

# Évolution

## récente et

## tendances

### Nota

Sauf indication contraire, les données utilisées dans le présent document sont celles qui étaient disponibles au **31 mai 2007**.

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 RBC Groupe financier.

## **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 cette section porte sur l'évaluation des risques, tant de source étrangère que de source canadienne, qui pourraient nuire à la stabilité du système financier du pays. On y traite des implications possibles des principaux facteurs de risque et des vulnérabilités sur la solidité globale du système. La deuxième partie traite des 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 touchant 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; aussi la Banque en tient-elle compte dans son évaluation 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 de 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

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

## Points saillants

- Les institutions financières, les autres sociétés et les ménages canadiens demeurent en bonne santé financière, grâce notamment au climat macroéconomique favorable.
- Il subsiste un risque majeur que la croissance de l'économie américaine décélère de façon soudaine.
- Un repli marqué des prix des actifs risqués et une correction désordonnée des déséquilibres mondiaux font partie des autres risques qui pèsent sur la stabilité financière au pays.
- Le système financier canadien semble en bonne posture pour surmonter ces chocs éventuels.

## Évaluation globale

Tout comme en décembre, nous estimons que le système financier canadien est solide et qu'il devrait le demeurer dans un avenir prévisible. La situation financière des ménages et de l'ensemble des entreprises reste saine, car l'expansion vigoureuse que connaît l'économie depuis plusieurs années a contribué à la bonne tenue des bilans dans ces deux secteurs. Le système financier paraît bien placé pour faire face aux trois risques que cerne la Banque, à savoir un ralentissement brutal de l'activité aux États-Unis, un recul marqué des prix des actifs risqués et une résolution désordonnée des déséquilibres mondiaux.

L'évolution de l'économie, qui a été généralement conforme au scénario présenté dans la livraison de décembre de la *Revue du système financier*, appuie pour l'essentiel notre estimation favorable de la stabilité financière au pays. En premier lieu, la demande intérieure est robuste, soutenue par l'essor de l'emploi et la hausse du revenu réel et de la richesse nette des ménages, attribuables en partie à l'augmentation de la demande mondiale de produits de base et au renchérissement de ces derniers. En deuxième lieu, comme il était mentionné dans le *Rapport sur la politique monétaire* d'avril, l'économie des États-Unis devrait croître à un rythme modéré, quoiqu'il semble maintenant probable que l'essoufflement de l'activité dans le secteur américain du logement sera plus long et plus prononcé que prévu initialement. Enfin, le modeste ralentissement enregistré dans ce pays est largement contrebalancé par le renforcement de l'expansion en Europe et en Asie, y compris au Japon. Cette évolution donne à penser que la rotation escomptée de la demande intérieure, nécessaire à une résolution ordonnée des déséquilibres mondiaux, est en cours.

La situation a aussi évolué favorablement sur les marchés financiers. Si la volatilité s'est accrue brièvement en février et mars, elle s'est atténuée par la suite, et les primes de risque sont retournées depuis aux creux historiques auxquels elles se situaient auparavant, sauf sur le marché américain des prêts hypothécaires à risque. La faiblesse du secteur du logement aux États-Unis, conjuguée aux méthodes douteuses de certaines institutions en matière de souscription de garanties, a entraîné dans ce pays une détérioration de la qualité du crédit de certaines créances hypothécaires et de certains dérivés de crédit connexes.

## Risques potentiels

L'évaluation positive que la Banque continue de faire en ce qui a trait au système financier se fonde sur un scénario voulant que l'expansion économique se poursuive à un rythme robuste au Canada et à l'étranger. Selon la Banque, trois risques pèsent encore sur la stabilité financière : une décélération

abrupte de l'économie américaine, un fléchissement marqué des prix des actifs risqués et une correction mal maîtrisée des déséquilibres mondiaux. Dans l'ensemble, la probabilité que ces risques se réalisent n'a guère varié depuis décembre.

Bien que minime, le risque d'un tassement plus prononcé de la croissance aux États-Unis pourrait se matérialiser si le ralentissement du secteur du logement et de l'investissement des entreprises s'accroît et si la consommation freine brusquement en raison d'un resserrement des conditions du crédit, d'une baisse plus généralisée des prix des logements ou d'une détérioration de la confiance des ménages.

Compte tenu des liens économiques et financiers étroits qui existent entre le Canada et les États-Unis, un tel tassement aurait une incidence directe et indirecte sur les institutions financières de notre pays. Les banques canadiennes ne sont que faiblement exposées de façon directe aux secteurs des ménages et des entreprises des États-Unis de même qu'aux banques américaines que pourrait toucher une dégradation de la qualité du crédit. Cependant, elles se ressentiraient indirectement d'une forte décélération de l'économie américaine, car celle-ci se répercuterait sur de nombreuses industries canadiennes à vocation exportatrice, dont certaines sont soumises à des tensions financières depuis quelques années. Les banques verraient également la qualité de leurs prêts aux ménages diminuer, par suite de la baisse de l'emploi et des revenus dans les secteurs de notre économie tournés vers l'exportation. Néanmoins, grâce à leurs fortes rentabilité et dotation en capital, les grandes banques canadiennes sont relativement bien placées pour surmonter un tel choc; il reste que certaines institutions de moindre taille pourraient être plus vulnérables à un ralentissement d'une ampleur inattendue de la croissance économique chez nos voisins du sud.

Au printemps 2006 ainsi qu'en février et mars de cette année, une certaine inquiétude au sujet de la santé de l'économie américaine a contribué à faire baisser les prix des actifs risqués pendant de courts intervalles. À ces deux occasions, les marchés sont demeurés liquides et les prix de ces actifs se sont vite ressaisis, après une brève période d'agitation. Si toutefois l'activité aux États-Unis devait décélérer abruptement, le fléchissement des prix des actifs risqués pourrait être plus important, plus prolongé et plus généralisé qu'il ne l'a été jusqu'à maintenant. Les conséquences négatives d'un élargissement des écarts de crédit pourraient à leur tour aggraver le ralentissement économique aux États-Unis. Une correction soudaine des prix des actifs risqués

au Canada et à l'étranger pourrait altérer la valeur de l'avoir net des particuliers, des investisseurs institutionnels et des entreprises, rendre le crédit moins accessible et plus coûteux et brider la croissance à court terme des économies canadienne et mondiale.

Une soudaine baisse de régime de l'activité économique américaine et une réévaluation des risques financiers pourraient également inciter les investisseurs à réduire la part des titres américains dans leurs portefeuilles, accentuant ainsi la volatilité sur les marchés des changes. Si cela devait se produire, le risque que les déséquilibres mondiaux ne se résorbent pas en douceur s'en trouverait probablement accru, et la réalisation de ce risque pourrait provoquer un recul de la croissance mondiale et une montée du protectionnisme. Les entreprises à vocation exportatrice canadiennes et, partant, l'emploi et les revenus au Canada pâtiraient vraisemblablement d'une telle situation.

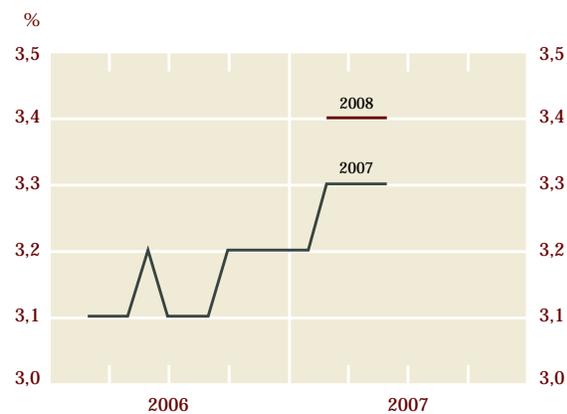
L'élargissement des écarts de crédit pourrait aussi résulter de facteurs autres qu'un ralentissement prononcé de l'économie américaine. Ces écarts sont tombés à de très faibles niveaux ces dernières années. Comme on l'explique dans le dossier présenté à la page 18, si cette évolution tient principalement à des facteurs tant structurels que cycliques, il est également possible que le risque de marché soit mal évalué, notamment parce que le recours aux produits financiers structurés et leur complexité ont rendu plus ardue pour les acteurs de marché l'évaluation de la nature et du juste prix des risques auxquels ils s'exposent. En outre, on constate que la vive concurrence que se livrent les intermédiaires financiers de par le monde a eu pour effet d'amoin-drir quelque peu les exigences imposées aux contreparties. Plus ces tendances dureront, plus les erreurs d'évaluation s'enracineront. Et plus la sous-évaluation sera forte, plus le risque d'une correction abrupte sera grand.

### **Situation financière au Canada**

Les grandes banques canadiennes ont enregistré de solides bénéfices en 2006 et au premier semestre de 2007. Leurs ratios de fonds propres restent élevés. La bonne qualité de leur crédit se maintient et, comme en fait état un article de la présente livraison, ces banques ont beaucoup amélioré leurs méthodes de gestion des risques. Le marché estime que la situation financière des banques est robuste. Tout cela porte à croire que celles-ci sont bien placées pour surmonter d'éventuels chocs négatifs.

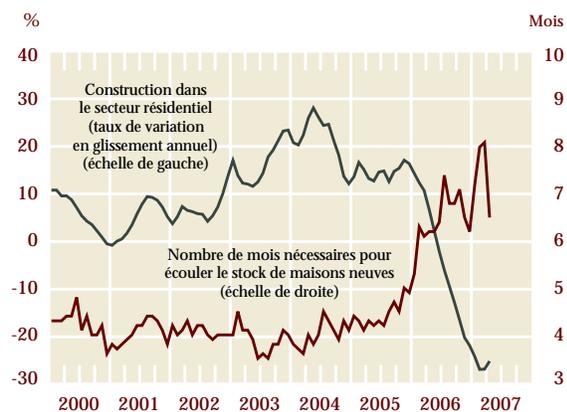
Les sociétés non financières canadiennes continuent également de bien se porter. Leurs profits sont demeurés substantiels durant les premiers mois

**Graphique 1**  
Évolution des prévisions de Consensus Economics concernant la croissance annuelle de l'économie mondiale en 2007 et en 2008\*



\* Les prévisions portent sur 46 pays. Les pondérations de chaque pays ont été établies sur la base de l'importance de son PIB (après conversion de celui-ci au taux de change établi pour 2005).  
Source : Consensus Economics Inc.

**Graphique 2**  
Construction dans le secteur résidentiel et stock de maisons individuelles neuves et inoccupées aux États-Unis



Source : Bureau du recensement des États-Unis

de 2007. Dans l'ensemble, les entreprises affichent un bilan solide, et leur ratio de levier financier est à un bas niveau. Nos indicateurs révèlent que la qualité du crédit de ce secteur reste bonne. La solidité du bilan des sociétés non financières et le climat économique généralement favorable dans lequel elles évoluent trouvent un écho dans les très faibles taux de prêts bancaires en souffrance, de défaillances sur obligations et de faillites commerciales.

Le ratio du service de la dette des ménages a commencé à augmenter en raison de la progression de l'endettement de ces derniers au cours de 2006 et de la montée des taux d'intérêt au premier semestre de la même année. Malgré une hausse constante de la proportion des ménages dont à la fois le ratio de la dette à l'actif et le ratio du service de la dette dépassent les seuils de vulnérabilité, les micro-données montrent que la plupart des ménages sont en assez bonne posture financière. Les arriérés de paiement sur prêts hypothécaires et le nombre de faillites personnelles se maintiennent à de bas niveaux. Le marché du crédit hypothécaire à risque n'est pas une source de préoccupation au Canada pour l'instant, puisque les institutions canadiennes limitent l'octroi de tels prêts aux emprunteurs de la catégorie « near-prime » (c'est-à-dire ceux dont le profil de risque se situe juste en deçà du profil des emprunteurs de premier ordre) et qu'elles offrent très peu d'instruments de prêt assortis de caractéristiques atypiques.

## Le contexte macrofinancier

### L'évolution de la conjoncture internationale

Les prévisions relatives à l'expansion de l'économie mondiale en 2007 ont été révisées légèrement à la hausse depuis décembre 2006 (Graphique 1), mais l'on s'attend toujours à ce que la croissance soit moins soutenue que l'an dernier.

Aux États-Unis, la baisse de régime de l'économie a été un peu plus marquée qu'on ne l'avait projeté. L'activité s'est ralentie dans le secteur américain du logement : les ventes ont diminué tant sur le marché du neuf que sur celui de la revente, le stock d'unités invendues a augmenté et la construction a reculé (Graphique 2)<sup>1</sup>. Parallèlement, les prix des logements ont fléchi (Graphique 3). De plus, les investissements des entreprises ont été étonnamment faibles ces derniers temps. Comme la Banque en

1. La réduction des investissements dans le secteur résidentiel a retranché un point de pourcentage au taux de croissance annualisé du PIB américain au second semestre de 2006.

a fait état dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*, le taux d'augmentation du PIB américain devrait rester modeste cette année, puis remonter en 2008.

Néanmoins, il existe un risque, minime il est vrai, que la croissance aux États-Unis décélère de façon soudaine. Ce risque pourrait se matérialiser si l'essoufflement actuel de l'activité dans le secteur américain du logement se prolonge et s'accroît, s'il en résulte un tassement plus prononcé de la consommation (en raison, par exemple, d'un resserrement des conditions du crédit, d'une baisse plus généralisée des prix des logements ou d'une détérioration de la confiance des ménages) et si l'investissement ralentit encore davantage.

Alors que les attentes concernant la progression de l'économie américaine sont relativement modestes, les projections de croissance se sont raffermies ailleurs dans le monde. Le déplacement de la demande qui est en train de s'opérer des États-Unis vers les autres pays vient conforter notre opinion selon laquelle la probabilité d'une résolution ordonnée des déséquilibres mondiaux a augmenté depuis la parution de la *Revue du système financier* de décembre. En effet, il semble de plus en plus que le déficit de la balance courante américaine ait atteint un sommet (Graphique 4).

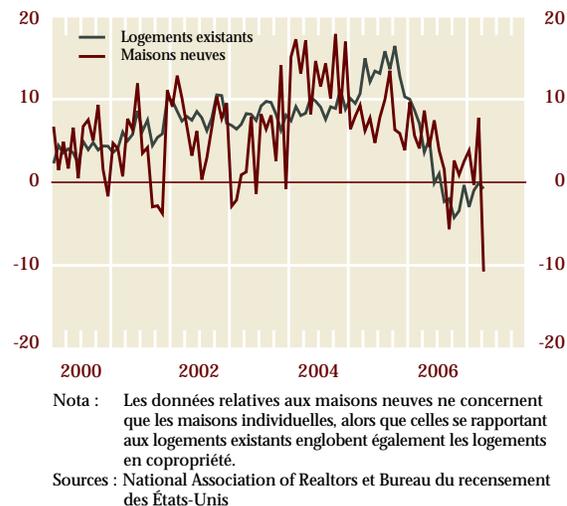
## Dossier

### L'évolution récente du marché américain des prêts hypothécaires à risque et son incidence sur le système financier canadien

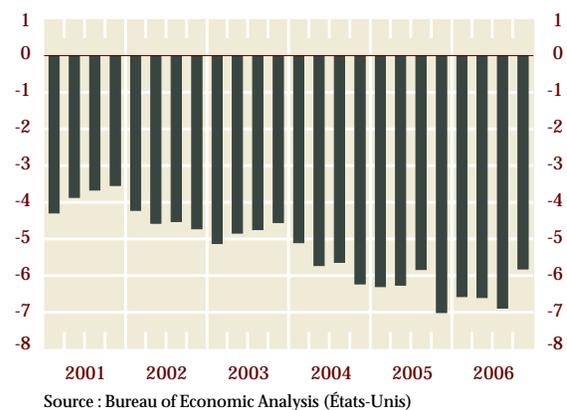
*William Barker, Jim Day, Ilan Kolet et Virginie Traclet*

La hausse des taux de défaillance sur le marché des prêts hypothécaires à risque aux États-Unis retient considérablement l'attention depuis quelque temps<sup>2</sup>. Cette évolution ne devrait pas avoir d'incidence directe sur le système financier canadien, les institutions financières du pays étant peu ou pas présentes sur ce marché<sup>3</sup>. Elle pourrait toutefois avoir des effets indirects, de par ses répercus-

**Graphique 3**  
Prix médian des logements vendus aux États-Unis  
Taux de variation en glissement annuel

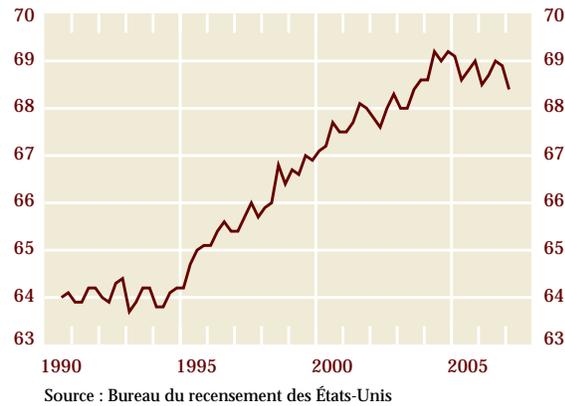


**Graphique 4**  
Solde de la balance courante des États-Unis  
En pourcentage du PIB

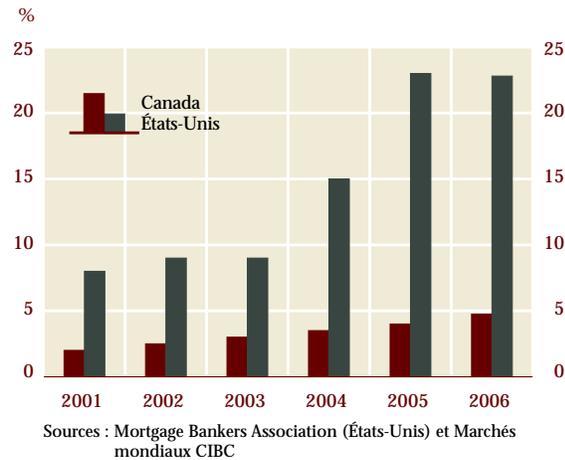


2. L'expression « à risque » désigne un prêt accordé à un emprunteur dont le dossier de crédit est entaché ou incomplet, ou qui ne peut produire suffisamment de documents attestant ses revenus.
3. Seulement trois des grandes banques canadiennes offrent des prêts hypothécaires à l'habitation aux États-Unis, essentiellement sur le marché du crédit hypothécaire de bonne qualité. En 2006, ces prêts ont représenté moins de 2 % de l'ensemble des prêts et acceptations octroyés par ces institutions, déduction faite des provisions spécifiques.

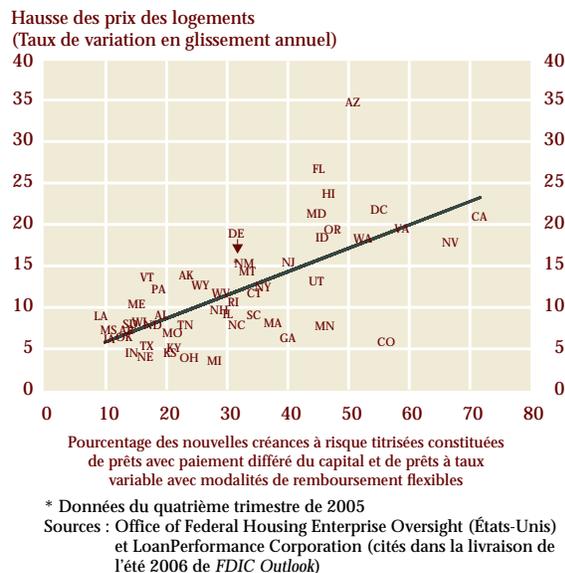
**Graphique 5**  
Taux d'accèsion à la propriété aux États-Unis



**Graphique 6**  
Proportion des prêts à risque dans les nouveaux crédits hypothécaires



**Graphique 7**  
États-Unis : produits de financement hypothécaire non traditionnels, par État\*



sions sur l'économie américaine et sur les marchés financiers internationaux.

#### *Détérioration des conditions sur le marché américain des prêts à risque*

La croissance du crédit hypothécaire à risque (attribuable en partie à la multiplication des innovations financières), les faibles taux hypothécaires réels et un assouplissement généralisé des critères d'octroi de prêts ont stimulé la demande de logements aux États-Unis ces dix dernières années (Graphique 5).

Selon les estimations, les prêts à risque ont compté pour plus de 22 % des nouveaux crédits hypothécaires en 2006, contre 7 % en 2001 (Graphique 6). Qui plus est, un grand nombre de ces prêts à risque ont été accordés à des conditions initialement généreuses, selon diverses modalités permettant à l'emprunteur de jouir de faibles mensualités au début de la période de remboursement, en contrepartie de versements plus élevés par la suite<sup>4</sup>. Ces produits de financement non traditionnels ont été particulièrement populaires sur les marchés où les prix des logements ont enregistré les plus fortes augmentations (Graphique 7). Ces prêts sont cependant très sensibles à la hausse des taux d'intérêt ou à la baisse des prix des logements<sup>5</sup>. Le volume du crédit hypothécaire a également été maintenu grâce à l'assouplissement des exigences imposées aux emprunteurs quant aux documents à fournir, ce qui a eu pour résultat de réduire l'information sur la capacité de ces acheteurs à rembourser leur dette. La situation aux États-Unis tranche vivement avec celle du Canada (Encadré 1).

Après avoir diminué de façon continue pendant environ trois ans, les défauts de paiement sur les prêts hypothécaires à risque ont récemment augmenté aux États-Unis, sous l'effet de la hausse des taux d'intérêt et du recul des prix des logements

4. Cette sous-catégorie englobe les prêts hybrides, dont les taux d'intérêt sont fixes pendant une certaine période puis rajustés par la suite; les prêts avec paiement différé du capital, dont les versements ne comprennent aucun remboursement du capital durant une période donnée; et les prêts à amortissement négatif, formule selon laquelle l'emprunteur n'acquiesse qu'une partie des mensualités normalement dues, la somme restante s'ajoutant au capital et faisant augmenter la dette pendant la durée de l'emprunt.
5. Lorsque les taux hypothécaires montent, ceux dont sont assortis certains prêts sont ajustés à la hausse. Ces ajustements font grimper les mensualités et alourdissent le fardeau financier de l'emprunteur. D'autre part, le recul des prix des logements peut rendre négatif l'avoir propre de certains emprunteurs, notamment dans le cas où les modalités du crédit permettent un accroissement de la dette pendant la durée du prêt.

dans certaines régions (Graphique 8)<sup>6</sup>. Bien que les taux de défaillance sur les prêts à risque soient inférieurs au sommet atteint à la fin de 2001, il convient de noter que ces prêts représentent aujourd'hui une proportion beaucoup plus grande de l'encours total du crédit hypothécaire que ce n'était le cas à l'époque<sup>7</sup>. La situation des prêts de bonne qualité (qui constituent l'essentiel de l'encours hypothécaire) n'a toutefois pas connu de détérioration semblable (Graphique 9).

La récente hausse des taux de défaillance a entraîné un élargissement notable des écarts de crédit dans le segment plus risqué du marché des titres hypothécaires<sup>8</sup>. Par exemple, l'écart correspondant à la tranche la plus risquée (BBB-) de l'indice ABX.HE, qui est composé de swaps sur défaillance visant des obligations adossées à des créances hypothécaires à risque, s'est creusé de près de 1 000 points de base après s'être établi à environ 400 points de base au début de janvier 2007<sup>9</sup>. Cet élargissement traduit une diminution de la demande de produits adossés à des créances hypothécaires à risque, ce qui a rendu les banques d'investissement moins enclines à transformer des prêts hypothécaires en produits structurés et à financer les prêteurs hypothécaires. Les exigences accrues en matière de dépôt de garanties, conjuguées au resserrement de l'offre de crédit, ont provoqué une brusque montée du nombre de faillites et des fusions chez les prêteurs hypothécaires du segment à risque.

Aux États-Unis, près des trois quarts des prêts hypothécaires à risque sont consentis par des courtiers hypothécaires, des sociétés de financement spécialisées ou les divisions de financement hypothécaire de sociétés de portefeuille bancaires. La plupart de ces prêts sont ensuite reconditionnés sous forme de titres de dette hypothécaires ou d'instruments d'emprunt plus complexes, tels que des TGC (titres garantis par des créances) multitranches. (Voir le dossier consacré au financement structuré.) Ces

6. À la suite des récentes hausses des taux de défaillance sur les prêts hypothécaires à risque, quelques institutions financières ont resserré leurs conditions d'octroi de crédit.
7. Les prêts hypothécaires à risque représentaient approximativement 14 % de l'encours total du crédit hypothécaire aux États-Unis en 2006, contre 2,6 % en 2001.
8. Comme l'expansion du marché des prêts à risque a été rapide, les modèles d'évaluation du risque de crédit peuvent avoir été fondés sur des données limitées, ce qui a pu amener les prêteurs hypothécaires à sous-estimer le risque lié à ces prêts.
9. L'indice ABX.HE se compose de 20 des plus importants titres adossés à des créances hypothécaires à risque garanties par la valeur nette de propriétés aux États-Unis. Il se subdivise en cinq sous-indices, qui vont de AAA à BBB-, selon la vulnérabilité des titres au risque de défaillance.

#### Encadré 1

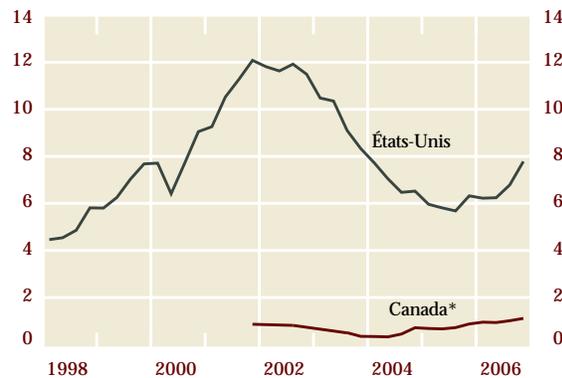
### Les différences entre les marchés canadien et américain des prêts hypothécaires à risque

Comparé à son pendant américain, le marché canadien du crédit hypothécaire à risque en est encore à ses balbutiements<sup>1</sup>. En effet, selon les estimations, les prêts hypothécaires à risque n'ont représenté que 5 % environ du volume total des nouveaux prêts hypothécaires octroyés au Canada en 2006 (Graphique 6), et ils comptent actuellement pour moins de 3 % de l'encours des crédits hypothécaires. En outre, si les taux de défaillance enregistrés dans ce marché ont bondi récemment aux États-Unis, cela n'a pas été le cas au Canada (Graphique 8)<sup>2</sup>. Les institutions canadiennes actives dans ce créneau ciblent avant tout les emprunteurs qui relèvent des catégories dites « near-prime » et « Alt-A »<sup>3</sup>, et elles n'offrent pas les types de produits hypothécaires qui ont contribué à la multiplication des défauts de paiement chez nos voisins du sud. Enfin, le marché canadien du logement n'a pas eu à faire face au retournement de conjoncture observé aux États-Unis, et plusieurs indicateurs donnent à penser qu'un renversement majeur et généralisé de la tendance des prix des logements au Canada est peu probable (voir « Les prix des logements » à la page 12). Le marché canadien du crédit hypothécaire à risque n'est donc pas pour le moment une source de préoccupation pour la stabilité du système financier au pays.

1. Pour une analyse approfondie du marché canadien des prêts hypothécaires à risque, se reporter aux pages 19 et 21 de la livraison de décembre 2005 de la *Revue du système financier*.
2. Les chiffres se rapportant au Canada proviennent tous de statistiques limitées.
3. Les emprunteurs de la catégorie « near-prime » ont des profils de risque qui se situent juste en deçà du seuil de confort des principales institutions financières. Les clients de la catégorie « Alt-A » sont des emprunteurs qui ont de bons antécédents de crédit, mais qui ne peuvent produire suffisamment de documents attestant leurs revenus.

**Graphique 8**  
Défaillances sur les prêts hypothécaires à risque

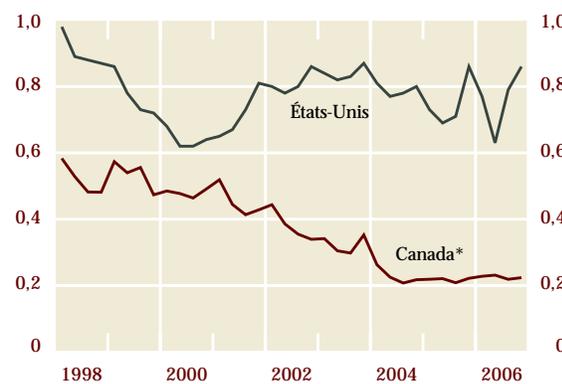
Pourcentage des prêts arriérés depuis plus de 90 jours ou ayant donné lieu à une procédure de saisie immobilière



\* Moyenne des principaux prêteurs à risque  
Sources : Mortgage Bankers Association (États-Unis) et Banque du Canada

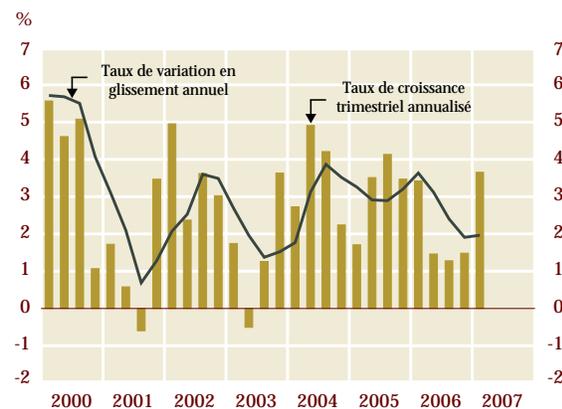
**Graphique 9**  
Défaillances sur les prêts hypothécaires de bonne qualité

Pourcentage des prêts arriérés depuis plus de 90 jours ou ayant donné lieu à une procédure de saisie immobilière



\* Banques commerciales canadiennes seulement  
Sources : Mortgage Bankers Association (États-Unis) et Banque du Canada

**Graphique 10**  
Croissance du PIB réel au Canada



Source : Statistique Canada

titres sont vendus à des investisseurs institutionnels, qui assument le risque. Ce mécanisme de transfert du risque de crédit devrait contribuer à atténuer le risque systémique posé par la hausse des prêts hypothécaires en souffrance.

### *Incidence sur l'économie américaine*

L'évolution du marché du crédit hypothécaire à risque pourrait accentuer le ralentissement actuel du secteur américain du logement en comprimant la demande — à mesure que les institutions financières resserrent leurs critères d'octroi de prêts en réaction à l'augmentation des taux de défaillance — ainsi qu'en poussant l'offre à la hausse sur le marché des maisons existantes. Un crédit moins abordable, combiné aux répercussions du repli continu du secteur de l'habitation (y compris des prix des logements) sur la richesse et les revenus, pourrait restreindre les dépenses de consommation. Par conséquent, le ralentissement économique en cours aux États-Unis pourrait s'avérer plus prononcé et plus long que prévu.

### *Implications pour le système financier canadien*

Une expansion plus faible qu'anticipé de l'économie américaine se répercuterait sur le secteur canadien des exportations, ce qui nuirait vraisemblablement à la qualité du crédit des portefeuilles de prêts des banques canadiennes. De même, si l'évolution du secteur des prêts hypothécaires à risque aux États-Unis devait accroître l'aversion pour le risque sur les marchés financiers, certains des actifs détenus par les banques canadiennes pourraient se déprécier. Toutefois, comme ces dernières sont, à l'heure actuelle, bien dotées en capital et très rentables, l'incidence totale de cette évolution sur la santé des institutions financières du pays serait probablement limitée.

## **L'évolution de la conjoncture au Canada**

### *L'économie canadienne*

Comme le relate le *Rapport sur la politique monétaire* publié en avril, la progression de l'économie canadienne s'est modérée au second semestre de 2006, en bonne partie à cause de la baisse de régime de l'activité aux États-Unis (Graphique 10). Même s'il a connu une légère décélération, le taux d'expansion de la demande intérieure est demeuré robuste, et l'économie a continué d'afficher une demande excédentaire. Ces derniers mois, l'inflation a été un peu plus élevée qu'escompté.

Selon la projection énoncée dans le *Rapport* d'avril, l'activité économique devrait s'accélérer quelque peu au Canada en 2007 pour croître à un rythme

proche de celui de la production potentielle, une fois que la demande excédentaire se sera résorbée. La demande intérieure devrait être le principal moteur de cette accélération. Si les exportations profiteront de l'expansion somme toute vigoureuse de l'économie mondiale et des niveaux relativement hauts des cours des matières premières (Graphique 11), certains secteurs continueront de pâtir du ralentissement de la croissance aux États-Unis. En fait, au premier trimestre de 2007, l'économie canadienne a progressé à un rythme vigoureux, supérieur à nos estimations d'avril.

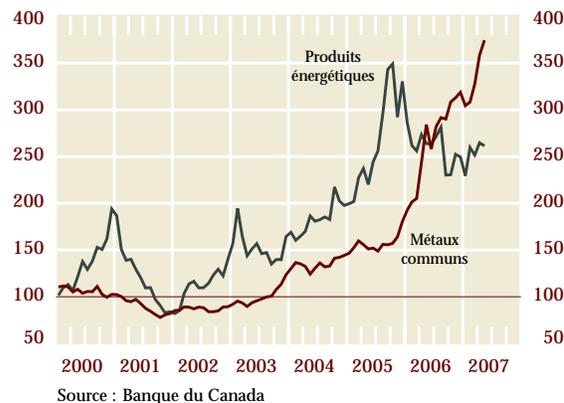
#### Le secteur des sociétés non financières

La situation financière globale du secteur des sociétés non financières est restée saine. Les rendements des capitaux propres sont demeurés très solides, tandis que le ratio d'endettement a poursuivi sa décline tout au long de 2006 et au début de 2007 (Graphique 12). Le secteur continue de s'ajuster aux niveaux plutôt élevés des prix de nombreux produits de base, à la montée du dollar canadien et à la vive concurrence livrée par les économies de marché émergentes. Il s'est aussi ressenti, au cours de la dernière année, de la faiblesse de la demande américaine. Ces facteurs influent sur la tenue des différentes branches d'activité (Graphique 13). Les bénéfices de la plupart des industries peu ouvertes au commerce international et d'une partie des secteurs des ressources naturelles (comme l'extraction pétrolière et gazière et la première transformation des métaux) sont restés substantiels. La rentabilité d'un certain nombre d'autres secteurs fortement exposés à la concurrence internationale est demeurée relativement faible.

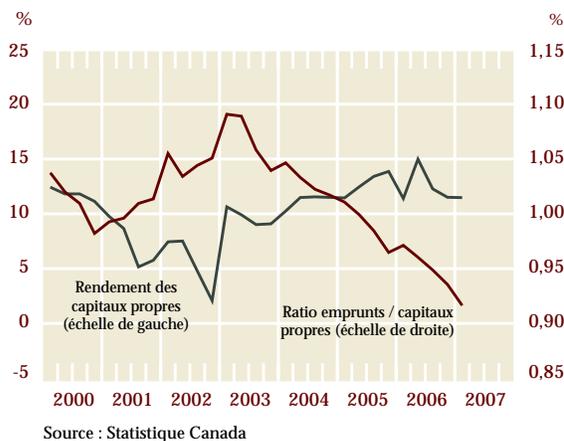
Nos indicateurs établis à partir de microdonnées et de l'approche des créances contingentes (ACC) donnent à penser que la qualité du crédit des entreprises est encore bonne dans l'ensemble (Graphique 14). L'indicateur fondé sur les microdonnées<sup>10</sup> révèle un gain à ce chapitre en 2006. Plus précisément, la part des actifs des firmes dont les marges bénéficiaires et les ratios de liquidité et d'endettement sont fragiles est tombée au-dessous de 8 %. Cette amélioration s'observe au sein de la majorité des secteurs, les principales exceptions étant celui de la fabrication des biens de consommation et la vente au détail, où la qualité du crédit s'est nettement dégradée entre 2005 et 2006. L'indicateur ACC fait aussi état d'un renforcement de la qualité du crédit. Dans de précédentes livraisons

10. Cet indicateur a fait l'objet d'un rapport paru dans la livraison de décembre 2005 de la *Revue du système financier* (p. 39-44).

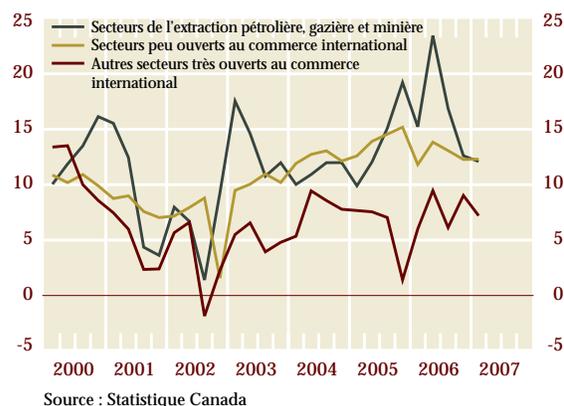
**Graphique 11**  
Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada  
Base 100 de l'indice = 1982-1990



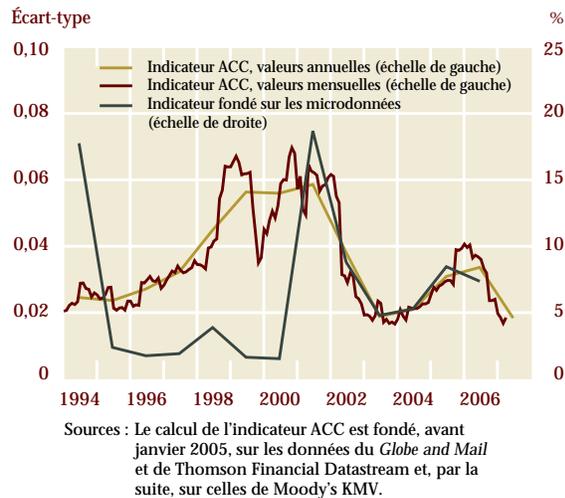
**Graphique 12**  
Situation financière des sociétés non financières canadiennes



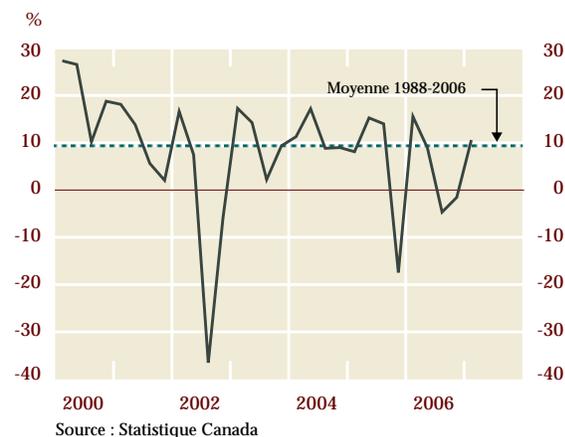
**Graphique 13**  
Taux de rendement des capitaux propres dans différents secteurs



**Graphique 14**  
Indicateur fondé sur les microdonnées et indicateur ACC



**Graphique 15**  
Rendement des capitaux propres dans le secteur de la construction automobile



de la *Revue du système financier*<sup>11</sup>, l'évolution de cet indicateur signalait la possibilité d'une intensification du risque dans le secteur des sociétés non financières en 2005 et en 2006, attribuable avant tout à la volatilité accrue dans l'industrie du pétrole et du gaz, mais aussi, dans une moindre mesure, à la légère accentuation du risque dans plusieurs autres branches d'activité<sup>12</sup>. Sur la foi de données mensuelles récentes, l'indicateur ACC montre que le risque associé au secteur des sociétés non financières a diminué à la fin de 2006 ainsi qu'au début de 2007, en raison de la moins grande volatilité au sein du secteur pétrogazier<sup>13</sup>. Le risque s'est aussi amoindri au cours de la même période dans la plupart des autres secteurs. De fait, l'indicateur ACC se situe de nouveau au bas niveau de 2004.

### Les secteurs industriels

L'essoufflement de l'économie des États-Unis au cours de l'année écoulée a particulièrement freiné les exportations canadiennes de matériaux de construction et d'automobiles, deux industries déjà mises à mal par l'appréciation du dollar canadien et la forte concurrence des producteurs étrangers. Une partie des entreprises du secteur canadien de l'automobile est aussi touchée par le déplacement de la demande de véhicules qui s'opère aux dépens des trois principaux constructeurs nord-américains.

Après avoir essuyé une perte au second semestre de 2006, l'industrie de la construction automobile au Canada a vu sa rentabilité se redresser fortement au premier trimestre de 2007 (Graphique 15). La restructuration des activités (en particulier chez Ford et Chrysler et chez de nombreux fabricants de pièces automobiles) s'est néanmoins poursuivie, les trois grands de l'auto réduisant leurs capacités productives et leurs effectifs en Amérique du Nord pour mieux s'ajuster à l'évolution de leurs ventes à long terme.

Le secteur de la fabrication de produits du bois et du papier a accusé une perte au premier trimestre de 2007, qui tranche avec le bond provisoire que sa rentabilité avait enregistré au trimestre

11. L'approche des créances contingentes (ACC) a été exposée dans la *Revue* de juin 2006 (p. 43-50). L'indicateur ACC a été mis à jour dans la livraison de décembre 2006 (p. 9).
12. L'indicateur ACC mesure la variance du portefeuille de l'ensemble des actifs (à la valeur de marché) du secteur des entreprises au Canada. Ainsi, l'indicateur exploite tous les avantages que recèle la diversification du risque pour les entreprises. Par conséquent, il fournit une approximation du risque non diversifiable dans ce secteur.
13. L'indicateur ACC repose sur des données qui vont jusqu'en avril 2007, inclusivement.

précédent, grâce au remboursement par les autorités américaines d'environ 80 % des droits compensateurs perçus sur les importations de bois d'œuvre canadien (Graphique 16). Le ralentissement du marché de l'habitation aux États-Unis pèse fortement sur les prix du bois d'œuvre et les volumes d'exportation de ce produit. En outre, les entreprises du secteur ont dû payer ces derniers mois une taxe à l'exportation, car les prix du bois d'œuvre étaient inférieurs au seuil fixé dans l'accord conclu entre le Canada et les États-Unis pour mettre fin au différend sur le bois d'œuvre résineux. Les producteurs de papier, notamment de papier journal, ont aussi continué de réduire leur production dans le cadre de la réorganisation des opérations qu'entraîne le recul structurel de la demande. Les difficultés du secteur des produits du bois et du papier ont été particulièrement aiguës au Québec, en Ontario et en Colombie-Britannique.

Les taux de rendement des fabricants de matériel électronique et informatique ont fléchi vers la fin de 2006 et au début de 2007, en réponse au maintien de pressions concurrentielles intenses sur les marchés mondiaux (Graphique 17). On assiste au Canada à des fusions et à des rationalisations dans cette industrie, particulièrement dans la filière des télécommunications.

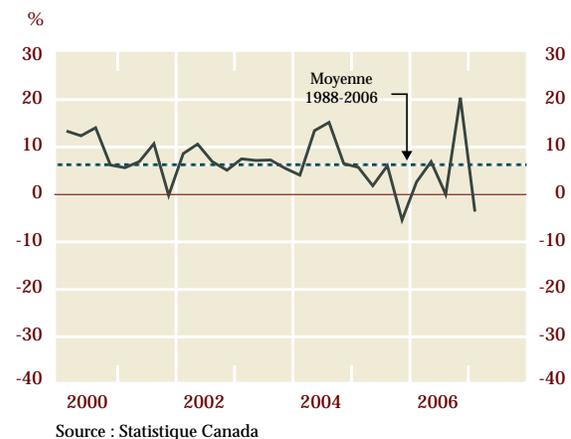
Les perspectives financières des producteurs céréaliers se sont considérablement améliorées depuis l'automne. Les prix mondiaux des céréales et des oléagineux ont connu une forte ascension, qui devrait persister, partiellement du moins, compte tenu de la hausse de la demande de biocarburants. À l'inverse, la situation financière des éleveurs, et surtout celle des producteurs de porc, est demeurée tendue ces derniers mois du fait du renchérissement des intrants. Le gouvernement fédéral a annoncé récemment qu'il injectera 1 milliard de dollars pour bonifier les programmes nationaux de soutien du revenu agricole.

Bien qu'un certain nombre d'entreprises au sein des secteurs en difficulté soient encore en butte à des risques financiers majeurs, il paraît improbable que les problèmes auxquels elles sont confrontées aient un impact notable sur le système financier canadien, car l'exposition des banques du pays à l'égard de ces secteurs est faible.

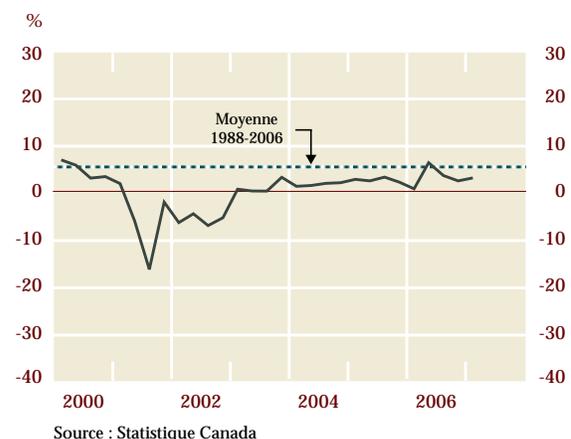
### *Les prix des logements*

La hausse des prix des logements s'est poursuivie au Canada, alimentée par une croissance soutenue des revenus, par la vigueur de l'emploi et par des taux d'intérêt qui demeurent relativement bas. Après s'être intensifié pendant près de deux ans, le rythme de progression des prix s'est toutefois

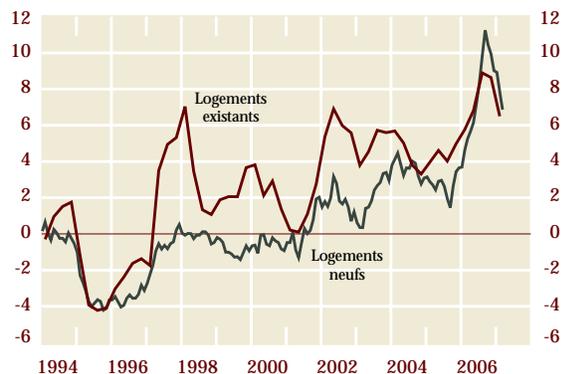
**Graphique 16**  
Rendement des capitaux propres dans le secteur de la fabrication de produits du bois et du papier



**Graphique 17**  
Rendement des capitaux propres dans le secteur de la fabrication de matériel électronique et informatique

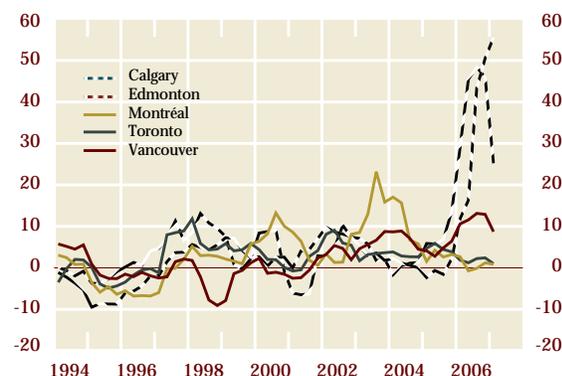


**Graphique 18**  
**Prix réels des logements au Canada\***  
 Taux de variation en glissement annuel



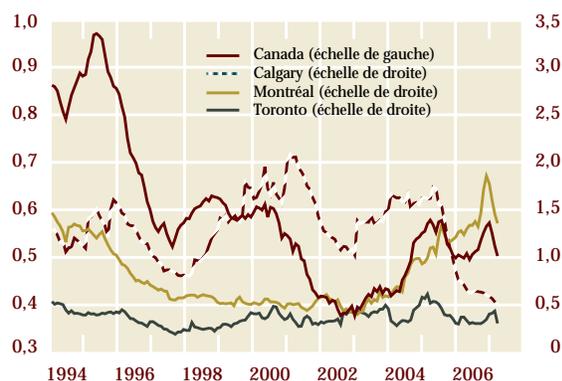
\* Prix nominaux corrigés par l'IPC  
 Sources : Royal LePage, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

**Graphique 19**  
**Prix réel des maisons à la revente dans quelques villes\***  
 Taux de variation en glissement annuel



\* Prix nominaux corrigés par l'IPC  
 Sources : Royal LePage, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

**Graphique 20**  
**Logements achevés récemment et inoccupés**  
 En pourcentage de la population



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

modéré dernièrement (Graphique 18). Le ralentissement est assez généralisé, bien qu'il subsiste des différences régionales; le rythme d'augmentation demeure en effet plus vif dans l'Ouest du Canada, où la solide croissance des revenus, la création d'emplois et les gains migratoires ont continué de stimuler la demande de logements (Graphique 19). Le tassement observé tient au raffermissement général de l'offre tant sur le marché des maisons neuves que sur celui de la revente.

Plusieurs indicateurs permettent de croire qu'un renversement marqué et généralisé des prix des logements est peu probable. Les indicateurs d'offre excédentaire restent, dans la majorité des villes, inférieurs aux moyennes historiques et bien en deçà des sommets atteints au début et au milieu des années 1990 (Graphique 20). La demande de logements demeure vigoureuse, surtout dans l'Ouest. Par ailleurs, l'accessibilité s'est accrue sur la plupart des marchés sous l'effet conjugué du ralentissement de la montée des prix des logements, de l'expansion des revenus et de la stabilité des taux hypothécaires.

Globalement, les données récentes confortent l'opinion selon laquelle le marché canadien du logement ne représente pas une menace sérieuse pour la stabilité du système financier du pays.

#### *Le secteur des ménages*

Les ménages canadiens ont continué de s'endetter à un rythme soutenu, quoique légèrement inférieur au sommet enregistré au milieu de 2006. La hausse des prix des logements nourrit la demande de crédit, car les ménages recourent de plus en plus au refinancement hypothécaire pour tirer parti de l'augmentation de leur avoir propre foncier.

La croissance de l'endettement des ménages a dépassé celle de leur revenu tout au long de 2006, de sorte que le ratio de la dette au revenu a encore progressé. Au premier trimestre de 2007, cependant, ce ratio a quelque peu diminué pour s'établir à 123,7 %. La tendance à la hausse affichée par ce ratio durant la majeure partie de la dernière année, conjuguée à la montée des taux d'intérêt, a fait augmenter le ratio du service de la dette des ménages, qui est passé de 6,9 % à 7,15 % entre le deuxième trimestre de 2006 et le premier trimestre de 2007 (Graphique 21)<sup>14</sup>. Le secteur des ménages canadiens semble toutefois jouir d'une bonne santé

14. L'Encadré 2 de la *Revue du système financier* de décembre 2006 décrit la révision apportée à l'estimation du ratio global du service de la dette. On notera que cette mesure *n'inclut pas* les remboursements de capital.

financière, comme en témoignent des indicateurs de tensions financières le concernant. Le taux de faillites personnelles a beaucoup reculé au cours des douze derniers mois, alors que les arriérés de paiement sur prêts hypothécaires se maintiennent à des niveaux historiquement bas (Graphique 22).

Une mise à jour de l'analyse de la distribution de la dette des ménages présentée dans la livraison de décembre 2006 de la *Revue du système financier* révèle que la proportion de ménages vulnérables (c'est-à-dire ceux dont le ratio du service de la dette excède certains seuils de vulnérabilité) et la part de la dette totale du secteur détenue par ces ménages demeurent légèrement inférieures aux moyennes qu'elles ont affichées sur la période allant de 1999 à 2006, et ce, malgré la montée du niveau d'endettement<sup>15,16</sup>. On constate toutefois, en parallèle, une hausse de la dette détenue par les ménages dont à la fois le ratio du service de la dette (RSD) et le ratio de la dette à l'actif (RDA) dépassent les seuils de vulnérabilité. Néanmoins, la dette détenue par ces ménages représente moins de 3 % de la dette totale du secteur lorsque le seuil de vulnérabilité pour le ratio du service de la dette est fixé à 23 %, et moins de 0,7 % quand ce seuil est fixé à 40 % (Graphique 23).

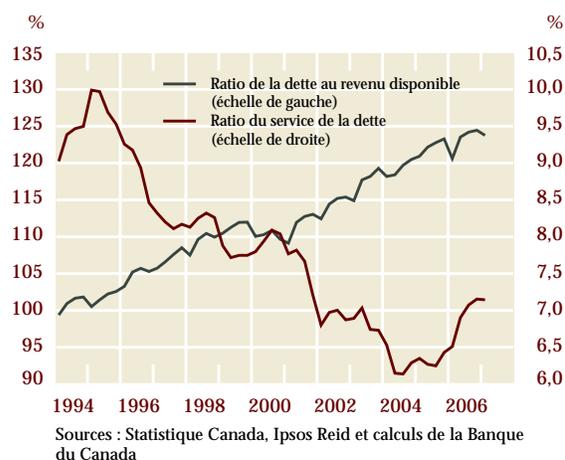
Le faible niveau actuel du ratio global du service de la dette des ménages canadiens illustre la bonne situation financière de ces derniers. Si ce ratio devait grimper soudainement, la vulnérabilité de certains ménages s'en trouverait vraisemblablement accrue. C'est pourquoi il importe d'évaluer l'effet qu'aurait sur ce ratio — et donc sur la situation financière du secteur — une hausse des taux d'intérêt ou du niveau d'endettement, ou encore des deux. Idéalement, nous aimerions pouvoir prévoir la variation dans le temps de la proportion de ménages dont le ratio de la dette à l'actif et le ratio du service de la dette excéderaient les seuils de vulnérabilité; cependant, les projections du ratio global du service de la dette peuvent aussi être révélatrices du cours que prendraient les choses dans des circonstances hypothétiques. Ainsi, nous effectuons des simulations à l'aide d'une méthode semblable à celle utilisée par le passé<sup>17</sup>, mais en nous servant de l'estimation révisée du ratio du service de la dette

15. La présente analyse repose sur les microdonnées pour toute l'année 2006, alors que celle parue dans la livraison de décembre de la *Revue* s'appuyait sur des données portant uniquement sur le premier semestre de 2006.

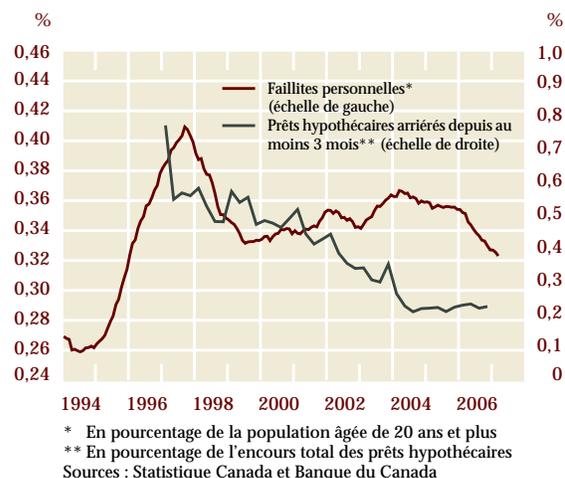
16. Pour en savoir plus sur ces seuils de vulnérabilité, voir les pages 16 et 17 de la livraison de décembre 2006 de la *Revue*.

17. Cette méthode est expliquée dans l'Encadré 1 de la *Revue du système financier* parue en décembre 2004.

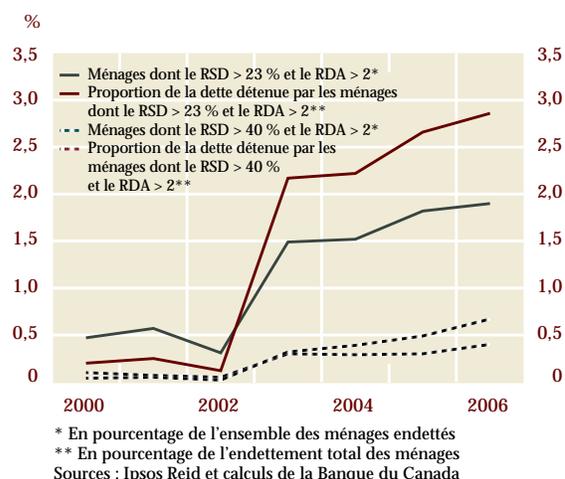
**Graphique 21**  
Indicateurs de l'endettement des ménages



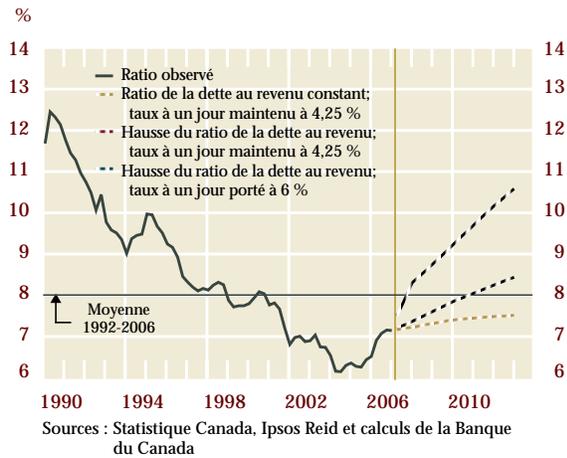
**Graphique 22**  
Secteur des ménages : indicateurs de tensions financières



**Graphique 23**  
Proportion des ménages vulnérables et de la dette détenue par ces derniers



**Graphique 24**  
Évolution du ratio du service de la dette selon divers scénarios



décrite dans la *Revue* de décembre 2006<sup>18</sup>. Compte tenu de l'actualisation des hypothèses, les données historiques ont été revues à la baisse. La période de projection commence au deuxième trimestre de 2007 pour se terminer au premier trimestre de 2013.

#### *Les effets de l'endettement croissant sur le ratio du service de la dette*

Puisque le ratio de la dette au revenu n'a cessé de s'élever ces 20 dernières années (Graphique 21), on peut s'attendre à ce que cette tendance se maintienne. Pour étudier l'incidence que cela aurait sur le ratio du service de la dette, nous avons conçu un scénario suivant lequel le taux du financement à un jour demeure à son niveau actuel (4,25 %), alors que le ratio de la dette au revenu augmente. Dans ce scénario, le crédit à la consommation et le crédit hypothécaire continuent de croître — et ce, au rythme annuel moyen observé durant la période allant du premier trimestre de 2000 au premier trimestre de 2007<sup>19</sup> —, tandis que le revenu disponible en fait autant, à un taux tendanciel de 5 %. Résultat, le ratio de la dette au revenu passe de 124 % au premier trimestre de 2007 à 138 % au premier trimestre de 2013<sup>20</sup>. Cette hausse est également compatible avec d'autres scénarios qui considéreraient, par exemple, un ralentissement de la progression du revenu et de l'endettement. Comme le montre le Graphique 24, si le ratio de la dette au revenu devait s'accroître à cette cadence, le ratio du service de la dette dépasserait sa moyenne historique pour atteindre 8,4 % au premier trimestre de 2013. En revanche, si le ratio de la dette au revenu demeurait à son niveau actuel, le ratio du service de la dette gagnerait moins de 40 points de base pour se chiffrer à 7,5 % au premier trimestre de 2013, car certains prêts dont l'échéance tomberait pendant la période de simulation seraient renouvelés à un taux supérieur à celui auquel ils avaient été contractés initialement.

18. Se reporter à l'Encadré 2 en page 13 de la livraison de décembre 2006.

19. Pour simplifier, on présume que toutes les composantes des prêts à la consommation augmentent au même rythme que l'ensemble du crédit à la consommation (8 % par année) et que toutes les composantes des prêts hypothécaires augmentent au même rythme que l'ensemble du crédit hypothécaire (6 % par année). Ainsi, pendant la période considérée, la dette totale s'accroît de 48 %.

20. On prévoit que le ratio de la dette au revenu augmentera de quatorze points de pourcentage sur la période de six années envisagée, soit une hausse identique à celle enregistrée au cours des six dernières années.

### *Les effets d'une hausse des taux d'intérêt sur le ratio du service de la dette*

Pour évaluer l'incidence des variations des taux d'intérêt sur le ratio du service de la dette, nous avons élaboré un scénario dans lequel les taux d'intérêt augmentent fortement. Plus précisément, le taux du financement à un jour monte à 6 %, soit bien au-dessus de sa moyenne sur dix ans (3,74 %), au cours des quatre premiers trimestres de la simulation et demeure à ce niveau jusqu'à la fin de la période envisagée<sup>21</sup>. Comme dans le scénario précédent, le ratio de la dette au revenu passe de 124 % au premier trimestre de 2007 à 138 % au trimestre correspondant de 2013. On peut considérer que pareille éventualité est peu probable, puisqu'elle suppose que l'endettement continuerait de s'accroître au même rythme jusqu'à la fin de la période, malgré la hausse substantielle des taux d'intérêt; or, dans les faits, cette hausse aurait vraisemblablement pour effet de ralentir l'accumulation de dettes. Si les taux d'intérêt et le ratio de la dette au revenu augmentaient de la sorte, le ratio du service de la dette grimperait à 10,6 % en 2013, soit au-dessus du sommet de 10 % atteint en 1995. Certains ménages seraient alors beaucoup moins en mesure de surmonter d'éventuels chocs de revenus ou de taux d'intérêt.

### *Conclusion*

Actuellement, la situation financière des ménages canadiens ne menace pas la stabilité du système financier, mais les simulations décrites ici donnent à penser que la vulnérabilité de ce secteur aux chocs s'accroît, en raison de l'augmentation constante du ratio de la dette au revenu. Nos simulations montrent également qu'une forte montée des taux d'intérêt accentuerait cette vulnérabilité.

## **Le système financier**

### **Les marchés financiers**

Les marchés financiers mondiaux ont connu une période de volatilité accrue des prix des actifs en février et au début mars; précisons toutefois que la

volatilité se situait jusque-là à des niveaux historiquement bas. Si cette diminution générale des prix des actifs risqués tenait en partie à l'incertitude qui plane sur les perspectives économiques aux États-Unis, y compris l'évolution du marché américain des prêts hypothécaires à risque (voir le dossier présenté à la page 6), elle était liée également au fait que les primes de risque touchent leurs plus faibles niveaux ou presque. Comme en mai et juin 2006, l'agitation sur les marchés a été relativement mineure et de courte durée, les prix de maints actifs risqués ayant regagné par la suite une bonne partie du terrain perdu.

S'il est vrai que les très bas niveaux des primes de risque s'expliquent par des facteurs tant structurels que cycliques (voir le dossier portant sur les écarts de taux relatifs aux actifs risqués, p. 18), certaines inquiétudes persistent néanmoins quant à la possibilité que le risque de marché soit présentement sous-évalué (voir le dossier consacré au financement structuré, p. 20). De nombreux indicateurs donnent à penser que la propension au risque des acteurs de marché demeure élevée. Parmi ces indicateurs, notons la volatilité implicite de l'indice S&P 500 (VIX) et les écarts de taux sur les obligations des économies émergentes, lesquels sont retombés à des creux historiques. Considérées conjointement, les périodes de turbulence des marchés de 2006 et de 2007 portent à croire que la dispersion accrue des risques facilitée par l'évolution du financement structuré a permis aux marchés financiers d'absorber plus facilement les chocs idiosyncrasiques. Malgré ces progrès, il subsiste un risque qu'un choc macroéconomique majeur entraîne une montée rapide des primes de risque et, du même coup, une baisse généralisée et sensible des prix des actifs.

Par ailleurs, on accueille avec une certaine inquiétude les indications selon lesquelles la vive concurrence que se livrent les institutions financières pour capter la clientèle des fonds de couverture aurait eu pour effet d'amoindrir les exigences imposées aux contreparties. De fait, le Forum sur la stabilité financière a publié récemment un rapport qui recommande aux autorités de surveillance, aux contreparties, aux investisseurs et aux gestionnaires de fonds de couverture de prendre les mesures nécessaires pour renforcer la protection contre le risque systémique (voir l'Encadré 2).

À la suite d'un examen récent de l'exposition des grandes banques canadiennes à l'égard des fonds de couverture, le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF) a conclu que cette exposition est relativement minime et que les banques canadiennes se montrent prudentes

21. Dans ce scénario, on présume que les primes de terme entre les rendements des obligations d'État à diverses échéances et le taux du financement à un jour (et donc les primes de terme relatives aux taux d'intérêt sur la dette des ménages) passent, en quatre trimestres, de leur niveau actuel à celui correspondant à leur écart de rendement moyen pour chaque échéance lorsque le taux à un jour monte à 6 %. Les primes de terme restent ensuite inchangées jusqu'à la fin de la période de simulation. De la sorte, la courbe de rendement, actuellement aplatie ou même légèrement inversée, reprend alors le mouvement ascendant qui lui est plus généralement associé.

## Encadré 2

### Rapport du Forum sur la stabilité financière concernant les institutions à fort levier financier

Le Forum sur la stabilité financière (FSF) a été créé par les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales des pays du G-7 en 1999, afin de promouvoir la stabilité financière au niveau mondial par l'échange d'informations et la coopération internationale en matière de contrôle et de surveillance des marchés de capitaux. À la demande des ministres des Finances et des gouverneurs des banques centrales des pays du G-7, le FSF a récemment mis à jour son rapport de 2000 sur les institutions à fort levier financier. Ce nouveau rapport, publié le 19 mai 2007, contient des recommandations touchant les questions de stabilité financière qui ont trait aux fonds de couverture et aux autres institutions à fort levier financier. Il invite les autorités de surveillance à faire en sorte que les principaux intermédiaires financiers continuent de renforcer leurs méthodes de gestion du risque de contrepartie et améliorent leur capacité de résister à une réduction possible de la liquidité du marché. Le rapport invite aussi les contreparties et les investisseurs à resserrer la discipline de marché en cherchant à obtenir plus d'information sur l'exposition aux risques. Enfin, il appelle le secteur des fonds de couverture à élaborer des règles de bonne conduite à l'intention des gestionnaires de fonds.

lorsqu'il est question de fonds de couverture. Comme il s'agit là d'un domaine où une vigilance constante s'impose, le BSIF a affirmé qu'il continuera d'évaluer l'activité des banques sur ce plan dans le cadre de ses activités permanentes de surveillance<sup>22</sup>.

### Les institutions financières

Les grandes banques canadiennes demeurent très rentables et bien dotées en capital. Au premier semestre de 2007, elles ont de nouveau enregistré d'importants bénéfices, et le rendement de leurs capitaux propres a été de l'ordre de 20 % en moyenne (Graphique 25). Les sources de cette forte rentabilité restent très variées. Leurs portefeuilles de prêts aux particuliers et aux petites entreprises du pays ont encore affiché une bonne performance, avec une progression des revenus de 12 à 15 %, et la croissance des prêts aux sociétés est restée ferme. Le niveau d'activité soutenu sur les marchés des capitaux, en particulier en ce qui concerne les prises fermes de titres et les fusions et acquisitions, a contribué de façon significative à la rentabilité des banques. Cependant, une banque a annoncé des pertes avant impôt de 680 millions de dollars sur la négociation de contrats (327 millions après impôt); ces pertes ont eu une incidence sur les résultats de l'institution pour le premier semestre.

Les portefeuilles de prêts bancaires aux particuliers et aux entreprises continuent de jouir d'une très bonne qualité du crédit. Le montant des nouvelles provisions constituées pour couvrir les pertes sur prêts reste très faible, mais les taux de recouvrement de créances ne sont plus aussi élevés que dans la phase antérieure du cycle de crédit. Comme il est mentionné dans le dossier consacré au marché américain des prêts hypothécaires à risque, les banques canadiennes seraient très peu présentes sur ce marché. En outre, leurs ratios de fonds propres demeurent bien au-dessus des seuils réglementaires, ce qui procure aux banques la souplesse financière voulue pour augmenter encore leurs dividendes et poursuivre leurs rachats d'actions. Selon l'indicateur ACC de la Banque, les marchés considèrent encore les banques canadiennes comme financièrement solides (Graphique 26).

Les trois plus grandes sociétés d'assurance de personnes au Canada ont enregistré un niveau record de bénéfices en 2006, le rendement de leurs capitaux propres s'établissant entre 14 et 16 %. Ces sociétés ont affiché de solides résultats d'exploitation tant au chapitre de l'assurance individuelle et

Graphique 25  
Bénéfices des grandes banques



Source : États financiers trimestriels des banques

22. Allocution de Julie Dickson, surintendant intérimaire, Bureau du surintendant des institutions financières du Canada, adressée au Comité sénatorial permanent des banques et du commerce le 31 janvier 2007

collective qu'à celui de la gestion de patrimoine, cette branche-ci profitant d'une conjoncture des marchés généralement favorable en 2006. Elles ont également tiré profit de la vitalité de l'économie mondiale grâce à la diversification géographique de leurs activités. Enfin, les sociétés d'assurance de personnes sont toujours bien dotées en capital, et leurs portefeuilles d'investissements à revenu fixe jouissent d'une très bonne qualité du crédit.

En 2006, le secteur canadien des valeurs mobilières a réalisé un bénéfice d'exploitation record de 5,8 milliards de dollars, en hausse de 33,6 % par rapport au précédent record établi en 2005. Les revenus tirés de la négociation de titres et des services bancaires d'investissement, de même que les commissions, ont été dopés par l'essor des marchés boursiers et le contexte très propice aux fusions et acquisitions. En dépit du niveau d'activité exceptionnel, les entreprises du secteur sont parvenues à contenir la hausse de leurs dépenses d'exploitation à 8 %.

## Dossier

### Pourquoi les écarts de taux sur les actifs risqués sont-ils actuellement si bas?

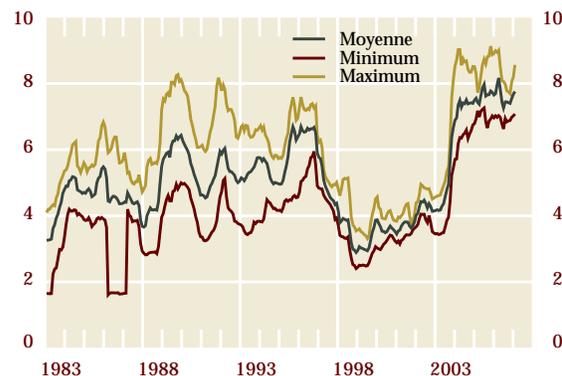
Stacey Anderson, Jim Armstrong, William Barker, Chris Graham et Graydon Paulin

#### Introduction

Depuis plusieurs années, les emprunteurs sur les marchés mondiaux jouissent de conditions de financement favorables, comme en témoigne le niveau historiquement bas des écarts de taux sur les actifs risqués. Ainsi, les sociétés américaines notées dans la catégorie spéculative de même que les emprunteurs sur les marchés émergents ont pu émettre des titres à des taux identiques, ou presque, à ceux offerts sur les titres du Trésor américain (Graphiques 27 et 28). La bonne tenue affichée par les marchés boursiers, en particulier les actions de sociétés des pays à marché émergent, a favorisé le financement par actions (Graphique 29). Quant à la volatilité des marchés, mesurée sur les marchés boursiers américains (S&P 500), elle est demeurée faible (Graphique 30).

La persistance de conditions aussi favorables amène à se demander si le risque est évalué correctement à l'heure actuelle. L'objet du présent dossier est d'examiner brièvement les facteurs structurels et cycliques à l'origine des faibles écarts de taux des dernières années. Les facteurs structurels tendraient à agir durablement sur la diminution des écarts

**Graphique 26**  
Distance par rapport au défaut des grandes banques



Sources : Calculs de la Banque du Canada fondés sur les données du Bureau du surintendant des institutions financières et de Thomson Financial Datastream

**Graphique 27**  
Écarts de taux relatifs aux obligations de sociétés



Sources : Thomson Financial Datastream et Scotia Capitaux

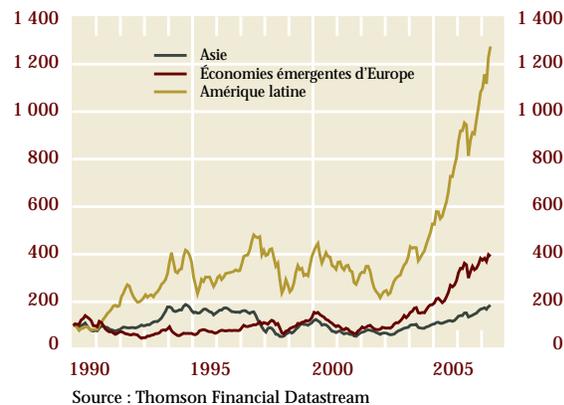
**Graphique 28**  
Écart de taux relatif aux obligations souveraines des économies émergentes (EMBI+)



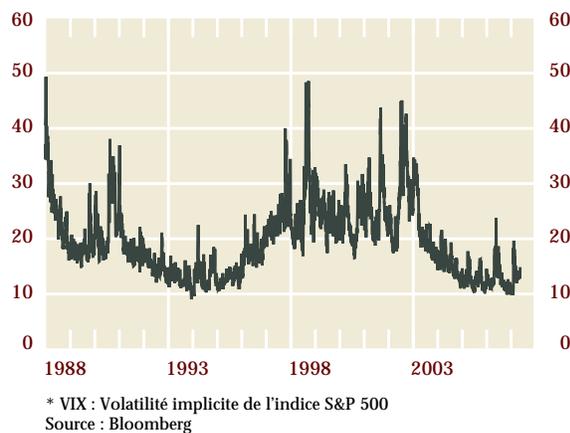
Source : JPMorgan Chase & Co.

**Graphique 29**  
Indices boursiers

Base 100 de l'indice = janvier 1990



**Graphique 30**  
Volatilité des actions\*



de taux, ce qui ne serait pas le cas des facteurs cycliques. Cette baisse pourrait donc s'inverser en partie (du moins en ce qui regarde la portion attribuable aux facteurs cycliques).

#### *Les facteurs expliquant les faibles écarts de taux*

Il peut être difficile à un moment précis de démêler l'écheveau des forces à l'œuvre et de déterminer si une certaine évolution est de nature cyclique ou structurelle.

La bonne tenue récente de l'économie mondiale a joué largement en faveur des marchés financiers : la croissance économique réelle est vigoureuse, et l'inflation, généralement faible et stable. Cette stabilité économique s'explique certes par l'amélioration des politiques monétaires, mais elle s'explique aussi par une conjoncture très favorable.

Les taux de rendement des actifs sans risque se situent toujours à des creux historiques. Outre le contexte de faible inflation, les principaux facteurs qui contribuent à maintenir bas les taux d'intérêt sont le niveau d'épargne élevé dans de nombreuses économies de marché émergentes, dans les pays producteurs de pétrole du Moyen-Orient et en Russie, ainsi que les faibles niveaux d'investissement et les bilans solides des sociétés aux États-Unis.

Ces taux d'intérêt réels peu élevés ont alors peut-être poussé les investisseurs de par le monde à rechercher de nouvelles sources de rendement et à accroître leur propension au risque, contribuant ainsi aux faibles écarts de taux actuels. Une illustration notable de ce plus grand appétit pour le risque est la rapidité avec laquelle se sont développées les opérations de portage, qui consistent à emprunter une somme dans la monnaie d'un pays où le taux d'intérêt est bas (par exemple, le yen japonais ou le franc suisse) pour la prêter sur des marchés où le taux de rendement est plus élevé.

Un autre facteur qui agit sur les écarts de taux est l'intégration accrue des économies émergentes au système financier mondial. Étant donné leur potentiel de rendement supérieur, certaines de ces économies sont devenues d'importants destinataires des flux de capitaux à mesure que les investisseurs ont acquis de plus en plus d'actifs financiers dans ces pays, et les sociétés de capital-investissement y sont aussi plus présentes<sup>23</sup>. Cette évolution a

23. Si les pays à marché émergent sont devenus collectivement des exportateurs nets de capitaux, les fortes entrées nettes de capitaux enregistrées dans certains d'entre eux ont une incidence sur les marchés locaux, y compris des marchés relativement nouveaux. Une perturbation des mouvements de capitaux pourrait avoir des conséquences financières considérables sur ces marchés.

contribué à maintenir à des niveaux relativement bas les primes de risque relatives aux titres souverains des marchés émergents (Graphique 28) et à faire augmenter de façon appréciable les capitalisations boursières dans certains de ces marchés (Graphique 29).

Un facteur structurel qui a pu pousser à la baisse les écarts de taux est l'innovation financière; pensons notamment au vif essor des produits dérivés, de la titrisation et des produits de crédit structurés. Grâce à ces nouveaux produits, les investisseurs peuvent beaucoup plus facilement décomposer, restructurer, évaluer et répartir les risques d'investissement (voir le dossier consacré au financement structuré). L'ensemble de ces innovations a aussi permis aux institutions d'offrir plus de produits à effet de levier à leurs clients et d'y recourir davantage elles-mêmes. De fait, les institutions à levier financier qui ont un fort appétit pour le risque, comme les fonds de couverture et les fonds de capital-investissement, ont vite gagné en importance et sont devenues des participants actifs sur les marchés de crédit.

De surcroît, l'amélioration des méthodes de gestion des risques a certainement accru la capacité des investisseurs mondiaux à faire des placements plus risqués. (Voir plus loin l'article d'Aaron, Armstrong et Zelmer sur les méthodes de gestion des risques des banques commerciales.) Dans certains cas, cela peut avoir eu pour effet d'accroître la pension au risque.

Les conséquences somme toute limitées des récentes périodes de turbulence des marchés peuvent donner à croire que la meilleure répartition des risques et l'amélioration des méthodes de gestion des risques ont renforcé la résilience des marchés financiers. Malgré ces progrès, il n'en demeure pas moins qu'un choc macroéconomique majeur pourrait provoquer une hausse rapide des primes de risque et, par ricochet, une baisse généralisée et significative des prix des actifs.

### Conclusion

Un certain nombre de facteurs contribuent à expliquer les faibles écarts de taux actuels sur les placements risqués. La persistance de ces faibles écarts amène à s'interroger sur leur viabilité. Autrement dit, le risque est-il évalué correctement? Il existe peu de critères permettant d'établir si les écarts de taux rendent bien compte du niveau de risque réel. Cela dit, l'expérience nous enseigne que les vulnérabilités se développent souvent durant les périodes où les écarts de taux se maintiennent à de bas niveaux, et qu'il suffit qu'elles soient mises en lumière pour que les primes de risque soient subitement réévaluées à la hausse.

## Dossier

### Le financement structuré et ses répercussions sur la nature des marchés de crédit

*William Barker*

La croissance fulgurante du recours aux produits financiers structurés a engendré des bouleversements profonds sur les marchés de crédit, ce qui a eu des conséquences importantes sur la liquidité de ces derniers, sur le rôle des banques dans le système financier et sur la nature du risque systémique. Le financement structuré, dans son sens le plus large, désigne tout montage financier faisant appel au marché des capitaux pour le transfert du risque de crédit. Il existe deux principaux moyens de transférer ce risque : les transactions sur dérivés de crédit et la titrisation de créances.

Les *dérivés de crédit* sont des contrats financiers dont le rendement est lié à la survenance d'incidents de crédit prédéfinis (tels que la faillite). En règle générale, l'acquéreur d'un tel contrat se prémunit contre le risque en se couvrant auprès d'un vendeur de protection, qui assume le risque de crédit de la créance sous-jacente en échange d'une prime périodique. La diversité et le degré de sophistication des dérivés de crédit s'étant développés rapidement, les expositions au risque de crédit peuvent maintenant être taillées sur mesure par le vendeur de protection pour répondre aux objectifs des investisseurs. Cette grande souplesse des modalités de transfert du risque de crédit a beaucoup de succès parmi les acteurs du marché. De fait, l'encours notionnel mondial des dérivés de crédit a doublé chaque année depuis le début de la décennie et s'établissait à environ 34,5 billions de dollars É.-U. à la fin de 2006<sup>24</sup>.

La *titrisation d'actifs* consiste à retirer certains actifs financiers du bilan du prêteur, généralement en les transférant à un véhicule ad hoc, distinct juridiquement, et à émettre des titres adossés à ces créances. Ainsi, l'initiateur de l'opération reçoit des liquidités en contrepartie des actifs cédés et se défait du risque de crédit de l'emprunteur tout en continuant d'assurer le service des créances

24. Source : International Swaps and Derivatives Association. Il est difficile d'obtenir des estimations précises des encours notionnels, celles-ci variant selon les sources. Tous conviennent, en revanche, que les dérivés de crédit ont connu un essor prodigieux et que la taille des marchés de produits dérivés excède aujourd'hui de beaucoup celle des marchés d'actifs sous-jacents.

titrisées. Les titres créés peuvent être relativement simples, mais le véhicule ad hoc peut aussi choisir de restructurer l'ensemble des flux liés au portefeuille d'actifs qu'il détient en instruments complexes composés de plusieurs tranches et connus sous le nom de « titres garantis par des créances » (TGC)<sup>25</sup>. Les TGC offrent une très grande souplesse dans la structuration des risques financiers et des rendements, car ils permettent de façonner les tranches en fonction de la propension au risque et des objectifs de rendement des différents investisseurs. Tout comme dans le cas des dérivés de crédit, cette souplesse est très appréciée des marchés : les TGC forment le segment du marché des produits structurés qui connaît l'expansion la plus forte, leur volume mondial d'émission ayant dépassé la barre des 2 billions de dollars É.-U. en 2006<sup>26</sup>.

L'essor extraordinaire des produits financiers structurés reflète la métamorphose de la gestion du risque de crédit, qui repose de moins en moins sur la relation bilatérale entre l'emprunteur et le prêteur. Avant la création de ces instruments novateurs, il était presque impossible de détacher d'une créance le risque de crédit qui lui était associé ou de prendre une position vendeur sur ce risque. Les produits structurés échappent à ces contraintes du fait qu'on dissocie de la créance sous-jacente le risque de crédit, ce qui en fait un produit négociable qui reçoit un prix et peut être transféré sur les marchés financiers mondiaux. Grâce à cette innovation, il est devenu courant pour les opérateurs de marché de moduler leur exposition au risque de crédit en fonction des critères de leur choix et de se prononcer sur la valeur relative des créances.

La transformation du risque de crédit en un type d'actif négociable a attiré un large éventail de nouveaux participants aux marchés de crédit, notamment les fonds de couverture spécialisés dans le risque de crédit et les investisseurs ayant des fonds à placer (tels que les caisses de retraite) qui considèrent le risque de crédit comme une classe d'actifs additionnelle. Ces nouveaux acteurs sur les marchés de crédit disposent pour la plupart de liquidités

abondantes et ont des besoins de placement bien définis. Le financement structuré constitue pour les investisseurs un canal d'accès efficient aux marchés de crédit. L'élargissement du cercle des participants à ces marchés a contribué à accroître leur liquidité, mesurée à la fois par le niveau des primes de risque relatives aux actifs financiers et par l'ampleur des flux de capitaux. La demande de produits de crédit émanant des investisseurs a de ce fait accéléré la réduction des écarts de rendement par rapport aux obligations d'État, lesquels sont tombés près de leurs creux historiques.

À mesure que l'activité des opérateurs non traditionnels se développe sur les marchés de crédit, le rôle des acteurs traditionnels (principalement les banques) se modifie lui aussi. Alors que les banques se concentraient autrefois sur l'octroi de prêts et la gestion des risques de crédit, leurs opérations de crédit obéissent de plus en plus à un autre modèle, axé sur les volumes et les commissions associés à l'émission, la titrisation, la structuration et la distribution de créances. En conséquence, les rôles de pourvoyeur de liquidité sur les marchés de crédit et de gestionnaire des expositions aux risques financiers incombent à un degré croissant aux opérateurs non bancaires plutôt qu'aux banques.

Le financement structuré a ouvert de nouveaux créneaux et posé de nouveaux défis aux acteurs des marchés de crédit. On lui doit d'avoir contribué à créer des marchés financiers plus complets en favorisant une optimisation des expositions au risque de crédit et en réduisant fortement les coûts de transaction. Le recours aux produits structurés permet en effet de décomposer les risques, de les regrouper, puis de les transférer de façon efficiente à d'autres participants. Les risques se trouvent ainsi plus largement dispersés sur les marchés financiers mondiaux au lieu de rester concentrés dans les bilans d'entités qui ne peuvent pas ou ne veulent pas les supporter. Il devrait en principe en résulter une réduction du risque systémique dans le système financier mondial.

Cependant, les produits structurés peuvent être très complexes, difficiles à évaluer correctement, peu liquides et opaques quant aux caractéristiques qu'ils présentent sur le plan du risque. On ne doit surtout pas perdre de vue que ces produits ne font que déplacer le risque : ils ne l'éliminent pas. Il existe toujours un porteur final du risque, quoiqu'il soit devenu plus ardu peut-être d'établir si le risque est évalué à son juste prix ou s'il est concentré outre mesure. Comme le montrent bien les tensions sur le marché américain des prêts hypothécaires à risque, l'utilisation de produits

25. Lorsque le portefeuille détenu se compose de prêts bancaires, on parle plutôt de titres garantis par des prêts.

26. Les estimations des volumes d'émission et des encours dans ce segment reconnu pour son opacité varient énormément selon leur provenance. La Banque des Règlements Internationaux évalue à près de 1 billion de dollars É.-U. le montant des TGC émis en 2006 à l'échelle du globe (*Rapport trimestriel BRI*, mars 2007). Ce chiffre exclut cependant les émissions privées de TGC. Certaines sources qui incluent également ces dernières avancent que l'ensemble des émissions de TGC a pu atteindre jusqu'à 2,8 billions de dollars É.-U. en 2006 (*Financial Times*, 12 janvier 2007). À l'instar des transactions sur dérivés de crédit, les montages de TGC se multiplient.

financiers structurés peut parfois entraîner le transfert de risques mal évalués à des acteurs qui ne comprennent pas parfaitement la nature et l'ampleur des risques auxquels ils s'exposent ou qui ne bénéficient pas d'une couverture aussi efficiente qu'ils le croient.

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

**L**a 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.

## Modifications de la législation régissant les institutions financières

Le 29 mars 2007, le projet de loi C-37 (*Loi modifiant la législation régissant les institutions financières et comportant des mesures connexes et corrélatives*) a reçu la sanction royale. Ce projet de loi découlait de l'examen de la législation prévu tous les cinq ans. La majorité des dispositions, y compris celles touchant les clauses de temporisation des diverses lois régissant les institutions financières, sont entrées en vigueur le 20 avril 2007. Les modifications poursuivent trois grands objectifs : accroître l'efficacité législative et réglementaire, adapter le cadre réglementaire aux nouvelles réalités et promouvoir les intérêts des consommateurs.

Pour améliorer l'efficacité réglementaire, le législateur supprime la nécessité de faire approuver certaines opérations, rationalise le processus d'approbation d'autres opérations et transfère la responsabilité de certaines autorisations du ministre des Finances au surintendant des institutions financières. Il permet de plus aux quasi-banques, à savoir les entités étrangères qui ne sont pas soumises à la réglementation bancaire de leur pays, d'offrir certains services financiers au Canada sans l'aval des autorités réglementaires. Pour tenir compte des nouvelles réalités, le texte établit un cadre qui donne aux institutions financières la possibilité d'utiliser des images électroniques de chèques dans le système de compensation des chèques. Par ailleurs, du fait de la taille croissante des institutions financières, le seuil des capitaux propres applicable aux grandes banques (qui doivent être à participation multiple) passe de cinq à huit milliards de dollars, tandis que celui des banques de taille moyenne, des sociétés de fiducie et de prêt et des compagnies d'assurance (qui peuvent être à participation restreinte, mais qui doivent offrir au public au moins 35 % de leurs actions avec droit de vote) est porté à deux milliards de dollars, contre

un milliard auparavant. Les nouvelles dispositions législatives facilitent aussi la création d'associations coopératives de crédit par les credit unions, en réduisant le nombre requis d'établissements participants. S'agissant de la résidence des membres des conseils d'administration des institutions financières appartenant à des intérêts canadiens, la loi fixe à la majorité la proportion des administrateurs tenus d'être des résidents canadiens, au lieu des deux tiers précédemment exigés.

Les mesures destinées à promouvoir les intérêts des consommateurs incluent notamment l'harmonisation des exigences de communication financière, en ligne comme dans les succursales, et l'obligation pour les institutions financières de rendre leurs procédures d'examen des plaintes accessibles dans les succursales et sur Internet ainsi qu'à toute personne qui en fait la demande.

Enfin, la nouvelle loi fait passer de 75 à 80 % le ratio prêt-valeur au-delà duquel il est obligatoire de souscrire une assurance hypothécaire pour acheter un immeuble résidentiel.

## Le marché de l'assurance hypothécaire

Le marché canadien de l'assurance hypothécaire a connu dernièrement plusieurs autres changements.

Un nouvel assureur privé, AIG United Guaranty Canada, est entré sur le marché à l'automne 2006, et deux autres sociétés ont récemment obtenu l'autorisation des autorités fédérales d'en faire autant.

Parallèlement, plusieurs innovations ont vu le jour dans le domaine des produits d'assurance<sup>27</sup>. La Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL) propose désormais une assurance hypothécaire qui a été conçue spécialement pour les travailleurs autonomes ayant du mal à fournir

27. Parmi les innovations passées, citons la prolongation de la période maximale d'amortissement pour les prêts assurés, la couverture des prêts avec paiement différé du capital et l'accès à l'assurance hypothécaire pour les emprunteurs dont le crédit est de moindre qualité.

des justificatifs de leur revenu<sup>28</sup>. Et certains signes donnent à penser que la période d'amortissement prolongée des prêts hypothécaires assurés remporte un certain succès parmi les emprunteurs.

Dans la mesure où ces récentes innovations facilitent l'arrivée de nouveaux emprunteurs sur le marché hypothécaire, elles amplifient la demande de logements, alors que celle-ci exerce déjà des pressions sur la capacité. Elles contribuent en outre à accroître l'endettement des ménages, alors que le ratio de la dette au revenu pour l'ensemble de ces derniers atteint déjà un niveau inégalé.

## Dossier

### Le papier commercial adossé à des actifs : évolution et tendances récentes

Nadja Kamhi et Eric Tuer

Le marché canadien du papier commercial adossé à des actifs (PCAA) a connu une forte expansion ces deux dernières années, l'encours de ces titres étant passé d'environ 65,4 milliards de dollars à la fin de 2004 à 106,7 milliards à la fin de 2006. Le PCAA est ainsi devenu une importante source de financement à court terme pour les entreprises canadiennes et internationales. Faisant suite à un article de Toovey et Kiff (2003), qui donnait un aperçu général des caractéristiques de ce marché au Canada, le présent dossier rend compte de l'évolution observée récemment en ce qui a trait à la structure des programmes canadiens d'émission de PCAA et aux critères de notation du crédit s'y rattachant.

#### *Qu'est-ce que le papier commercial adossé à des actifs?*

Le marché du PCAA réunit des investisseurs désireux d'acquérir des titres à court terme du marché monétaire assortis d'une cote de crédit élevée et des entreprises à la recherche de nouvelles sources de financement par emprunt, dont le coût peut être inférieur à celui du papier commercial traditionnel et des acceptations bancaires.

Le PCAA est créé suivant la technique de la titrisation. (Voir le dossier consacré au financement structuré dans la présente publication.) Des entreprises cèdent des actifs financiers à une entité juri-

diquement distincte, appelée « véhicule ad hoc » ou « conduit », en contrepartie de liquidités<sup>29</sup>.

Cette entité finance l'achat des actifs en émettant du papier commercial dont l'échéance varie normalement de 30 à 90 jours. Les actifs financiers sous-jacents acquis par le véhicule ad hoc peuvent être constitués de créances sur cartes de crédit ou d'autres créances clients, de prêts et de crédit-bail à l'achat d'automobiles ou de matériel, de créances hypothécaires et, depuis quelque temps, de titres garantis par des créances (TGC). Il existe plusieurs types de véhicules ad hoc, dont le plus répandu est le fonds multicédants, qui assure un financement à un certain nombre d'initiateurs ou de vendeurs non affiliés en regroupant leurs actifs dans un portefeuille diversifié<sup>30</sup>. Une structure type d'émission de PCAA est illustrée à la Figure 1.

#### *Une nouvelle catégorie d'actifs sous-jacents : les titres garantis par des créances*

Les TGC sont une catégorie d'actifs financiers de plus en plus populaire sur le marché canadien du PCAA<sup>31</sup>. Ils représentent un produit financier structuré adossé (un peu à la manière du PCAA) à un bloc de créances sous-jacentes. Les TGC sont habituellement émis en différentes tranches dont le degré de risque de crédit va du plus faible (tranche prioritaire plus, ou *super senior*, notée AAA) au plus élevé (tranche de dernier rang, non notée). Dans un montage de TGC, les créances sous-jacentes peuvent être des obligations de sociétés, des titres adossés à des actifs, des titres adossés à des créances hypothécaires ou des dérivés de crédit. Lorsque les actifs sous-jacents sont constitués de produits dérivés de crédit (tels que des swaps sur défaillance) plutôt que de valeurs réelles, le TGC est dit « synthétique »<sup>32</sup>. L'essor récent des émissions de produits financiers structurés est attribuable en majeure partie à ce genre d'instrument.

Dernièrement, les structures à effet de levier créées à partir de la tranche prioritaire plus de TGC (habituellement des TGC synthétiques) ont été le type le plus souvent utilisé de PCAA fondé sur des TGC. Comme son nom l'indique, cette formule permet au véhicule de recourir à un effet de levier pour

28. La SCHL était auparavant absente de ce créneau (aussi connu sous le nom de « Alt-A »), tandis que Genworth Financial offre aux travailleurs autonomes son produit d'assurance hypothécaire dit « Solution A » depuis le début de 2006.

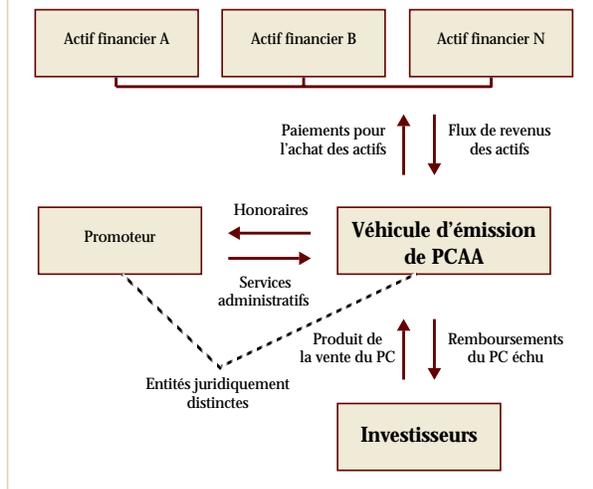
29. Les véhicules ad hoc sont conçus pour être juridiquement distincts de leur promoteur ou pour mettre ce dernier à l'abri de la faillite; le promoteur peut être une banque commerciale, une société affiliée à une banque ou une entité affiliée autre qu'une banque.

30. Voir Toovey et Kiff (2003) pour plus de renseignements sur les véhicules d'émission de PCAA multicédants.

31. Se reporter à Armstrong et Kiff (2005) pour un aperçu plus détaillé des TGC.

32. Voir Reid (2005) pour en savoir davantage au sujet des swaps sur défaillance.

**Figure 1**  
Structure type d'un programme d'émission de PCAA multicédants



prendre une position dans la tranche la mieux notée d'un TGC, en ne finançant qu'une partie de ses engagements, mais en recevant les mêmes primes que si ces derniers étaient financés intégralement. De ce fait, la valeur de ce genre de structure est sensible non seulement au nombre de défauts de paiement enregistré dans le bloc de créances sous-jacentes, mais aussi à l'évolution des conditions des marchés de crédit (c'est-à-dire aux variations des écarts de rendement). Les structures peuvent donc afficher des fluctuations de prix (et de rendement) plus prononcées que ce n'est le cas pour des titres classiques adossés à des actifs. Le choix de la structure du portefeuille d'un véhicule d'émission de PCAA fondé sur ce type de TGC est par conséquent crucial pour la viabilité du montage et la détermination des mécanismes de protection qui contribuent à maintenir la cote de crédit de ce dernier.

#### *Les caractéristiques du marché canadien du PCAA*

Le marché canadien du PCAA a enregistré une vive progression ces deux dernières années, en raison de l'accroissement des émissions de TGC synthétiques. Cet essor a été alimenté par la croissance phénoménale du marché mondial des swaps sur défaillance, qui a grandement facilité le montage de TGC synthétiques<sup>33</sup>. Compte tenu du volume relativement faible de swaps sur défaillance basés sur des titres de dette canadiens, une part importante du risque de crédit lié à ces TGC est assumée par des entités étrangères<sup>34</sup>.

Selon les données de DBRS Limited, la proportion du marché canadien du PCAA composée de fonds multicédants qui utilisent des TGC pour sous-jacents est passée de 8,6 % en 2004 à 19,9 % en 2005. Cette part a atteint environ 28 % en décembre 2006, faisant ainsi des TGC la principale catégorie d'actifs à laquelle le papier commercial est adossé. Viennent ensuite les prêts et le crédit-bail automobiles (25 %) et les prêts hypothécaires à l'habitation (20 %).

Puisque l'échéance des actifs sous-jacents est plus longue que celle du PCAA qui sert à les financer, la plupart des véhicules d'émission de billets de trésorerie à court terme doivent, pour obtenir une cote de crédit, disposer d'une facilité de trésorerie

33. Voir le dossier présenté à la page 20.

34. Il semble, par conséquent, que la plupart des programmes canadiens d'émission de PCAA fondés sur des TGC synthétiques soient mis sur pied pour exploiter des possibilités d'arbitrage plutôt que pour diversifier le risque de bilan de sociétés canadiennes (comme c'est le cas des formes plus traditionnelles de titrisation d'actifs).

(c'est-à-dire un soutien de la liquidité) permettant de limiter le risque à terme (*rollover risk*)<sup>35</sup>. Dans les programmes canadiens d'émission de PCAA, des facilités de trésorerie procurent les liquidités requises au véhicule ad hoc dans le cas où une perturbation du marché du PCAA empêcherait le renouvellement des titres émis<sup>36</sup>. À défaut d'un mécanisme efficace de soutien de la liquidité, un véhicule se trouvant dans l'incapacité de renouveler le PCAA qu'il a émis pourrait ne pas être en mesure de rembourser les porteurs de titres intégralement ou au moment voulu.

L'un des aspects qui distingue le marché du PCAA du Canada de celui de la plupart des autres pays a trait à la nature des facilités de trésorerie que les agences de notation du crédit jugent acceptables. Au Canada, la plupart de ces facilités ne peuvent être activées que dans des conditions répondant à la définition stricte de « perturbation du marché », et il est généralement impossible d'y recourir si la qualité du crédit des actifs sous-jacents est compromise. Aux États-Unis, par contre, la majorité des facilités applicables à ce genre de titres peuvent être utilisées en réaction à divers types de perturbations, y compris, dans certains cas, celles qui sont associées au risque de crédit (c'est-à-dire à une détérioration de la valeur de l'actif sous-jacent). Le champ d'application restreint des facilités de trésorerie sur le marché canadien du PCAA évite aux fournisseurs de ces facilités d'avoir à se conformer à des normes de suffisance du capital. Les différences quant aux modalités de soutien de la liquidité font en sorte qu'il peut être un peu plus risqué d'investir dans du PCAA canadien noté que dans du PCAA américain ayant une cote de crédit identique, ce risque accru se reflétant dans le rendement plus élevé offert par le premier.

#### *La modification des critères de notation touchant les programmes canadiens de PCAA fondés sur des TGC et ses implications*

La complexité croissante des nouveaux produits financiers structurés utilisés comme sous-jacents et une volonté de transparence accrue ont incité la société DBRS à revoir les critères de notation des programmes canadiens de PCAA servant à financer de tels produits. Les modifications à ce chapitre, entrées en vigueur en janvier 2007, s'appliquent uniquement aux nouveaux programmes d'émission

de PCAA basés sur des produits structurés, dont les TGC sont les plus courants<sup>37</sup>.

Selon les critères révisés, ces nouveaux programmes d'émission de PCAA doivent être assortis de facilités de trésorerie approuvées dont l'usage n'est pas restreint au seul cas d'une perturbation du marché, et l'exposition d'un véhicule à un secteur industriel particulier et aux entités moins bien notées doit être limitée. En outre, DBRS exigera que les programmes d'émission de PCAA fondés sur des TGC fournissent une information plus complète aux investisseurs, afin que ceux-ci puissent mieux évaluer le risque associé à une structure donnée<sup>38</sup>. Malgré ces changements, DBRS a réaffirmé qu'elle juge de grande qualité tous les programmes existants de PCAA liés à des TGC et que la note de crédit qui leur a été attribuée demeure justifiée. En conséquence, aucune variation perceptible des rendements n'a été observée<sup>39</sup>.

Les modifications apportées aux règles régissant les facilités de trésorerie impliquent que le fournisseur de la facilité (habituellement une grande banque) devra hausser le niveau de ses fonds propres. L'imposition d'exigences réglementaires plus lourdes à cet égard fera vraisemblablement augmenter le coût de ce type de programme d'émission de PCAA, le rendant ainsi moins attrayant pour l'émetteur. Des observations récentes donnent à penser que la croissance de ce compartiment du marché du PCAA s'est sensiblement ralentie, surtout par comparaison avec celle enregistrée au cours des dernières années.

Enfin, la révision de ces critères pourrait aussi amener les agences américaines d'évaluation du crédit à s'intéresser davantage à la notation des programmes canadiens de PCAA fondés sur des TGC. Jusqu'à présent, ces agences s'abstenaient d'évaluer ces derniers à cause de leurs préoccupations concernant les facilités de trésorerie canadiennes. L'arrivée d'un nombre accru d'agences sur le marché stimulera la concurrence dans le domaine de la notation des programmes d'émission de PCAA. En outre, ceux de ces programmes qui obtiendront plus d'une cote de crédit pourraient attirer un cercle d'investisseurs plus large. Une telle évolution serait favorable à l'efficacité des marchés de capitaux.

35. Le risque à terme fait référence à l'incapacité éventuelle d'émettre de nouveaux titres en remplacement de ceux qui arrivent à échéance afin de refinancer l'achat des actifs.  
36. Au Canada, on entend par « perturbation du marché » une situation où les émetteurs de papier commercial sont dans l'impossibilité de trouver preneur pour leurs titres même lorsque la qualité du crédit du véhicule ad hoc est inchangée par rapport à ce qu'elle était à l'origine.

37. Ces modifications s'appliquent également au PCAA prorogable et aux billets à moyen terme qui servent à financer les produits structurés.  
38. Voir Buzanis et Loke (2007) pour de plus amples renseignements.  
39. Cette absence de variation des rendements peut tenir au fait que les investisseurs les plus avertis du marché monétaire comprenaient le cadre précédent de DBRS et les risques financiers en jeu.

## Bibliographie

- Armstrong, J., et J. Kiff (2005). « Titres garantis par des créances synthétiques : analyse des avantages et des risques », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 55-63.
- Buzanis, M., et H. Loke (2007). « DBRS Revises CDO Criteria for Canadian ABCP Issuers », Dominion Bond Rating Services, janvier.
- Reid, C. (2005). « Les swaps sur défaillance et le contexte canadien », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 47-53.
- Toovey, P., et J. Kiff (2003). « Le marché canadien du papier commercial adossé à des actifs », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 45-51.