de 2005, en partie à cause du renchérissement marqué du carburant.

Les secteurs industriels

Un certain nombre d'industries, dont celles de la construction automobile, des produits du bois et du papier ainsi que de la fabrication de matériel électronique et informatique, ont été soumises à un stress financier considérable pendant la majeure partie de la période écoulée depuis 2001. Environ 12 % du crédit total aux entreprises non financières et quelque 12 % de l'ensemble des prêts et découverts consentis par le secteur bancaire canadien aux sociétés non financières sont concentrés dans ces industries. Ainsi, même si les ajustements peuvent s'avérer pénibles pour les entreprises directement touchées, ces secteurs ne font peser qu'un risque limité sur la stabilité du système financier.

La nouvelle hausse qu'a enregistrée le dollar canadien à partir du milieu de 2004 de même que la vive montée des coûts de l'énergie et des autres matières premières ont néanmoins aggravé les difficultés de ces industries.

La rentabilité du secteur canadien de l'automobile a oscillé, dans l'ensemble, autour de sa moyenne sur 16 ans (Graphique 20). Cependant, de nombreux fournisseurs de pièces automobiles au Canada (et aux États-Unis) éprouvent toujours de graves difficultés financières. Pour la plupart d'entre eux, le problème tient en bonne partie au fait que les constructeurs américains, confrontés à la hausse substantielle des coûts liés aux régimes de retraite et de soins de santé, ne cessent de faire pression sur leurs fournisseurs pour qu'ils abaissent leurs prix¹⁸.

Les bénéfices ont fortement chuté dans les industries du bois et du papier depuis le troisième trimestre de 2004, sous l'influence de facteurs tels que le raffermissement du dollar canadien et la vive progression des coûts de l'énergie (Graphique 21). De nombreuses sociétés papetières se livrent d'ailleurs à une importante restructuration de leurs opérations.

18. General Motors a récemment annoncé un train de mesures destinées à comprimer ses coûts.

Durant les trois premiers trimestres de 2005, les marges bénéficiaires des fabricants de produits électroniques et informatiques sont demeurées bien inférieures à ce qu'elles sont normalement (Graphique 22). L'appréciation du dollar canadien et la concurrence soutenue de la part des pays à marché émergent continuent d'exercer une forte pression à la baisse sur la rentabilité.

La nette augmentation du coût du carburant observée récemment devrait aussi avoir des effets négatifs non négligeables sur la rentabilité de l'industrie canadienne du transport aérien.

Par ailleurs, les producteurs de céréales se ressentent de la faiblesse du prix des céréales sur le marché mondial, de la montée du dollar canadien, de la hausse marquée des coûts de l'énergie et du fret ainsi que de la qualité inférieure à la normale de la récolte de cette année dans l'Ouest canadien¹⁹.

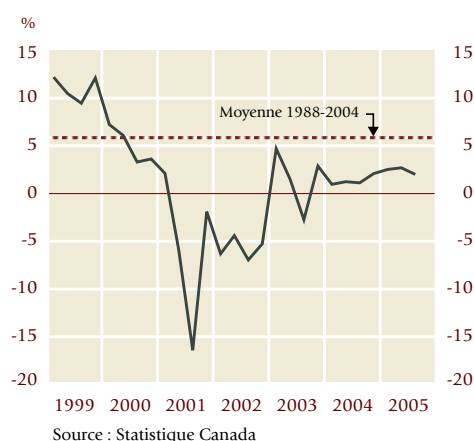
Le système financier

Les marchés financiers

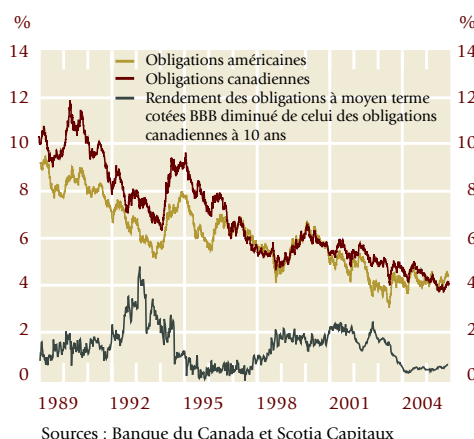
Depuis la parution de la dernière livraison de la *Revue*, les marchés financiers internationaux ont subi un certain nombre de chocs défavorables, dont une montée en flèche des prix de l'énergie et l'apparition de craintes de hausse de l'inflation. Au Canada, les discussions entourant le traitement fiscal des fiducies de revenu sont venues accentuer l'incertitude qui plane sur les marchés financiers.

Les prix des obligations d'État ont fléchi, en particulier ceux des obligations à long terme du Trésor américain, dont les rendements se situent aujourd'hui à un niveau bien supérieur à celui de juin 2005. Les prix des actions ont poursuivi leur ascension à l'échelle internationale, soutenus en partie par la solidité des bénéfices, notamment dans le secteur énergétique. Les indices boursiers américains se sont laissés distancer quelque peu, principalement en raison de l'augmentation des taux d'intérêt et de l'intensification des craintes d'inflation aux États-Unis. Toutefois, la propension au risque des investisseurs reste relativement élevée. On constate, par exemple, que les écarts de taux (hors secteur automobile) se maintiennent près de leurs creux cycliques (Graphique 23).

Graphique 22
Rendement des capitaux propres dans le secteur de la fabrication de matériel électronique et informatique

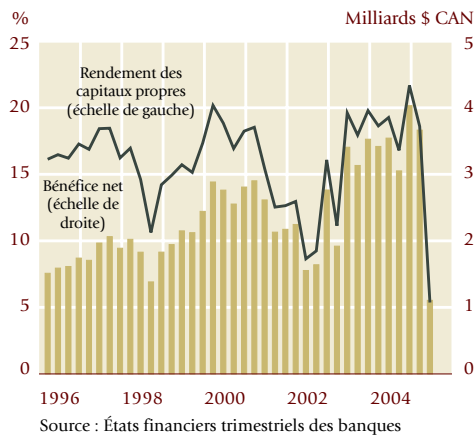


Graphique 23
Rendement des obligations canadiennes et américaines à 10 ans et écart de taux relatif aux obligations à rendement élevé des sociétés canadiennes

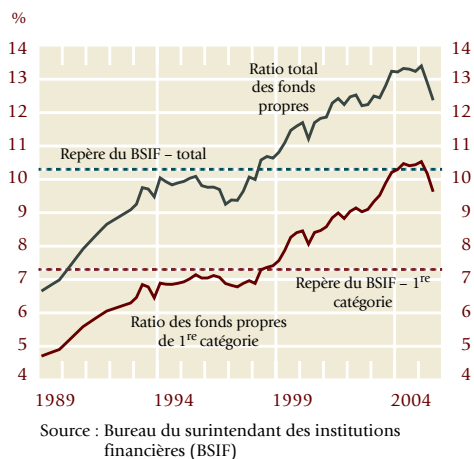


19. Le gouvernement fédéral a dévoilé dernièrement les grandes lignes d'un programme d'aide à l'intention des producteurs de céréales et de graines oléagineuses.

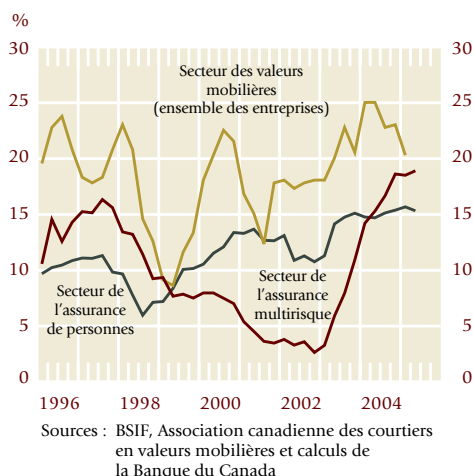
Graphique 24
Bénéfices des banques



Graphique 25
Ratios de fonds propres des banques implantées au Canada



Graphique 26
Rendement des capitaux propres
Moyenne mobile sur quatre trimestres



Jusqu'ici, les marchés financiers internationaux semblent s'adapter sans heurt à cette période d'incertitude accrue. Néanmoins, ils demeurent confrontés à d'autres sources de risque, dont la possibilité d'une correction désordonnée des déséquilibres mondiaux et les retombées négatives de la quête continue de rendements supérieurs par les investisseurs²⁰.

Les institutions financières

Au troisième trimestre de 2005, les résultats financiers combinés des grandes banques se sont nettement détériorés (Graphique 24). La baisse des profits des banques tenait en grande partie à la somme de 2,5 milliards de dollars canadiens que la Banque CIBC a retranchée de ses bénéfices, à la suite de la conclusion d'une entente de principe en règlement de l'action collective intentée en 2003 par les détenteurs de titres de la société Enron²¹. La Banque CIBC a fait savoir qu'une fois cette charge importante comptabilisée, le ratio de ses fonds propres de première catégorie se situerait encore au-dessus du niveau minimal établi dans la ligne directrice du BSIF en matière d'adéquation du capital (CIBC, 2005).

Les implications de la passation en charges effectuée par la Banque CIBC ne modifient pas l'évaluation que fait la Banque du Canada de la robustesse globale à long terme du système bancaire. Les grandes banques canadiennes ont enregistré d'excellents résultats financiers au premier semestre de 2005, le taux de rendement moyen de leurs capitaux propres s'étant établi à environ 20 %. Leur stratégie de diversification des activités a continué de soutenir la solidité de leurs résultats. La qualité du crédit de leurs actifs semble aussi se maintenir. En outre, le niveau très élevé des capitaux propres dans ce secteur assure aux institutions une protection en cas d'évolution économique ou financière défavorable (Graphique 25).

Les branches canadiennes de l'assurance multi-risque et de l'assurance vie ont de nouveau affiché une forte rentabilité au cours des deux premiers trimestres de 2005 (Graphique 26). On prévoit que les sociétés canadiennes implantées aux États-Unis seront touchées par les retombées financières

20. Voir à la page 5 de la présente livraison l'analyse de l'incidence qu'aurait, sur le système financier, le maintien des taux de rendement des obligations à long terme à de bas niveaux.

21. La Banque Royale et la Banque Toronto-Dominion n'ont pas encore réglé la poursuite en recours collectif engagée par les anciens investisseurs d'Enron. Les analystes du secteur privé s'attendent à ce que les sommes qu'elles auront à verser, le cas échéant, en règlement du litige soient sensiblement inférieures.

négligentes des ouragans Katrina, Rita et Wilma²², mais, compte tenu du haut niveau de leurs capitaux propres, leur santé financière ne devrait pas s'en ressentir beaucoup. La rentabilité du secteur canadien des valeurs mobilières est également restée élevée.

22. Les analystes du secteur privé s'attendent à ce que les assureurs canadiens fassent état de charges après impôts d'environ 550 millions de dollars canadiens.

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.

Principal enjeu

Le marché des prêts hypothécaires à risque au Canada

Préparé par Jim Day

Jusqu'à tout récemment, les travailleurs autonomes, les emprunteurs dont le dossier de crédit est entaché et les personnes sans antécédents de crédit probants avaient du mal à obtenir un prêt hypothécaire au Canada. Ce créneau est aujourd'hui exploité par un petit groupe de prêteurs dont les activités ont connu un vif essor ces cinq dernières années, et qui acceptent de traiter les demandes de clients qui ne satisfont pas aux normes des grandes banques en matière de qualité du crédit. L'application de critères de solvabilité élargis permet ainsi à plus de ménages d'obtenir du financement et d'accéder à la propriété, ce qui favorise l'efficacité du système financier. Mais l'expansion de ce marché des prêts hypothécaires dits « à risque » pourrait aussi soulever certaines préoccupations dans l'optique de la stabilité financière. La présente section expose des faits stylisés relatifs au marché canadien de ces prêts ainsi que les implications de ce dernier pour le système financier du pays²³.

L'expression « à risque » désigne une créance à laquelle est attaché un risque de crédit élevé. Les prêts hypothécaires de ce type se voient attribuer une cote (A-, B, C et même D) qui est fonction du risque perçu. Les institutions font largement appel aux cotes de crédit pour déterminer le niveau de risque associé à un prêt donné. Il existe une autre

catégorie de prêts à risque, appelée « Alt-A ». Les emprunteurs y ayant recours possèdent souvent un bon dossier de crédit, mais ne peuvent produire suffisamment de documents attestant de leurs revenus ou de leur emploi. Les prêts hypothécaires qui entraînent un dépassement des ratios habituels de la dette au revenu et ceux à haut rapport prêt-valeur sont aussi classés dans la catégorie « Alt-A ».

Au Canada, les principales institutions actives sur le marché des prêts hypothécaires à risque sont L'Équitable, Compagnie de Fiducie, la Société de Fiducie Home, la Corporation hypothécaire Xceed, Bridgewater Financial Services, la Société financière Wells Fargo et Financement résidentiel GMAC (par l'intermédiaire du courtier Intelligence hypothécaire). La vaste majorité des prêts de ce type sont consentis par l'entremise de courtiers hypothécaires et de leur réseau d'agents. L'une des institutions concernées estime que la valeur du marché des prêts hypothécaires à risque pourrait éventuellement atteindre environ 55 milliards de dollars (soit 9 % de l'encours actuel du crédit hypothécaire résidentiel), ce qui impliquerait que le potentiel de croissance de ce marché est de l'ordre de 45 milliards de dollars. Aux États-Unis, les prêts à risque représentent aujourd'hui quelque 11 % de l'ensemble du crédit hypothécaire (contre seulement 1 à 2 % au début des années 1990), et ils ont compté pour environ 20 % des nouveaux prêts à l'habitation accordés en 2004.

Les prêts à risque comportent un plus grand risque de défaillance, et leur administration requiert davantage de ressources en personnel. En contrepartie, les institutions exigent des taux d'intérêt et des frais plus élevés que ce n'est le cas pour les prêts ordinaires. La mesure dans laquelle le taux hypothécaire est majoré dépend de facteurs tels que la cote de crédit, le montant de la mise de fonds, le type d'habitation (p. ex., maison unifamiliale ou logement en copropriété) et son emplacement. Habituellement, une cote FICO (Fair Isaac and Company) de plus de 680 dénote un crédit de qualité supérieure (les cotes vont de 300 à 900) et

23. L'analyse présentée ici se fonde sur les quelques statistiques qui sont disponibles actuellement ainsi que sur des observations empiriques tirées de sources telles que des articles de journaux, des rapports de recherche et des états financiers de sociétés.

Encadré 1**La structure et l'évolution des marchés de produits dérivés liés à l'énergie**

Conjuguée à l'évolution récente de la situation géopolitique, la déréglementation a favorisé un essor prodigieux des marchés de produits dérivés liés au pétrole, au gaz naturel et à l'électricité. Le volume des contrats d'énergie échangés sur le New York Mercantile Exchange (NYMEX) est ainsi passé de 41,5 millions en 1990 à 118,9 millions en 2004 (il s'est établi à 105,4 millions au cours de la période de douze mois se terminant en septembre 2005). Pour donner la mesure du phénomène, il suffit de citer le nombre — environ 5,7 millions — de contrats à terme sur le pétrole négociés en avril 2005 sur le NYMEX ainsi que leur encours notionnel — plus ou moins 286 milliards de dollars É.-U.

Les produits dérivés échangés en bourse ne datent pas d'hier. Aux États-Unis, les options et contrats à terme sur le pétrole existent depuis la fin des années 1970. Récemment, des systèmes électroniques de négoce de l'énergie spécialisés dans les instruments de gré à gré ont vu le jour, dont l'Intercontinental Exchange (ICE) aux États-Unis. Au Canada, l'encours notionnel des produits dérivés liés à l'énergie qui se négocient au Natural Gas Exchange (NGX), une filiale de la Bourse de Toronto qui a commencé ses activités en 1994, se chiffre annuellement à quelque 40 milliards de dollars. Il reste que les transactions physiques (au comptant) d'électricité et de gaz naturel constituent le gros des opérations qui s'y concluent. Le développement de ces marchés revêt une grande importance pour le système financier, car ils peuvent en accroître l'efficacité et la stabilité.

À l'instar de la plupart des autres produits dérivés, ceux liés à l'énergie ont été créés à l'origine pour permettre aux acteurs du marché de l'énergie de se prémunir contre le risque de prix. La nouvelle donne concurrentielle née de la déréglementation a amplifié les besoins en produits dérivés pouvant aider à la gestion de ce risque (options et contrats à terme négociables en bourse, instruments plus personnalisés négociés de gré à gré, comme les contrats à livrer et les swaps de prix de référence, etc.)¹. Ces produits permettent aux entreprises de mieux composer avec l'incertitude des prix propre à un environnement déréglementé (voir États-Unis. Ministère de l'Énergie, 2002, pour en savoir davantage sur les pratiques de gestion du risque dans le secteur énergétique).

Les consommateurs industriels et les producteurs d'énergie sont confrontés à des risques de prix plus importants que ne le sont les détenteurs d'actions, d'obligations et d'instruments de change, compte tenu de la volatilité des cours sous-jacents des produits énergétiques (Tableau A). Les prix de l'énergie sont en effet très volatils en raison de la forte sensibilité des marchés de gros de l'énergie à des facteurs non financiers ou non macroéconomiques, tels que les conditions météorologiques. En outre, le gaz naturel et, surtout,

l'électricité sont assujettis à des contraintes géographiques et de stockage. Par conséquent, les surplus enregistrés dans une région ne peuvent être réacheminés facilement vers une autre région souffrant de pénuries. Si les consommateurs industriels et les producteurs d'énergie ne pouvaient conclure de contrats financiers pour se couvrir contre le risque de prix, leur santé financière serait soumise à de plus grands aléas.

Voyons maintenant les avantages que les produits dérivés liés à l'énergie procurent sur le plan de l'efficacité du marché. Comme ces produits permettent aux entreprises du secteur énergétique de mieux gérer les risques, les coûts de financement (et/ou la probabilité de défaillance) de ces dernières s'en trouvent implicitement réduits. En abaissant les coûts éventuels liés à une situation financière difficile, l'existence de produits dérivés accroît la rentabilité d'un investissement donné².

La mise en place de services de compensation des transactions de gré à gré par les bourses d'énergie (dont le NGX, l'ICE et le NYMEX) a aussi donné lieu à une diminution du montant des garanties requises et, en fin de compte, à une réduction du risque global de contrepartie associé à ce genre d'opérations. Grâce à la centralisation de la compensation, il est également moins coûteux et plus facile pour de nouvelles catégories d'acteurs, telles que les fonds de couverture, les caisses de retraite et les banques d'investissement, de prendre pied sur le marché et de traiter avec les consommateurs industriels et les producteurs d'énergie, le risque de contrepartie étant pris en charge par la bourse.

Tableau A

Volatilité des prix de l'énergie et des marchés financiers*

Électricité	403
Gaz naturel	78
Pétrole brut (WTI)	42
S&P 500	13,4
Obligations canadiennes à 10 ans	9,5
Taux de change Canada-États-Unis	4,6

* Volatilité annualisée moyenne calculée sur des périodes commençant entre 1990 et 1995 et se terminant en 2005

1. Comme les marchés de l'énergie étaient réglementés, les producteurs étaient peu incités à accroître l'offre. Les tensions du côté de l'offre ne cessant de s'accroître, une déréglementation de ces marchés s'imposait.

2. D'après Allayannis et Weston (2001), les entreprises plus susceptibles d'éprouver des difficultés financières ont davantage tendance à recourir aux produits dérivés. D'autres études révèlent qu'un recours accru aux produits de couverture a des retombées favorables sur la valeur de l'entreprise (États-Unis. Ministère de l'Énergie, 2002).

rend l'emprunteur admissible à des taux hypothécaires bas, sinon aux taux les plus bas. Une cote entre 600 et 680 désigne un degré de qualité tout juste en deçà de « supérieur ».

Les institutions canadiennes qui octroient des prêts à risque précisent qu'elles ciblent principalement les emprunteurs dont la solvabilité se situe immédiatement en dessous de la limite jugée acceptable par les grandes banques. De plus, la plupart d'entre elles n'offrent pas toute la gamme des produits de financement hypothécaire non traditionnels à haut risque qui se sont répandus aux États-Unis. Au Canada, par exemple, une seule de ces institutions offre l'option de prêt hypothécaire avec paiement différé du capital. Les clients de ces institutions sont donc moins susceptibles de se trouver en défaut de paiement. C'est ce qui explique en partie que l'un des prêteurs de ce marché ait affiché un taux hypothécaire à cinq ans supérieur de seulement 150 points de base environ aux meilleurs taux hypothécaires des grandes banques, alors qu'aux États-Unis, la prime de taux exigée de la part des emprunteurs admissibles les plus à risque peut dépasser les 500 points de base.

Les critères de sélection appliqués au Canada semblent expliquer en partie pourquoi les taux de défaillance sur les prêts à risque sont un peu moins élevés au pays qu'aux États-Unis. De fait, les institutions canadiennes qui consentent ce genre de prêts enregistrent des taux d'impayés de deux à quatre fois supérieurs à ceux des grandes banques, ce qui est à peu près comparable à ceux observés à l'égard des créances à l'habitation de première qualité aux États-Unis.

La proportion de prêts assurés est une donnée utile pour évaluer la vulnérabilité des institutions consentant des prêts à risque et les implications potentielles de cette vulnérabilité pour le système financier intérieur. Selon la loi canadienne, les emprunts hypothécaires souscrits auprès d'institutions sous réglementation fédérale et dont le rapport prêt-valeur dépasse 75 % doivent être assurés, et ce, pour protéger le prêteur en cas de défaillance de l'emprunteur. Or, les deux principaux acteurs du marché canadien des prêts à risque sont assujettis à la réglementation fédérale, par l'entremise du Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF), et tous deux ont pour politique de ne pas octroyer de crédits excédant 75 % de la valeur de la propriété acquise. Ils choisissent en outre de faire assurer une part importante de leurs prêts, même s'ils n'y sont pas tenus par la loi²⁴.

Par ailleurs, ces prêteurs titrisent une plus grande proportion de leurs créances que ne le font les grandes banques. La quasi-totalité des prêts assurés que consentent les deux principales institutions du marché des prêts à risque sont titrisés et vendus par le biais du programme des titres hypothécaires LNH de la SCHL. Comme ces prêteurs conservent très peu de prêts assurés dans leur bilan, l'incidence qu'aura l'évolution des conditions économiques sur la qualité des créances à risque détenues en tant qu'actifs est déterminée par le profil de risque du portefeuille de créances non assurées.

Ainsi qu'on l'a mentionné précédemment, les deux principaux acteurs du marché des prêts à risque sont assujettis à la surveillance du BSIF ainsi qu'à ses règles et lignes directrices, ce qui n'est pas le cas des autres institutions actives dans ce domaine. Ces dernières sont cependant des sociétés cotées en bourse, et l'accès public à leurs états financiers est propice à la discipline de marché.

À long terme, le marché des prêts à risque pourrait être source de vulnérabilité au sein du système financier, notamment si les conditions économiques se détérioraient ou si les taux d'intérêt augmentaient. Il est probable que de tels facteurs toucheraient plus durement la clientèle à risque, dont les ressources financières sont plus limitées que celles des emprunteurs de premier ordre. Par ailleurs, le risque que fait peser ce marché sur le système financier s'amplifierait quelque peu si les prêteurs canadiens se mettaient, à l'instar de leurs homologues américains, à cibler des emprunteurs moins solvables et à offrir des produits de financement hypothécaire plus risqués. Mais rien n'indique que l'essor de ce marché au Canada puisse mettre en péril la solidité du système financier intérieur dans l'immédiat. Il en favorise au contraire l'efficacité, en permettant à davantage de ménages d'obtenir du financement et d'accéder à la propriété.

Le système financier

Les marchés financiers

En octobre 2005, le conseil d'administration de l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières (ACCOVAM) a approuvé une proposition visant la création d'une association professionnelle qui représenterait le secteur du courtage, ainsi que d'un organisme de réglementation distinct, chargé de surveiller les activités des courtiers et de leurs employés. Cette décision a été prise pour résoudre les préoccupations soulevées par les conflits d'intérêts potentiels et, en définitive, entretenir la confiance des investisseurs dans leur organisme d'autoréglementation. Les sociétés

24. Source : Calculs de la Banque du Canada fondés sur les états financiers des entreprises

Encadré 2**Le marché des obligations souveraines « ultra-longues »**

Les tendances démographiques, en particulier le vieillissement de la main-d'œuvre et la hausse de l'espérance de vie à l'âge de départ à la retraite, ainsi que les modifications apportées récemment aux normes comptables et aux règlements applicables aux caisses de retraite en Europe ont amené celles-ci à chercher à mieux assortir leurs actifs et leurs passifs à long terme. Les efforts en ce sens cadrent bien avec les objectifs d'un certain nombre de gestionnaires de dettes souveraines, qui voient là une occasion de diversifier à un coût avantageux les sources de financement des déficits publics.

Aussi certains émetteurs souverains ont-ils lancé sur le marché des obligations de haute qualité dont l'échéance est très éloignée et peut atteindre jusqu'à 50 ans. L'émission de ces titres à revenu fixe va dans le sens des conclusions d'un récent rapport du Groupe des Dix (G10, 2005). Ceux-ci peuvent contribuer à accroître la stabilité et l'efficacité du système financier en permettant aux caisses de retraite et aux sociétés d'assurance vie un meilleur appariement de leurs actifs et de leurs passifs.

En février 2005, l'Agence France Trésor (AFT) est devenue le premier émetteur souverain ces dernières années à vendre des obligations « ultra-longues ». L'émission d'obligations à 50 ans, dont le montant s'élevait à 6 milliards d'euros et dont le taux de rendement était fixé à trois points de base au-dessus de celui de l'obligation de référence à 30 ans, a été un succès et a confirmé l'intérêt grandissant des investisseurs institutionnels pour ce type d'obligation. De l'ensemble des titres émis, 53 % ont été attribués aux caisses de retraite et aux gestionnaires d'actifs, 14 % aux sociétés d'assurance et 13 % aux banques. La distribution géographique de l'émission témoigne d'un intérêt généralisé pour les obligations à très long terme. Environ 45 % des titres ont été acquis par des investisseurs ne résidant pas dans la zone euro, dont 7 % en Amérique du Nord. L'Agence France Trésor a indiqué que l'encours de l'émission serait ultérieurement porté à 10-15 milliards d'euros.

L'initiative de l'AFT a été suivie de l'adjudication par le gouvernement britannique d'une émission de 2,5 milliards de livres sterling d'obligations classiques à 50 ans, dont le taux de rendement s'est établi à dix points de base au-dessous de celui des obligations classiques à 30 ans. Un montant additionnel de 2,25 milliards de livres a été adjugé par l'administration chargée de la gestion de la dette publique au Royaume-Uni (U.K. Debt Management Office ou DMO) le 14 juillet afin de promouvoir la liquidité de l'émission initiale. Puis, le 22 septembre, le DMO a procédé par syndication à la première émission, dans le monde, d'obligations à 50 ans indexées sur l'inflation; le montant nominal de l'émission se chiffrait à 1,25 milliard de livres.

On trouvera au Tableau A des renseignements plus détaillés sur ces émissions.

Les émetteurs souverains d'obligations ultra-longues ont fait savoir que leur initiative est conforme à leurs stratégies de financement et n'est pas de nature opportuniste. Ce type d'opération pourrait ne pas convenir aux emprunteurs souverains dont les besoins de financement sont limités. Toutefois, l'existence de titres ultra-longus peut renforcer l'efficacité du système financier en fournissant un étalon pour l'établissement du prix des émissions non souveraines, comme l'obligation à 50 ans en euros émise par Telecom Italia en mars 2005. En raison de leur durée et de leur convexité, les obligations ultra-longues constituent des titres à revenu fixe intéressants pour les activités de couverture et d'arbitrage des autres acteurs du marché financier.

Tableau A

Caractéristiques des émissions d'obligations ultra-longues

	France (AFT)	Royaume-Uni (DMO)
Mécanisme d'émission	Syndicat financier	Adjudication
Type de titre	Obligation assimilable du Trésor	Obligation classique
Date de l'annonce	23 févr. 2005	26 mai 2005
Échéance	25 avr. 2055	7 déc. 2055
Coupon	4 %	4,25 %
Montant de l'émission	6 milliards €	2,50 milliards £
Demande totale	10,5 milliards €	3,99 milliards £
Taux de rendement	4,21 %	4,22 %

Sources : Agence France Trésor et Debt Management Office du Royaume-Uni

membres seront appelées à se prononcer sur cette proposition avant la fin de l'année.

Dans un autre ordre d'idées, il convient de souligner qu'un certain nombre d'événements ont déclenché une énorme croissance des marchés du négoce des produits énergétiques (pétrole, gaz naturel et électricité). L'émergence de ces marchés a permis aux acteurs traditionnels du marché de l'énergie (services publics, raffineurs et sociétés gazières, entre autres) de couvrir avec plus d'efficacité leur position relative au risque de prix sur les produits énergétiques. Les implications de cette évolution pour le système financier du Canada sont évaluées dans l'Encadré 1.

Parmi les autres faits saillants sur la scène financière figure l'émission d'obligations « ultra-longues » par un certain nombre de gestionnaires de dettes souveraines. L'incidence potentielle de ces émissions sur l'efficacité du système financier est analysée dans l'Encadré 2.

Dans l'ensemble, les marchés financiers se libéralisent de plus en plus et sont de mieux en mieux intégrés. Compte tenu de ce contexte, les autorités travaillent à la mise en œuvre d'un ensemble cohérent de normes comptables internationales, qui contribueront à une répartition plus efficace des capitaux entre épargnants et emprunteurs. La justification de ces efforts, ainsi que les perspectives qu'ils ouvrent en ce qui a trait à l'amélioration de l'efficacité du système financier au pays, sont traitées dans l'Encadré 3.

Les institutions financières

Au cours des dernières années, de nombreux facteurs, dont le faible rendement des instruments financiers traditionnels, ont incité les investisseurs particuliers à acheter, auprès de courtiers, des instruments financiers complexes²⁵. Ceux-ci comprennent les billets à capital protégé, les titres garantis par des créances, les swaps sur défaillance et les produits offrant une protection contre la volatilité. En raison de cette nouvelle tendance, les autorités et les maisons de courtage ont un devoir d'éducation financière afin de sensibiliser les ménages aux risques financiers que comporte l'acquisition de placements de ce genre. Par ailleurs, la vente d'instruments financiers d'une grande complexité à des particuliers expose les courtiers qui en font le négoce à des risques juridiques et

d'atteinte à la réputation. D'où la nécessité, pour les banques et les courtiers canadiens, de pouvoir compter sur des contrôles internes appropriés leur permettant de gérer efficacement ces risques.

Les systèmes de compensation et de règlement

Le Système automatisé de compensation et de règlement (SACR) traite les paiements sur support papier, comme les chèques, et les effets électroniques, comme les dépôts directs et les retraits pré-autorisés. En février 2003, l'Association canadienne des paiements a imposé un plafond de 25 millions de dollars sur la valeur des effets papier admissibles au SACR. Elle espérait ainsi encourager les institutions à faire transiter leurs gros paiements par le Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV), qui est doté de meilleurs mécanismes de limitation des risques et garantit à ses clients la finalité immédiate du paiement et la certitude du règlement²⁶.

Le plafonnement à 25 millions de dollars a eu une incidence sur une catégorie particulière de paiements dans le SACR, à savoir les effets de paiement sur papier de 50 000 dollars et plus. La valeur totale de ces effets affichait déjà une tendance à la baisse avant 2003, mais la mise en place du plafond a entraîné une réduction supplémentaire de 4 milliards de dollars du montant des effets de papier compensés au sein du SACR, qui s'établit maintenant à 7,5 milliards de dollars en moyenne par jour (Graphique 27). Cette diminution a été partiellement contrebalancée par la forte croissance des effets de paiement électroniques. Ainsi, la valeur totale des flux du SACR n'a décliné que d'environ 3,5 milliards de dollars après l'imposition du plafond, et elle s'oriente à la hausse depuis le début de 2004 (Graphique 28).

Avant l'introduction du plafond, la possibilité que les paiements de grande valeur ne soient pas transférés au STPGV mais plutôt à d'autres catégories de paiements électroniques au sein du SACR, notamment les transferts automatisés de fonds et les paiements par échange de données informatisé (TAF/EDI), avait soulevé des inquiétudes²⁷. Si une telle « fuite » s'était produite, on aurait pu s'attendre à une croissance plus rapide de la valeur des

25. Cette évolution s'inscrit dans la tendance plus vaste d'une augmentation des risques financiers assumés par les ménages. Voir les pages 8 à 10 de la livraison de juin 2005 de la *Revue du système financier* pour en savoir davantage sur cette question.

26. Pour de plus amples renseignements sur l'initiative, consulter le site Web de l'Association canadienne des paiements à l'adresse www.cdnpay.ca/publications/news_ceiling_fr.asp.

27. Les TAF comprennent des crédits (p. ex., les dépôts directs) et des débits (p. ex., les retraits préautorisés). Les EDI servent souvent à effectuer des paiements d'une entreprise à l'autre.

Encadré 3

La convergence internationale des normes comptables

Compte tenu de la libéralisation et de l'intégration croissantes des marchés financiers à l'échelle internationale, les normalisateurs comptables travaillent à l'harmonisation des normes des différents pays, efforts qui devraient aboutir à une répartition des capitaux plus efficiente à l'échelle mondiale entre les sociétés et les projets.

Un jeu plus cohérent de normes internationales favoriserait la comparabilité des entreprises et des secteurs d'activité, au-delà des frontières. Le risque que soient transmis aux marchés des signaux erronés quant au potentiel de sociétés étrangères, en raison d'une méconnaissance des normes utilisées dans la présentation de ses comptes, devrait également s'en trouver réduit. Les investisseurs devraient être en mesure de prendre des décisions plus avisées relativement aux possibilités d'investissement à l'étranger et de diversifier leurs portefeuilles sur les marchés internationaux à moindre coût.

La convergence des normes comptables à l'échelle internationale abaisserait également le coût de l'information financière — et, par conséquent, le coût de la mobilisation de capitaux — pour les sociétés qui ont accès aux marchés financiers de plusieurs pays, en éliminant la nécessité de multiplier les états financiers. L'harmonisation aurait pour effet de stimuler la concurrence au chapitre des inscriptions boursières, ouvrant la voie à des gains d'efficacité du système financier dans son ensemble. Pour que ces avantages se matérialisent, toutefois, les normes d'information financière doivent être solides, complètes et appliquées uniformément à toutes les sociétés, dans tous les pays.

Les normes IFRS (International financial reporting standards) élaborées par le Conseil des normes comptables internationales (IASB) sont déjà en usage dans plus de 90 pays, et des progrès vers l'harmonisation sont observés dans de nombreux autres¹. Le cheminement des différents pays vers l'adoption des normes internationales varie². Bon nombre adhèrent à cet objectif mais estiment que la mise en application de certains aspects des normes IFRS est trop exigeante ou est incompatible avec les valeurs nationales. On peut donc s'attendre à ce que les normes nationales convergent globalement — mais pas nécessairement en totalité — vers la convention acceptée à l'échelle mondiale.

Les normes IFRS prônent l'utilisation généralisée de la comptabilité à la juste valeur pour l'établissement des états financiers. Selon cette méthode comptable, les actifs et les passifs financiers sont évalués en fonction des conditions en vigueur sur le marché plutôt qu'en fon-

tion des coûts passés. Dans certains cas, il peut être difficile d'observer la valeur de marché, ce qui pourrait entraîner une manipulation des états financiers et introduire une volatilité artificielle dans les données comptables. Les normalisateurs procèdent actuellement à l'élaboration de lignes directrices plus précises quant à la façon d'appliquer objectivement la comptabilité à la juste valeur.

Des travaux sont en cours pour niveler les écarts dans les principes sous-jacents aux normes IFRS et à ceux sur lesquels s'appuient les normes en vigueur aux États-Unis. De fait, compte tenu de l'importance des marchés américains dans le système financier mondial, ce nivellement est indispensable au succès de l'harmonisation à l'échelle internationale. Les différences peuvent tenir en partie au fait que les normes IFRS privilégient les principes généraux, alors qu'aux États-Unis, les normes appliquées sont davantage prescriptives. La convergence recueille un vaste appui aux États-Unis, et le Financial Accounting Standards Board (FASB) de ce pays collabore avec l'IASB pour réduire le plus possible les écarts entre les normes respectives des deux organismes. Pourtant, nombreux sont ceux qui doutent que l'on parvienne à une complète harmonisation, l'appareil des États-Unis étant susceptible de demeurer plus prescriptif que ne le sont les normes IFRS. Les avantages de la convergence pourraient néanmoins se matérialiser partiellement. Ainsi, la Securities and Exchange Commission a-t-elle indiqué qu'elle pourrait alléger le fardeau imposé aux sociétés étrangères qui accèdent aux marchés américains en leur permettant de déposer des états financiers établis conformément aux normes IFRS, à condition que les progrès accomplis dans les efforts de convergence entre celles-ci et les normes des États-Unis soient satisfaisants.

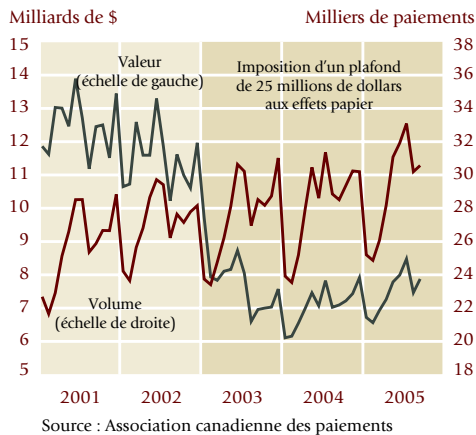
Le Conseil des normes comptables (CNC) du Canada propose, quant à lui, une harmonisation progressive avec les normes IFRS d'ici 2011 pour les sociétés ouvertes. Le CNC devrait participer à l'élaboration et au perfectionnement continus des normes internationales. Cette question a fait l'objet de consultations plus tôt cette année, et le CNC prévoit mettre la dernière main à son plan d'action d'ici mars 2006. Le CNC et le Comité européen des régulateurs des marchés de valeurs mobilières (CESR) sont tous deux d'avis que les normes canadiennes équivalent dans leur ensemble aux normes IFRS.

1. Source : Deloitte-Touche-Tohmatsu, International Accounting Standards (www.iasplus.com)

2. En janvier 2005, l'Union européenne (UE) a adopté les normes IFRS pour les sociétés faisant appel à l'épargne publique. La mise en application de ces normes est cependant reportée à 2007 dans le cas des sociétés dont les titres sont inscrits aux bourses de pays n'appartenant pas à l'UE, un autre jeu de normes internationalement reconnues s'appliquant à ces dernières. Les sociétés n'ayant inscrit sur les marchés que des titres de créance peuvent également attendre 2007

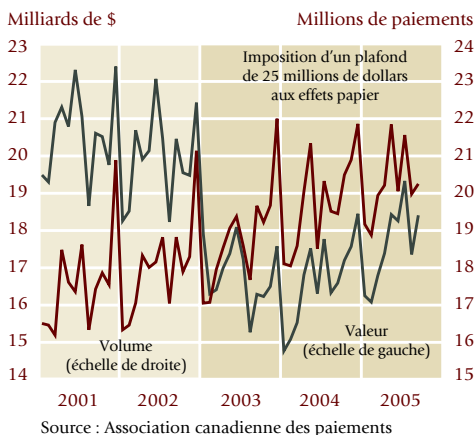
Graphique 27
Effets de paiement sur papier de 50 000 \$ et plus
traités au sein du SACR

Valeur moyenne par jour



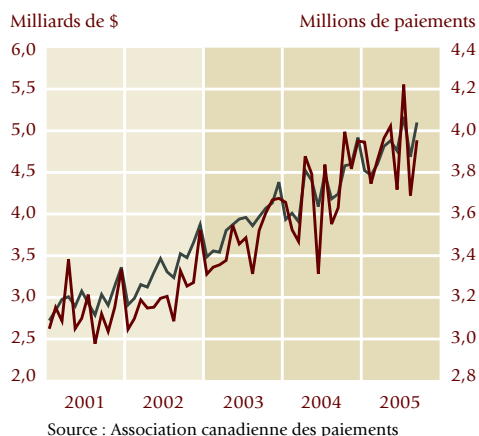
Graphique 28
Total des effets traités au sein du SACR

Valeur moyenne par jour



Graphique 29
TAF et paiements EDI traités au sein du SACR

Valeur moyenne par jour



paiements TAF/EDI une fois le plafond mis en place. Même si l'augmentation de la valeur des effets de cette catégorie reste très forte, aucun signe indiquant qu'elle s'accélère n'a été observé depuis février 2003 (Graphique 29).

En outre, on continue d'examiner les moyens de faire transiter par le STPGV encore plus de gros paiements²⁸. Par exemple, on s'est efforcé d'encourager le transfert des paiements en faveur des porteurs²⁹, souvent effectués par chèques, vers d'autres modes de règlement plus efficaces, comme ceux dont le traitement s'effectue par l'intermédiaire du STPGV ou directement dans le système de règlement des titres.

Bibliographie

Allayannis, G., et J. Weston (2001). « The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value », *Review of Financial Studies*, vol. 14, n° 1, p. 243-276.

Armstrong, J., et J. Kiff (2005). « Titres garantis par des créances synthétiques : analyse des avantages et des risques », *Revue du système financier* (juin), p. 55-63.

Canada. Société canadienne d'hypothèques et de logement (2004). *L'Observateur du logement au Canada 2004*.

CIBC (2005). « Rapport aux actionnaires pour le troisième trimestre de 2005 », 24 août.

États-Unis. Ministère de l'Énergie (2002). « Derivatives and Risk Management in the Petroleum, Natural Gas, and Electricity Industries », Energy Information Administration, Washington (octobre).

G10 (2005). « Ageing and Pension System Reform: Implications for Financial Markets and Economic Policies », (septembre).

Hendler, D. (2005). CreditSights (juin) (www.CreditSights.com).

Reid, C. (2005). « Les swaps sur défaillance et le contexte canadien », *Revue du système financier* (juin), p. 47-53.

28. Une proportion importante des chèques de grande valeur est constituée de paiements en faveur des porteurs émis dans l'industrie des valeurs mobilières. L'inefficacité de ce processus engendre des coûts inutiles pour le CDSX, le système canadien de compensation et de règlement des titres, et expose la Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée à un petit risque.

29. Il s'agit des paiements (d'intérêts et de dividendes notamment) effectués par les émetteurs en faveur des détenteurs de titres.

Royal LePage (2004). *Le rapport Royal LePage 2004 sur les premiers acheteurs de maison.*

——— (2005). *Le rapport Royal LePage 2005 sur les premiers acheteurs de maison.*

Schmidt Bies, S. (2005). « Regulatory Issues », allocution prononcée au congrès annuel de la National Bankers Association, Beverly Hills (Californie), 12 octobre.

Standard & Poor's (2005). « Insurance-Related Issues Relating to Hurricanes Katrina and Rita », 3 octobre.