



**Discours prononcé par David Dodge
gouverneur de la Banque du Canada
devant l'Institut de finances internationales
Washington (États-Unis)
le 21 octobre 2007**

LE TEXTE PRONONCÉ FAIT FOI

Turbulence sur les marchés du crédit et défis stratégiques

Je suis très heureux de pouvoir prendre la parole devant l'Institut de finances internationales (IFI) dans le cadre des célébrations visant à souligner les contributions notables qu'il apporte depuis 25 ans à la stabilité du système financier mondial.

Compte tenu des membres qui font partie de l'IFI et de l'attention que ce dernier porte à la stabilité financière, je ne crois pas me tromper en affirmant que nous tous ici présents avons suivi avec intérêt, c'est le moins qu'on puisse dire, les événements de l'été dernier sur les marchés financiers. Ce qui avait commencé au printemps comme une réévaluation du risque de crédit s'est transformé en perturbations, qui ne sont pas encore complètement terminées. Étant donné notre intérêt commun pour ces événements, j'ai pensé traiter aujourd'hui de certains des défis qu'ils ont posés, non seulement pour les banquiers centraux, mais aussi pour les décideurs publics et les institutions du secteur privé en général. Mon objectif est de tenter de cerner quelques-uns des enjeux sur lesquels nous devons nous pencher.

Turbulence sur les marchés du crédit : un aperçu

Tout d'abord, je crois qu'il serait utile de parvenir à une interprétation commune des facteurs à l'origine de la turbulence que nous avons connue cet été. Je ne m'étendrai pas sur ce sujet. Il y a dix jours, Charles Dallara a bien résumé l'un de ces facteurs dans la lettre qu'il a adressée à Tommaso Padoa-Schioppa, le nouveau président du Comité monétaire et financier international (CMFI). Il a

écrit : « La croissance robuste à l'échelle mondiale, l'abondance des liquidités et la quête de rendements élevés ont donné lieu à un assouplissement des normes de crédit et à une évaluation des prix disproportionnés par rapport aux risques sous-jacents et aux données fondamentales. » [Traduction]

Les événements de cet été étaient attribuables à d'autres facteurs clés. Dans des discours que j'ai prononcés dernièrement, j'ai mentionné que la complexité et l'opacité de certains produits structurés étaient au cœur de la récente turbulence. Étant donné cette complexité et cette opacité, il est extrêmement difficile pour les investisseurs de déterminer avec confiance la qualité des actifs auxquels est adossé un titre en particulier, ainsi que la valeur de marché du titre lui-même. Même les investisseurs dits avertis ne comprenaient pas la nature des actifs sous-jacents à ces produits structurés.

L'autre facteur que j'aimerais évoquer est le recours accru à la titrisation pour répondre à l'essor de la demande de produits structurés. Ce processus permettait d'intégrer des caractéristiques de prêts à faible risque à des actifs plus risqués, ce qui a stimulé la demande de ce type d'actifs et entraîné un assouplissement des normes en matière d'octroi de prêts. Soyons clairs, le problème ne résidait pas dans le recours à la titrisation comme telle, mais plutôt dans le fait que, parfois, les initiateurs des prêts titrisés n'étaient pas incités à évaluer avec soin la solvabilité des emprunteurs. Dans bien des cas, une fois les prêts titrisés et vendus, ils n'avaient plus à assumer les conséquences d'une défaillance de ces emprunteurs.

J'ai l'impression que, ces dernières années, nous à la Banque du Canada, et peut-être aussi d'autres autorités monétaires, n'avons pas tout à fait compris à quel point l'augmentation de la titrisation a représenté un assouplissement des conditions du crédit. Le fait que les prêts étaient vendus et, à des degrés divers, retirés des bilans permettait l'octroi d'un plus grand nombre de prêts. Si la titrisation a donné lieu à la création de prêts qui autrement n'auraient pas été consentis, alors cela constituait une source de demande dans l'économie que

nous, banquiers centraux, avons sans doute seulement en partie pris en compte. Ainsi, quel que soit le taux directeur, il aurait eu un effet moins restrictif qu'on ne l'aurait pensé précédemment. Autrement dit, en rétrospective, les taux d'intérêt mondiaux ont peut-être été un peu plus bas que ce qui aurait été optimal. Cependant, comme l'inflation a été largement maîtrisée à l'échelle tant nationale qu'internationale au cours de cette période, nous ne devrions pas exagérer l'ampleur de cet effet.

Toutefois, par suite des événements récents, une réduction de la titrisation à l'échelle mondiale est maintenant probable, et on peut s'attendre à une certaine réintermédiation de la part des institutions financières. De fait, dans le *Rapport sur la politique monétaire* que nous avons publié jeudi à la Banque du Canada, nous prévoyons que le coût du crédit aux entreprises et aux ménages canadiens par rapport à notre taux directeur sera supérieur d'environ 25 points de base, au cours de la période de projection, à ce qu'il était avant l'été. Le défi à relever pour les autorités monétaires est de déterminer le degré de persistance de ce resserrement et de cette réintermédiation étant donné son incidence potentielle sur la conduite future de la politique monétaire.

Les défis stratégiques à venir

Abstraction faite de cet enjeu du ressort des autorités monétaires, les événements de cet été ont constitué des défis stratégiques dans d'autres domaines présentant un intérêt commun pour les banques centrales, les organismes de réglementation et les institutions du secteur privé. J'en aborderai deux, qui touchent respectivement à la transparence et à la liquidité.

La transparence

Voyons d'abord la question de la transparence. Par suite des événements de cet été, cela prendra peut-être un certain temps avant d'en arriver à une évaluation appropriée des risques parce qu'il faudra du temps pour remonter aux actifs sous-jacents de certains de ces produits structurés complexes et opaques, puis

déterminer la valeur des actifs eux-mêmes. À la longue, on peut s'attendre à ce que les forces du marché fassent leur œuvre. Mais pour fonctionner de manière efficiente, les marchés ont besoin d'information. Il est donc dans l'intérêt des participants aux marchés de veiller à ce que les parties aient accès à tous les renseignements dont elles ont besoin. Encore une fois, Charles Dallara l'a bien exprimé dans sa lettre au CMFI : « Les pratiques de communication financière doivent être améliorées de façon à ce que les investisseurs et les autres acteurs du marché puissent correctement évaluer le risque et en déterminer le prix, et, par conséquent, concourir efficacement à la discipline de marché. » [Traduction]

Les résultats recherchés sont on ne peut plus clairs : les investisseurs devraient exiger une transparence accrue là où elle se révèle déficiente. Les vendeurs d'instruments financiers devront alors les structurer de façon à ce que les acteurs du marché puissent avoir une idée précise de ce qu'ils achètent et de l'effet de levier qui est incorporé aux instruments. Par ailleurs, les agences de notation devront expliquer plus clairement les motifs qui justifient les cotes qu'elles accordent. Plus fondamentalement, il faut que les investisseurs et les conseillers en placement tâchent davantage d'effectuer des recherches approfondies afin de pouvoir mieux comprendre la nature de leurs investissements, au lieu de se fier uniquement aux agences de notation.

Plusieurs, sinon la plupart des résultats souhaités peuvent, et devraient, venir en grande partie de l'action des forces naturelles du marché en réponse à ces événements. Par exemple, lorsque les investisseurs exigeront des taux de rendement beaucoup plus élevés pour des produits opaques, les fournisseurs seront fortement incités à offrir des produits plus transparents. Toutefois, les marchés fonctionneront seulement si les émetteurs suivent le principe de base consistant à fournir des renseignements clairs, simples et pertinents concernant le titre qu'ils vendent. Qui plus est, ceux-ci doivent être communiqués d'une façon compréhensible pour l'investisseur raisonnablement bien informé. Autrement dit, le prospectus d'émission devrait renseigner, et non semer la confusion. Si je peux me permettre une analogie, tout comme les entreprises

alimentaires sont tenues d'indiquer la liste de tous les ingrédients des produits sur leurs étiquettes, les émetteurs devraient énumérer les « ingrédients » d'un titre. Et tout comme les entreprises alimentaires doivent fournir cette information d'une manière suffisamment claire, de sorte que les personnes allergiques aux arachides, par exemple, sachent qu'un produit en contient, les émetteurs de titres devraient faire preuve de suffisamment de clarté. Mais je tiens à insister sur le fait que le meilleur moyen d'accroître la transparence est de nous en remettre aux forces du marché, plutôt que de recourir à une réglementation détaillée, prescriptive et potentiellement lourde.

Des principes similaires de transparence devraient être appliqués au rôle des agences de notation. Et là encore, les forces du marché peuvent jouer un rôle important dans l'atteinte de niveaux de transparence appropriés. J'aimerais approfondir cette idée en me fondant sur l'expérience du Canada en matière de cotes liées aux titres adossés à des actifs. Le même système de notation était utilisé pour des titres très différents. À une extrémité du spectre se trouvaient les titres les plus classiques adossés à des actifs, dont la nature et les risques associés aux actifs sous-jacents étaient clairs. À l'autre extrémité se trouvaient les titres les plus complexes, dont les risques étaient moins évidents, et dont les actifs sous-jacents pouvaient être synthétiques et difficilement échangeables. Ces titres pouvaient aussi comporter un fort effet de levier.

Il semble évident que le même système de notation ne convient pas dans tous ces cas. C'est pourquoi les agences de notation devraient expliquer clairement que les cotes qu'elles attribuent à des titres complexes et opaques ne devraient pas être utilisées de la même manière que les cotes accordées à des obligations classiques portant sur un emprunteur déterminé.

Les gouvernements ont été appelés à resserrer la réglementation applicable aux agences de notation. Lorsque des événements importants surviennent sur les marchés, il est toujours judicieux de revoir les règlements en matière de notation du crédit et le rôle que les gouvernements, les banques centrales et les

organismes de réglementation doivent jouer à cet égard. Mais je tiens à lancer une mise en garde contre une intervention intempestive sur ce plan. À la lumière des événements récents, il semble probable que les agences de notation qui ne s'efforceront pas davantage de bien faire comprendre aux utilisateurs la nature des cotes qu'elles accordent se retrouveront bientôt avec moins de clients prêts à payer pour leurs services. Le principe général, sur le marché des valeurs mobilières, est que l'information doit être divulguée de façon claire et transparente. Et tant que les agences de notation observeront ce principe, le libre jeu des forces du marché sera, comme je l'ai dit, préférable à une réglementation lourde pour parvenir aux résultats désirés.

La liquidité

Jetons maintenant un coup d'œil à la question de la liquidité. La première idée que je souhaite aborder à ce propos pourra vous sembler une évidence, mais elle revêt une importance particulière dans le contexte des événements de l'été dernier. Cette idée est qu'en dernier ressort, ce sont les banques et les banques seules qui peuvent fournir des liquidités dans l'ensemble du système financier, car elles seules ont accès à la source ultime de liquidités : la banque centrale. En quoi cette considération est-elle importante? Le système financier n'a pas cessé d'évoluer durant les dernières décennies. Il y a 50 ans, le gros du financement était assuré par les banques. De nos jours, c'est plutôt des marchés qu'il provient en majeure partie. Mais les marchés des valeurs mobilières n'ont pas accès aux facilités de trésorerie de la banque centrale. Et lorsque la liquidité du marché s'évapore, comme ce fut le cas l'été dernier sur les marchés monétaires, c'est au secteur bancaire qu'il incombe de fournir cette liquidité. Comme la récente turbulence du marché l'a montré, ce mouvement de réintermédiation vers les banques a eu des implications inattendues. En fait, ces événements ont mis en lumière la plus grande importance que revêt la liquidité dans un système financier fondé sur le marché, ainsi que les risques qui pèsent sur ce système lorsqu'il y a diminution soudaine de la liquidité du marché et que les banques sont appelées à fournir rapidement de la liquidité et du crédit.

Ce processus de réintermédiation a eu lieu au terme d'une période marquée par un recours accru à la titrisation. Des actifs tels que des prêts, des créances sur carte de crédit et des produits dérivés étaient alors regroupés et vendus sous forme de titres adossés à des actifs, souvent à la faveur d'un fort effet de levier. Comme je l'ai mentionné plus tôt, ce genre d'innovation a permis aux banques, et en particulier aux institutions financières qui n'acceptent pas de dépôts, de consentir davantage de prêts qu'elles n'auraient pu le faire si elles avaient été obligées de détenir ces actifs dans leur bilan. C'est le recours beaucoup plus fréquent au processus de titrisation, par lequel des prêts sont créés pour être ensuite transférés, qui a mené au relâchement des normes de crédit auquel Charles Dallara faisait référence.

Je le répète, cela ne signifie pas que l'essor de la titrisation est en soi une mauvaise chose. On a vu d'ailleurs maints exemples de produits bien structurés qui apportaient une solution au problème du conflit d'intérêt entre mandant et mandataire, problème qui a été, à bien des égards, la cause fondamentale du relâchement des normes sur le marché américain des prêts hypothécaires à risque. Il est néanmoins permis de se poser la question suivante : existe-t-il des façons de favoriser un meilleur usage de la titrisation? Il pourrait être possible, par exemple, que les titres adossés à des actifs portent en quelque sorte une « marque » ou soient accompagnés d'une forme de « certificat d'origine », qui inciteraient l'initiateur des prêts à faire preuve d'une grande prudence dans l'établissement des créances destinées à la titrisation. Une autre option serait d'encourager davantage d'initiateurs ou de véhicules ad hoc à conserver dans leurs livres une partie du produit qu'ils vendent, en particulier une partie de la tranche la plus risquée.

C'est donc dire qu'il existe des moyens, hors de la réglementation, pour résoudre les problèmes du marché des titres adossés à des actifs. À mesure qu'il évoluera et gagnera en transparence, ce marché devrait se normaliser, en raison de l'importante fonction qu'il remplit en aidant les opérateurs à disperser et à diversifier les risques. Le marché dans son ensemble n'est pas mort. Mais il

apparaît évident que les investisseurs voudront, à tout le moins, que les instruments complexes et opaques rapportent davantage que les titres classiques adossés à des actifs, qui jouissent d'une bonne réputation.

Il en va autrement du papier commercial adossé à des actifs. Parce que cet instrument à court terme est remboursable à l'échéance, malgré qu'il soit adossé à des actifs de long terme, il doit être couvert par la garantie d'un fournisseur de liquidités. La question qui se pose est donc de savoir comment ce fournisseur doit se préparer à répondre à d'éventuels appels de liquidités, du point de vue du capital qu'il doit conserver à cette fin, mais aussi dans l'optique de la liquidité des actifs qu'il détient dans son bilan. Cette question a été soulevée l'été dernier, et elle représente un défi de taille pour les membres de l'IFI. Comment une institution est-elle censée constituer des provisions pour les appels de liquidités pouvant résulter des garanties qu'elle-même fournit à cet égard, et à l'appui de produits dont la défaillance porterait atteinte à sa réputation? Ces questions ne sont pas faciles, mais il est important que vous y apportiez des réponses et que vous soyez prêts à en discuter avec les autorités de réglementation de votre pays dans le contexte de la mise en œuvre de l'accord de Bâle II. Je constate d'ailleurs avec plaisir que l'IFI a consacré beaucoup d'efforts à ce dossier.

Enfin, sur le plan de la liquidité, la turbulence de l'été dernier a soulevé un certain nombre de questions touchant au système financier dans son ensemble. Dans le cas où une grave perturbation des marchés des valeurs mobilières menacerait la stabilité financière, sur quelles politiques devrait-on pouvoir compter? Les membres du Forum sur la stabilité financière étudient la question. Ce problème intéresse les banques commerciales, mais aussi, bien entendu, les banques centrales, de par leur rôle de fournisseur ultime de liquidités au système bancaire.

L'été dernier, les banques centrales ont vu que leurs mécanismes permanents d'octroi de liquidités ont donné de très bons résultats sur le marché des fonds à

un jour. Les différentes banques centrales emploient des procédés et des mécanismes divers pour approvisionner le secteur bancaire en liquidités.

Au Canada, des règles claires régissent l'accès au mécanisme permanent d'octroi de liquidités pour répondre aux besoins courants de financement à un jour. Des règles claires encadrent également l'aide d'urgence qui peut être consentie à une banque solvable aux prises avec des problèmes de liquidité aigus. Mais certains principes ne nous autorisent-ils pas à penser que la meilleure façon de réagir à certaines défaillances du marché serait d'instaurer un mécanisme facilement accessible qui fournirait des liquidités aux banques à une échéance de plus d'un jour, contre des garanties pouvant appartenir à une gamme élargie de titres? Ce mécanisme devrait prévoir des primes de terme et des pénalités adéquates.

Bien sûr, il faudrait soigneusement considérer les types de défaillances qui seraient visés par un tel mécanisme, de même que les avantages et inconvénients de toute proposition particulière à cet égard, et tenir compte des problèmes potentiels. Les expériences menées dans d'autres pays ont notamment montré que le discrédit qui accompagne le recours à ce genre d'assistance est difficile à éviter. Néanmoins, ce mécanisme serait conçu de façon à atténuer les tensions dans le système tout entier. De plus, il serait clairement établi que la banque centrale ne pourrait s'en servir comme d'un moyen détourné pour assouplir sa politique monétaire. J'aimerais beaucoup connaître votre point de vue à ce sujet.

Évidemment, les préoccupations soulevées par les événements de l'été dernier vont bien au-delà des questions que je viens d'évoquer. La Banque du Canada analyse ces événements et leurs retombées en étroite collaboration avec le ministère des Finances et les autres autorités de réglementation du pays.

J'espère que l'IFI s'attaquera à ces problèmes de liquidité, car je suis convaincu que des solutions efficaces issues du secteur privé et fondées sur le marché ont

les meilleures chances de réussir, et qu'elles sont le plus susceptibles de donner à des institutions comme les vôtres la marge de manœuvre dont elles ont besoin pour atteindre les résultats désirés, sans pour autant paralyser l'innovation qui s'est révélée si utile pour le système financier au fil des ans.

Conclusion

Permettez-moi de conclure. Les défis posés par la récente turbulence du marché revêtent un caractère mondial, et ils appellent donc une réponse d'envergure mondiale.

Le Forum sur la stabilité financière (FSF) est la tribune toute désignée où les décideurs peuvent traiter de cette question. De fait, le FSF a formé un groupe de travail chargé d'examiner les pratiques suivies par les institutions financières en matière de gestion du risque de liquidité, de marché et de crédit, et la façon dont les instruments de crédit et de placement complexes sont traités, et l'information financière à leur sujet, communiquée. Le groupe se penchera sur certains enjeux, dont les procédures comptables et les méthodes d'évaluation appliquées aux produits financiers dérivés, plus particulièrement ceux faisant l'objet d'un faible volume de transactions ou difficiles à évaluer en périodes de tensions, ainsi que sur le rôle des agences de notation dans l'évaluation de produits structurés. Le groupe de travail du FSF examine également les principes de base de la surveillance prudentielle des entités financières réglementées, surtout en ce qui concerne les risques ainsi que les créances et engagements éventuels comptabilisés au bilan ou hors bilan. Le groupe de travail compte préparer un rapport intérimaire dans les prochains mois puis présenter un rapport final aux ministres et banquiers centraux des pays du G7 à l'occasion des réunions du FMI prévues pour le printemps prochain.

Toutefois, comme je l'ai fait remarquer tout au long de mon discours, il est fort possible que les meilleures réponses aux défis que j'ai évoqués ne viennent pas

des décideurs publics mais bien des institutions financières au cœur de la turbulence. C'est pourquoi je demande aux membres de l'IFI de continuer à réfléchir à la façon de relever ces défis. Existe-t-il un moyen d'atteindre les résultats que nous souhaitons tous, principalement par le jeu des forces du marché?

La plupart des bases ont peut-être déjà été jetées. Je sais qu'en mars dernier, l'IFI a publié un rapport sur les principes de la gestion des risques de liquidité, qui aborde un grand nombre des défis et enjeux dont j'ai parlé aujourd'hui et qui formule des recommandations à l'intention du secteur privé et des décideurs publics. On y souligne aussi la volonté de l'IFI de susciter un dialogue constructif. J'abonde dans ce sens et j'espère que mes remarques d'aujourd'hui pourront contribuer à ce dialogue pour que nous en venions, ensemble, à trouver des réponses aux défis auxquels nous sommes tous confrontés.