



BANQUE DU CANADA

# Revue du système financier

**Juin 2004**

## Membres du Comité de rédaction

David Longworth, président

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

Jill Moxley  
Lea-Anne Solomonian  
(rédactrices)

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

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

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

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

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

## Table des matières

<b>Évolution récente et tendances</b> .....	<b>1</b>
<i>Introduction</i> .....	3
<i>Principaux enjeux</i> .....	4
<i>Le contexte macrofinancier</i> .....	12
<i>Le système financier</i> .....	23
<b>Rapports</b> .....	<b>35</b>
<i>Introduction</i> .....	37
<i>Points saillants et leçons tirées du colloque « L'évolution du système financier et les politiques publiques »</i> .....	39
<i>Atelier de la Banque du Canada sur la réglementation, la transparence et la qualité des marchés de titres à revenu fixe</i> .....	43
<i>La situation de capitalisation des régimes de retraite à prestations déterminées des entreprises canadiennes</i> .....	49
<i>La structure de la réglementation des marchés financiers : survol de la littérature</i> .....	57
<b>L'évolution des politiques et de l'infrastructure</b> .....	<b>65</b>
<i>Introduction</i> .....	67
<i>Le rétablissement de la confiance du public dans les rapports financiers : une perspective internationale — Rapport sur un rapport</i> .....	69
<b>Sommaires de travaux de recherche</b> .....	<b>75</b>
<i>Introduction</i> .....	77
<i>La concurrence dans le secteur bancaire</i> .....	79
<i>La liquidité du marché des obligations du gouvernement canadien : une analyse empirique</i> .....	83
<i>L'intercotation internationale et l'hypothèse de crédibilité par association</i> .....	87





# Évolution récente et tendances

#### Nota

Sauf indication contraire, les données utilisées dans le présent document sont celles qui étaient disponibles au *26 mai 2004*.

L'expression « grandes banques » désigne au Canada les six banques commerciales qui, par la taille de leur actif, se classent au premier rang au pays : la Banque Canadienne Impériale de Commerce, la Banque de Montréal, la Banque Nationale du Canada, la Banque Scotia, le Groupe Financier Banque TD et le Groupe Financier RBC.

## Introduction

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

### Points saillants

- La croissance plus robuste que prévu de l'économie mondiale a permis de dissiper une bonne partie des inquiétudes d'ordre macrofinancier.
- Le système financier canadien a bénéficié d'une amélioration des perspectives économiques à l'échelle internationale, du maintien de conditions favorables de financement et de la poursuite des efforts engagés par les entreprises pour assainir leurs bilans.
- Il n'est pas impossible que les prix des actifs financiers s'ajustent rapidement de par le monde dans la foulée d'une révision des attentes du marché au sujet de l'évolution des taux directeurs dans plusieurs pays.

Les prévisions relatives à la croissance de l'économie mondiale en 2004 ont été fortement révisées à la hausse. De plus, les conditions de financement favorables et les efforts déployés par les entreprises en vue de restructurer leurs bilans ont réduit la vulnérabilité du système financier à l'échelle internationale.

Le raffermissement de l'économie mondiale a contribué à une vive progression des bénéfices des entreprises et des cours boursiers en 2003, ce qui a eu des retombées positives sur la qualité du crédit des entreprises et accru la tolérance des investisseurs à l'égard du risque.

Au cours de l'année écoulée, plusieurs facteurs ont concouru à des hausses sensibles du prix de diverses catégories d'actifs financiers, lesquelles étaient hautement corrélées entre elles. La présente livraison de la *Revue du système financier* examine la possibilité d'un renversement de ces facteurs, notamment celle de nouvelles modifications des attentes du marché concernant des relèvements éventuels des taux directeurs, en particulier aux États-Unis. L'analyse présentée indique que, dans l'ensemble, les facteurs économiques fondamentaux devraient continuer de soutenir les prix des actifs financiers dans le monde. Cependant, d'autres facteurs, tels qu'une diminution du recours à l'effet de levier et de la tolérance à l'égard du risque, pourraient intensifier les pressions sur ces prix.

La tenue du système financier canadien s'est améliorée de manière générale depuis l'automne 2003. La rentabilité des banques canadiennes a connu une forte hausse l'année dernière et au début de 2004. Une meilleure gestion des risques a permis aux banques de réduire leurs pertes sur prêts par rapport aux cycles économiques précédents. Les autres institutions financières ont aussi enregistré de bons résultats.

Les banques canadiennes ont concentré de plus en plus leurs efforts sur le marché des prêts aux particuliers, dont le marché hypothécaire, ce qui a aussi contribué à l'essor de leur rentabilité. Le présent numéro contient une évaluation des nouvelles tendances des marchés canadiens du logement et du crédit hypothécaire ainsi que de leurs implications pour les prix du logement, les institutions financières et la stabilité financière. Cette analyse porte à croire que les risques que ces tendances présentent pour le système financier canadien sont minimes.

Toutefois, certains risques continuent de planer sur le système financier mondial. Ainsi, le déséquilibre de la balance courante des États-Unis, auquel font écho les déséquilibres observés ailleurs dans le monde, s'est accentué depuis 1997. À long terme, ces déséquilibres mondiaux devront être corrigés. L'ampleur des répercussions

qu'auront ces ajustements sur le système financier mondial dépendra de la flexibilité du système et de la qualité des politiques macroéconomiques adoptées.

## Principaux enjeux

La présente section analyse, d'une part, les facteurs influant sur les prix des actifs financiers à l'échelle mondiale et, d'autre part, les caractéristiques structurelles des marchés du logement et du financement hypothécaire au Canada.

### Les facteurs influant sur les prix des actifs financiers à l'échelle mondiale

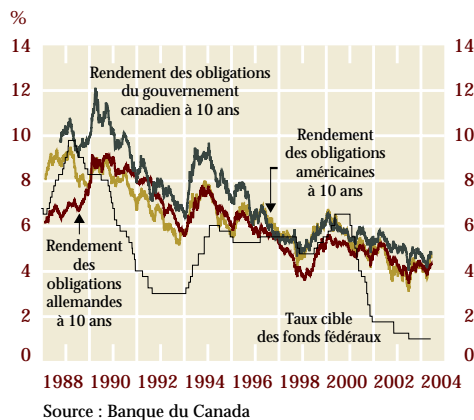
En 2003, un concours de circonstances favorables a provoqué une vive appréciation des actifs financiers partout dans le monde. Bien que l'on ait observé une consolidation de ces gains depuis le début de 2004, l'étroite corrélation des prix en 2003 fait craindre un renversement de tendance marqué par une corrélation tout aussi forte. Dans la présente section de la *Revue*, nous analysons certains des facteurs qui sous-tendent le niveau actuel des prix des actifs financiers sur le marché mondial ainsi que la probabilité qu'il se maintienne. Notre analyse porte à croire, pour plusieurs raisons, que le risque d'un retournement généralisé est plutôt modeste. Toutefois, elle indique également que les investisseurs devraient se préparer à une hausse des taux directeurs et à la possibilité d'une nouvelle baisse de prix des actifs. De fait, les prix de certains actifs financiers ont déjà reculé depuis la mi-avril.

#### Abondance de liquidités à l'échelle mondiale

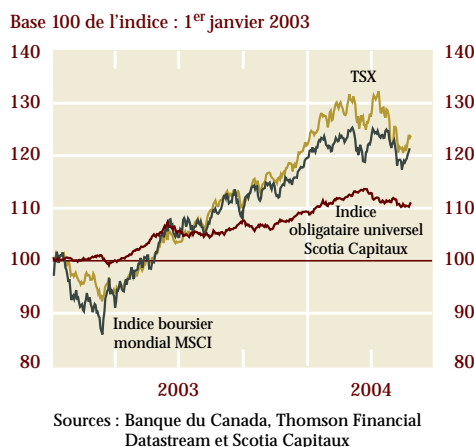
En 2003, la faiblesse de la demande globale, le bas niveau de l'inflation et des politiques monétaires expansionnistes se sont conjugués dans la plupart des pays industrialisés pour faire tomber les rendements des titres d'État à des creux historiques (Graphique 1). Cette évolution a contribué à un afflux de capitaux vers les actifs plus risqués et perçus comme plus rentables, notamment les actions, les obligations de sociétés, les titres de dette de marchés émergents et les actifs immobiliers.

Les marchés boursiers mondiaux se sont appréciés de 20 à 30 % depuis mars 2003 (Graphique 2). Les cours des obligations émises par les sociétés et les pays à marché émergent ont également connu une forte hausse, d'où le net rétrécissement des écarts de taux par rapport aux titres d'État (Graphiques 3 et 4). Les moyennes pondérées des écarts de taux relatifs aux obligations de sociétés au Canada et aux États-Unis ont reculé d'environ 80 et 165 points de base, respectivement; à l'heure actuelle,

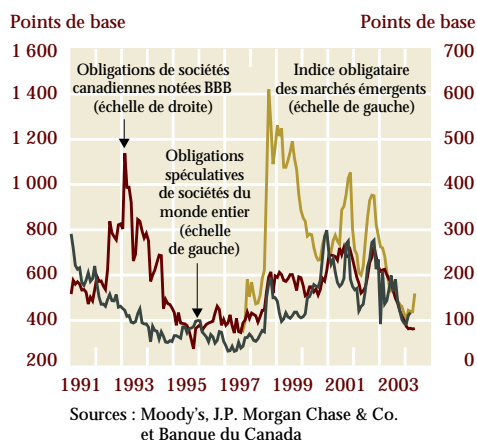
**Graphique 1**  
Taux directeur américain et rendement des obligations d'État



**Graphique 2**  
Indices des prix des actions et des obligations de sociétés

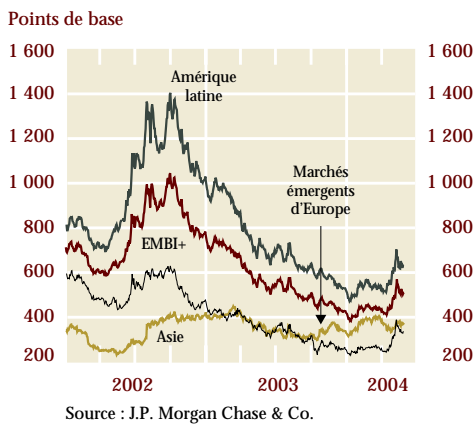


**Graphique 3**  
Écarts de taux par rapport aux obligations du Trésor américain





**Graphique 4**  
Écarts de taux relatifs aux obligations souveraines (EMBI+)



elles avoisinent le tiers des sommets atteints en octobre 2002. C'est dans le segment des obligations les moins bien notées que le repli des écarts a été le plus spectaculaire. De même, les écarts de taux relatifs aux obligations de pays à marché émergent, mesurés par l'indice obligataire des marchés émergents de J.P. Morgan (indice EMBI+), ont régressé d'environ 515 points de base par rapport à leur sommet d'octobre 2002; à la fin du mois de mai, ils s'établissaient à environ 510 points de base.

*Niveau élevé de la demande d'actifs plus risqués*

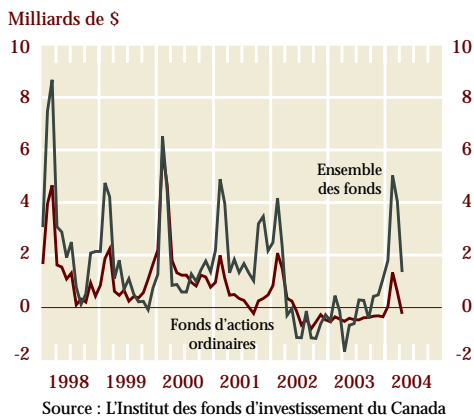
Comme il a été mentionné plus haut, les marchés boursiers nord-américains ont enregistré des gains impressionnants en 2003 (voir l'Encadré 1 pour une analyse des capitalisations boursières au moyen des méthodes d'évaluation usuelles). Ces gains ont contribué à d'importantes entrées nettes de capitaux dans les fonds communs de placement, y compris, plus récemment, les fonds d'actions (Graphiques 5 et 26). Les investisseurs particuliers manifestent un regain d'intérêt pour les actions, et l'incidence qu'ont eue sur la confiance des investisseurs les scandales financiers et la débâcle des marchés boursiers survenue en 2001 s'est apparemment estompée.

Plusieurs mesures portant sur un éventail de prix d'actifs financiers à l'échelle mondiale révèlent que les investisseurs étaient disposés à prendre davantage de risques en 2003<sup>1</sup>. Ces mesures indiquent en effet une augmentation généralisée de la demande d'actifs risqués cette année-là. En avril 2004, toutefois, ces mêmes mesures dénotaient un retournement de la perception du risque chez les investisseurs.

Les flux nets de capitaux vers les marchés émergents ont connu une forte hausse durant les derniers mois de 2003. Selon les prévisions de l'Institute of International Finance, ces flux continueront de croître en 2004 et proviendront pour l'essentiel de créanciers privés. En 2003, et pour la première fois depuis 1997, les banques commerciales ont été des prêteurs nets vis-à-vis des pays à marché émergent. Cet accroissement des flux nets de capitaux semble dénoter un renforcement de l'appétit des investisseurs pour le risque. Cependant, les observations recueillies depuis la mi-avril incitent à penser que les flux de capitaux en direction des marchés émergents sont devenus négatifs. Cette évolution tient peut-être à une réduction de l'effet

**Graphique 5**  
Ventes nettes de parts de fonds communs de placement au Canada

À l'exclusion des revenus réinvestis



1. State Street, UBS, la Deutsche Bank, J.P. Morgan, le Fonds monétaire international (FMI) et la Banque des Règlements Internationaux (BRI) ont tous mis au point des indices de l'appétit ou de l'aversion pour le risque.

**Encadré 1**

## Capitalisations boursières en Amérique du Nord

On peut utiliser diverses méthodes pour évaluer le caractère raisonnable des capitalisations boursières (voir Hannah, 2000). Parmi les mesures empiriques les plus courantes figurent le ratio cours-bénéfice, le dividende actualisé et le ratio Q de Tobin. Chacune de ces mesures a ses lacunes, mais la comparaison de leurs valeurs courantes avec les moyennes historiques fournit de précieuses indications.

Le ratio cours-bénéfice peut être calculé à partir du bénéfice effectif ou du bénéfice prévu à l'horizon de 12 mois (Graphique A). D'une manière générale, tout écart important par rapport à la moyenne mérite examen.

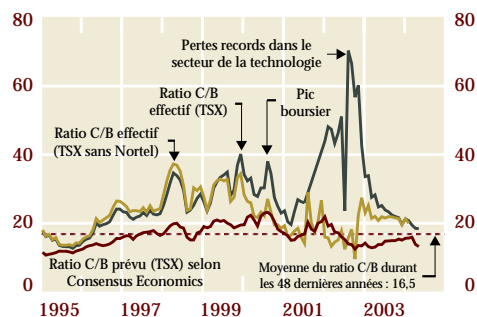
Le modèle d'évaluation fondé sur l'actualisation des dividendes revêt de nombreuses formes qui ont pour dénominateur commun le calcul du flux de dividendes qu'implique l'évaluation boursière des entreprises. Dans sa forme la plus simple, ce modèle permet de déterminer le taux de croissance des dividendes qui, s'il était maintenu de façon perpétuelle, « validerait » le cours actuel des titres (Tableau A). Si le taux de croissance réel à long terme implicite des dividendes est supérieur au taux de croissance à long terme du PIB réel, on peut en déduire que le niveau des cours boursiers n'est pas soutenable, car il supposerait une croissance des dividendes (et des bénéfices des sociétés) en pourcentage du PIB qui n'est guère plausible. Les résultats obtenus grâce à cette méthode sont toutefois sensibles à la prime de risque postulée sur les actions. Au Canada, cette prime s'est située aux environs de 3 % en moyenne dans le passé, mais certains prétendent qu'elle a diminué ces dernières années<sup>1</sup>. Si tel était le cas, le niveau soutenable des cours boursiers pour une évolution future donnée des dividendes s'en trouverait accru.

Le ratio Q de Tobin (Graphique B) permet de comparer la capitalisation boursière à la valeur nette des entreprises aux prix du marché. Lorsque ce ratio est supérieur à l'unité, les entreprises peuvent émettre des actions dont la valeur dépasse le coût de remplacement de leurs actifs. Cela signifie soit que les titres sont surévalués, soit que le marché table sur une croissance plus forte des bénéfices provenant des éléments d'actif incorporels (comme le capital humain ou la valeur de la marque), ou les deux.

Ces trois mesures simples donnent à penser que les capitalisations boursières actuelles en Amérique du Nord sont semblables à celles de 1997, année où les bénéfices des sociétés étaient également à la hausse. De plus, les ratios cours-bénéfice frôlent ou dépassent légèrement les moyennes historiques, et le coût marginal du capital est à peu près égal à son rendement marginal. Le modèle fondé sur l'actualisation des dividendes porte cependant à croire qu'à moins que la prime de risque sur les actions ne se situe en deçà de sa moyenne historique, le taux de croissance réel des dividendes attendu sur les marchés boursiers nord-américains est plus élevé qu'il le devrait, compte tenu des taux de croissance à long terme du PIB réel.

1. La prime de risque sur des actions est calculée à partir de l'écart observé dans le passé entre les ratios bénéfice-cours et les taux d'intérêt réels estimatifs à long terme.

**Graphique A**  
Ratios cours-bénéfice (C/B) au Canada\*



\* Pondération indicielle révisée trimestriellement en fonction des changements des valeurs marchandes relatives  
Sources : Banque du Canada et Thomson Financial Datastream

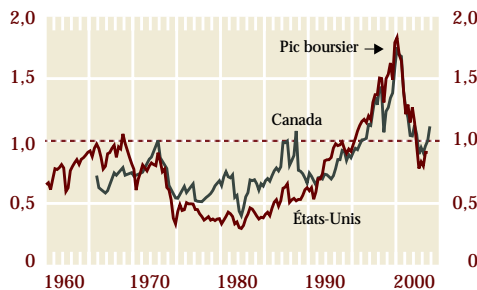
**Tableau A**

**Modèle fondé sur l'actualisation des dividendes**  
(Données exprimées en pourcentage)

	Croissance réelle à long terme implicite des dividendes, dans l'hypothèse d'une prime de risque de :				Croissance réelle des dividendes	Prime de risque sur les actions	Croissance du PIB réel
	2 %	3 %	4 %	6 %			
					Moyenne historique 1958-2003		
TSX – mars 2004	2,9	4,0	5,0	7,0	3,3	3,1 <sup>a</sup>	3,6
TSX – moyenne trimestrielle pour l'année 1997	2,5	3,5	4,5	6,5			
S&P 500 (États-Unis) – mars 2004	2,4	3,4	4,3	6,4	3,5	4,3	3,4

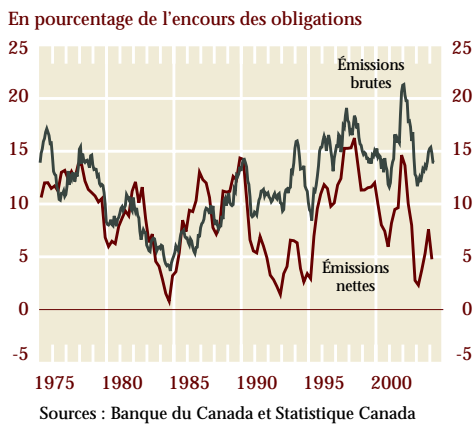
a. Prime calculée pour la période 1990-2003 en raison des limites inhérentes aux données

**Graphique B**  
Ratio Q de Tobin\*



\* Défini comme le rapport entre la valeur marchande des actions en circulation et le coût de remplacement des actifs diminué des passifs (exprimés en valeur marchande pour les entreprises américaines et en valeur comptable pour les entreprises canadiennes)  
Sources : Banque du Canada et Réserve fédérale des États-Unis

**Graphique 6**  
Émissions d'obligations de sociétés canadiennes  
Somme mobile sur 12 mois / encours des obligations



de levier au sein des portefeuilles et à une moindre tolérance des investisseurs à l'égard du risque par suite de la révision à la hausse des anticipations relatives aux taux d'intérêt américains.

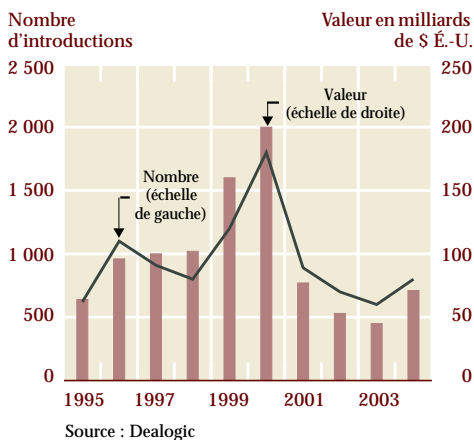
#### *Faiblesse de l'offre d'actifs plus risqués*

Aux États-Unis, les émissions brutes d'obligations à rendement élevé des sociétés ont augmenté de 120 % en 2003 pour atteindre un quasi-record de 149,1 milliards de dollars É.-U., mais on estime qu'elles étaient liées, à hauteur de 80 %, à des activités de refinancement<sup>2</sup>. Au Canada également, les entreprises se sont résolument employées à refinancer leur dette à meilleur coût. Il en est résulté en 2003 un différentiel record entre les émissions obligataires brutes et nettes en pourcentage de l'encours des obligations de sociétés canadiennes (Graphique 6).

De même, la gestion du passif représentait en 2003 la majeure partie des opérations en capital des marchés émergents, les gouvernements ayant cherché à tirer parti des faibles taux d'intérêt. Ces opérations visaient à améliorer la structure de la dette publique tant intérieure qu'extérieure<sup>3</sup>.

Il a semblé tout récemment que l'offre d'actifs plus risqués à rendement plus élevé était peut-être à la hausse. Le nombre d'introductions en bourse a augmenté depuis le début de 2004, tout particulièrement en Asie (Graphique 7). Les émissions nettes de titres à rendement élevé sont également en progression cette année. Toutefois, malgré l'augmentation de la demande portant sur les actifs plus risqués, les émissions mondiales nettes d'actions et d'obligations ont touché un creux pluriannuel en 2003, et l'on s'attend généralement à ce qu'elles demeurent modérées.

**Graphique 7**  
Introductions en bourse à l'échelle mondiale



#### *Atténuation du risque de crédit*

Le rétrécissement notable des écarts de taux relatifs aux obligations de sociétés en 2003 peut également s'expliquer par la perception générale d'un moindre risque de crédit. Le taux de défaillance à l'échelle mondiale est passé de près de 11 % au début de 2002 à un peu plus de 5 % au début de 2004 et, selon les prévisions de Moody's, il tombera en deçà de 3 % d'ici la fin de l'année (Graphique 8).

Plusieurs facteurs d'ordre technique contribuent également au recul escompté du risque de crédit dans le monde. Par suite des nombreuses

**Graphique 8**  
Indicateurs du marché des obligations de sociétés



\* Somme sur 12 mois du ratio des défaillances sur les obligations spéculatives au nombre total d'émetteurs de titres spéculatifs. Valeurs de 2004 basées sur les prévisions de Moody's.

Sources : Moody's, Merrill Lynch et Banque du Canada

2. Estimation de J.P. Morgan. Un montant record de 150,8 milliards de dollars É.-U. a été émis en 1998.
3. Ces opérations visaient, entre autres choses, à allonger les profils d'échéances, à obtenir la mainlevée de garanties et à réduire le potentiel de volatilité lié aux taux de change ou aux taux d'intérêt à court terme (FMI, 2004).

défaillances qui ont émaillé le cycle de crédit de 2000-2002, bon nombre d'émetteurs de la catégorie spéculative ont été rayés des indices obligataires mondiaux, ce qui a eu pour effet d'améliorer la qualité globale du crédit des émetteurs qui sont pris en compte dans ces indices. En outre, d'après les prévisions de Moody's, les besoins de refinancement en dollars É.-U. des sociétés diminueront d'environ un tiers au cours des trois prochaines années, car plusieurs sociétés ont obtenu l'an dernier des refinancements à des taux avantageux et à plus long terme. (Une réduction du risque de refinancement se traduit par une plus faible probabilité de défaillance.)

Enfin, la liquidité du marché des obligations de sociétés s'est considérablement améliorée ces dernières années, ce qui a favorisé une tarification plus efficiente du risque de crédit. Par exemple, le volume d'activité en rythme annuel sur le marché canadien des obligations de sociétés correspond actuellement à 32,5 % de l'encours; les volumes de transactions ont plus que doublé depuis 1998, année où l'illiquidité du marché avait amplifié le creusement des écarts de taux.

#### *Amélioration des facteurs fondamentaux*

La diminution généralisée des écarts de taux sur le marché obligataire mondial et la hausse des cours boursiers tout au long de 2003 et au début de 2004 s'expliquent aussi par l'amélioration des perspectives économiques mondiales et de la situation fondamentale des marchés émergents ainsi que par le renforcement des bilans et de la rentabilité des entreprises.

Ces dernières années, de nombreuses économies émergentes ont adopté des politiques macroéconomiques axées sur le marché<sup>4</sup>. L'instauration de taux de change flottants, l'amélioration des stratégies de gestion de la dette et la réduction du taux d'inflation confèrent de meilleurs atouts aux marchés émergents pour affronter les chocs défavorables. De plus, l'accumulation d'excédents courants et de réserves de change a atténué la vulnérabilité de bien des pays à l'égard des chocs extérieurs. À la faveur de cette évolution, plus de 50 % des émissions obligataires souveraines des marchés émergents ont été classées parmi les signatures de qualité alors que le pourcentage était

de seulement 10 % en 1998, au plus fort de la crise financière qui secouait ces marchés.

Aux États-Unis, de solides gains de productivité ont alimenté les marges bénéficiaires des sociétés. Au Canada également, les bénéfices des sociétés ont progressé de 37 % en 2003 par rapport à 2002. Les bénéfices en pourcentage du PIB dépassent maintenant la moyenne historique (Graphique 9). D'après le sondage que Thomson Financial a réalisé au mois de mai auprès des analystes du marché, les bénéfices des sociétés canadiennes devraient encore augmenter en 2004 de 26,4 %.

#### *Risques actuels*

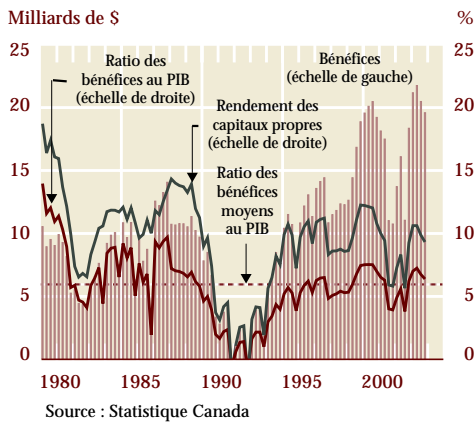
Malgré l'amélioration de la conjoncture économique mondiale et de la situation fondamentale des entreprises, des risques pèsent encore sur la valeur des actifs. Premièrement, l'économie mondiale demeure confrontée aux risques découlant de la persistance des déséquilibres à l'échelle de la planète (voir la page 13 de la présente livraison de la *Revue*). Le processus d'ajustement qu'implique la réduction de ces déséquilibres est complexe et pourrait entraîner des perturbations sur le plan économique. Deuxièmement, les prix de certains actifs financiers pourraient se ressentir d'une aggravation des incertitudes géopolitiques.

Troisièmement, compte tenu de l'étroite corrélation observée en 2003 dans les hausses de prix des actifs plus risqués, il pourrait se produire un revirement de tendance marqué par une corrélation tout aussi forte. Ce revirement pourrait être déclenché, par exemple, par une radicale révision à la hausse des attentes concernant les taux d'intérêt directeurs. Un tel scénario risquerait d'affaiblir la demande d'actifs plus risqués émanant des investisseurs qui se fixent des cibles de rendement. Il aurait aussi pour effet d'éroder la rentabilité des opérations à fort levier financier qui avaient été structurées de manière à tirer parti de très faibles taux d'intérêt. La conjoncture actuelle, caractérisée par une abondance de liquidités et une faible volatilité, a aussi facilité un recours grandissant à l'effet de levier au sein des portefeuilles de négociation, sur la base du calcul de la valeur exposée au risque. Si elle devait se produire rapidement, une réduction généralisée de l'effet de levier engendrerait aussi une volatilité accrue.

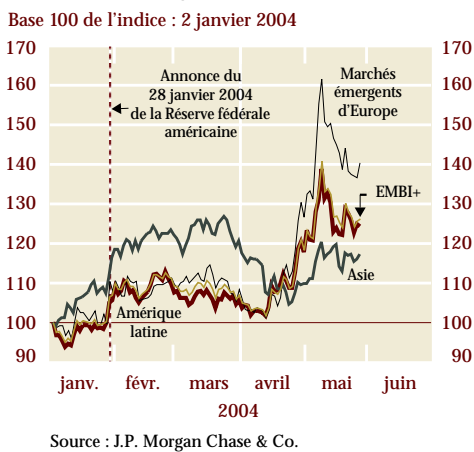
La tendance des cours des obligations émises par les pays à marché émergent s'est inversée cette année, par suite d'une modification des attentes relatives au moment et à l'ampleur des prochains resserrements de la Réserve fédérale américaine (Graphique 10). La réaction du marché a été vive. L'évolution récente des cours met aussi en évidence

4. On peut citer en exemple le Chili et le Mexique, où de saines politiques sont mises en œuvre depuis plus d'une décennie, et la Russie, qui a entrepris des réformes structurelles de grande envergure. Plus récemment, le Brésil a adopté des réformes du régime fiscal et des pensions qui contribuent à renforcer son cadre macroéconomique.

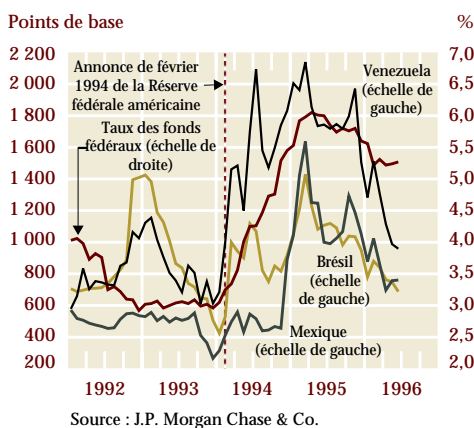
**Graphique 9**  
Rentabilité du secteur non financier canadien



**Graphique 10**  
Écarts de taux entre les obligations souveraines (EMBI+) et les obligations du Trésor américain



**Graphique 11**  
Écarts de taux entre les obligations Brady et les obligations du Trésor américain



certaines risques; on se rappellera que les écarts de taux d'intérêt relatifs aux obligations Brady s'étaient fortement creusés lorsque la Réserve fédérale avait entrepris de relever ses taux directeurs en 1994 (Graphique 11)<sup>5, 6</sup>. Dans la plupart des pays, toutefois, les écarts de taux restent inférieurs aux moyennes de long terme. Il reste que, si les charges d'intérêts assumées par certains pays à marché émergent, comme le Brésil, augmentent, ceux-ci pourraient avoir plus de difficulté à honorer leurs obligations financières à moyen terme.

Une évaluation des facteurs à l'œuvre porte à croire que plusieurs d'entre eux continueront d'exercer un effet favorable sur les prix des actifs financiers dans le monde. L'économie mondiale en est aux premières phases d'une expansion cyclique, et l'amélioration de la situation fondamentale des entreprises devrait contribuer à soutenir les prix des actifs. Le volume relativement faible des émissions nettes d'actions et d'obligations de sociétés devrait aussi conserver une influence positive sur l'évaluation des marchés. De plus, un grand nombre de pays à marché émergent ont déjà satisfait une grande partie de leurs besoins d'emprunt en 2004.

Néanmoins, notre évaluation donne aussi à penser que les investisseurs devraient se préparer à la possibilité de nouvelles baisses des prix des actifs financiers. Ceux-ci pourraient diminuer si les investisseurs réduisent leur recours à l'effet de levier et deviennent moins tolérants à l'égard du risque par suite d'une modification des attentes relatives à l'évolution des taux directeurs dans plusieurs pays. Les investisseurs devraient aussi garder à l'esprit qu'en cas de dépréciation synchronisée des actifs à l'échelle mondiale, leurs portefeuilles ne seront peut-être pas aussi bien protégés par la diversification que par le passé.

### Caractéristiques structurelles des marchés canadiens du logement et du crédit hypothécaire

Dans cette deuxième partie de la section « Principaux enjeux », nous examinons certaines caractéristiques du financement du logement afin de déterminer leurs implications pour l'efficacité et la stabilité du système financier canadien. Cet examen est réalisé à la lumière de l'évolution observée

5. Les obligations Brady sont des obligations libellées en dollar É.-U. émises par des marchés émergents et adossées à des obligations coupon zéro du Trésor américain.
6. D'une manière plus générale, l'expérience passée incite à croire qu'un renchérissement progressif du capital peut se produire sans perturbation majeure du financement des marchés émergents, pourvu que la liquidité du marché et la tolérance des investisseurs à l'égard du risque demeurent favorables.

récemment au Canada et des observations recueillies dans d'autres pays concernant la manière dont ces caractéristiques peuvent contribuer aux risques inhérents au système financier.

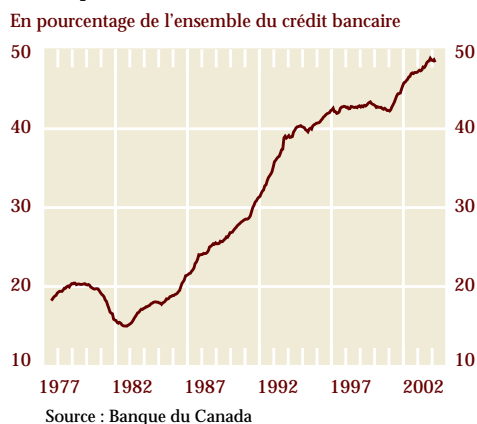
Les modalités du financement hypothécaire peuvent se répercuter de diverses façons sur le système financier. Premièrement, comme les actifs immobiliers représentent 45 % de l'avoir net des particuliers au Canada (chiffres au quatrième trimestre de 2003), l'avoir propre foncier constitue un élément important de la situation financière des ménages et influe par conséquent sur les décisions d'investissement et de consommation, de même que sur l'accès aux diverses sources de crédit. Deuxièmement, l'apparition et la popularité croissante de nouvelles options de financement (comme les prêts hypothécaires à taux variable ou à ratio élevé) peuvent jouer un rôle dans la dynamique du prix des logements. Troisièmement, le haut degré d'endettement qui caractérise le financement des transactions sur le marché immobilier peut venir amplifier l'effet des variations du prix des maisons sur l'avoir net des ménages. Quatrièmement, les prêts hypothécaires à l'habitation forment une part appréciable du portefeuille de créances de nombreuses institutions financières.

Dans l'ensemble, l'analyse présentée ci-après montre que les modalités du crédit hypothécaire sont de plus en plus souples. En outre, elle porte à croire que cette tendance favorise actuellement la stabilité financière.

Seulement 54 % des propriétaires de maisons (soit 37 % des ménages) ont un emprunt hypothécaire. Pourtant, la dette hypothécaire représentait 61 % de l'endettement total des ménages au quatrième trimestre de 2003. Le crédit à l'habitation est aussi un secteur d'activité clé des institutions financières, puisqu'il compte pour près de la moitié du portefeuille de prêts des banques au Canada (Graphique 12). De plus, la décision récente d'un certain nombre de grandes banques de cibler la clientèle des particuliers donne à penser que les prêts au logement vont demeurer un élément central de leurs activités de crédit. L'introduction de produits de financement souples et novateurs, ces 30 dernières années, est parmi les caractéristiques structurelles à long terme qui ont contribué à la progression du crédit hypothécaire à l'habitation (Tableau 1).

Le type d'emprunts retenu et leur durée peuvent avoir une incidence notable sur la situation financière des ménages et sur la dynamique du marché du logement. Dans le cas des prêts hypothécaires à court terme ou à taux variable, par exemple, les mouvements des taux d'intérêt se répercutent

**Graphique 12**  
Crédit hypothécaire à l'habitation offert par les banques



**Tableau 1**

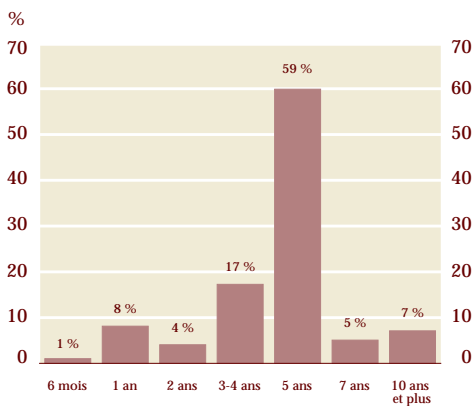
**Caractéristiques des prêts hypothécaires**

Caractéristiques	Du début au milieu des années 1970	De 2000 � 2004
Options de durée et de taux	Principalement des prêts fermés de cinq ans	Prêts fermés, ouverts ou convertibles Prêts à taux variable, à taux multiples ou à taux fixe Durées de 6 mois, de 1 an et de 2, 3, 4, 5, 7 et 10 ans
Taux et programmes incitatifs	Taux affichés	Réductions consenties sur les taux affichés Remboursements en espèces dans certains cas
Options de fréquence des versements	Versements mensuels seulement	Versements mensuels, hebdomadaires, toutes les deux semaines et accélérés
Prêt hypothécaire transférable	Option non offerte	Prêt transférable sans frais
Options de remboursement anticipé	Aucun remboursement anticipé autorisé	Remboursement anticipé autorisé sous certaines conditions

Source : Association des banquiers canadiens

**Graphique 13**  
Durée du prêt hypothécaire\* initial au Canada

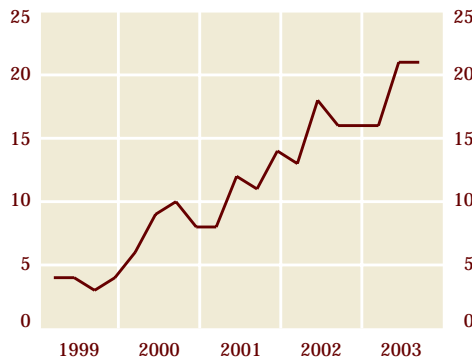
Juin 2000



\* Comprend les prêts hypothécaires à taux fixe et à taux variable ventilés selon la durée du contrat.  
Source : Clayton Research et Ipsos Reid, *FIRM Residential Mortgage Survey*

**Graphique 14**  
Prêts hypothécaires à taux variable

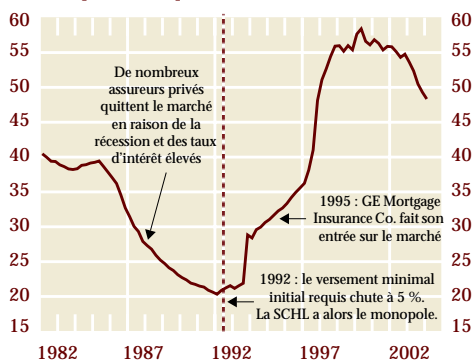
En pourcentage du total des prêts hypothécaires à l'habitation



Source : Clayton Research et Ipsos Reid, *FIRM Residential Mortgage Survey*

**Graphique 15**  
Prêts hypothécaires assurés au Canada

En pourcentage de l'encours total des prêts hypothécaires accordés par les banques



Source : Banque du Canada

immédiatement sur les versements mensuels, et donc sur l'accessibilité financière au logement, sur la demande d'habitations ainsi que sur le risque de crédit supporté par les institutions prêteuses dans ce domaine. Si les prêts à taux variable peuvent globalement accroître l'accessibilité financière et la demande, ils risquent aussi de rendre le service de la dette des ménages davantage tributaire des variations des taux d'intérêt.

Beaucoup de propriétaires-occupants — les accédants à la propriété en particulier — privilégient la sécurité offerte par un emprunt à taux fixe. Actuellement, 59 % de tous les prêts hypothécaires à taux fixe et à taux variable ont une durée de 5 ans (Graphique 13)<sup>7</sup>. Toutefois, dans le contexte de taux d'intérêt bas et stables qui prédomine aujourd'hui, les prêts à taux variable ont gagné en popularité et représentent maintenant 21 % de l'ensemble des crédits immobiliers à l'habitation (Graphique 14).

La disposition des ménages à soutenir — et des prêteurs à autoriser — un niveau d'endettement supérieur est un autre aspect important de l'interaction possible entre les pratiques de crédit hypothécaire, d'une part, et le système financier et la dynamique du prix des logements, d'autre part. Dans l'ensemble, l'octroi de prêts à ratio plus élevé peut stimuler le marché, mais aussi accentuer le risque de crédit dans l'éventualité d'une détérioration du marché de l'habitation ou de la capacité des ménages à honorer le service de leur dette.

Au Canada, la *Loi sur les banques* (ch. 46, art. 418) permet aux institutions financières de consentir des prêts hypothécaires à hauteur de 75 % de la valeur d'un immeuble résidentiel. Lorsque la mise de fonds de l'acheteur est inférieure à 25 % de cette valeur, la *Loi* exige que le montant équivalant à la différence soit assuré afin de protéger le créancier contre la défaillance éventuelle de l'emprunteur. Dans les faits, cependant, les assureurs hypothécaires assurent le montant intégral du prêt en pareilles circonstances. L'augmentation de la valeur des prêts assurés, dans les années 1990, révèle la popularité des prêts à ratio élevé. Elle témoigne également de la plus grande facilité d'accès au crédit hypothécaire qui a résulté de la révision du pourcentage de la mise de fonds minimale requise, qui a été ramené de 10 à 5 % en 1992 (Graphique 15). Les assureurs hypothécaires du Canada ont récemment élargi l'éventail des sources de fonds admissibles comme versement initial de la part de certains emprunteurs pour y inclure des montants empruntés. Il est encore trop tôt pour

7. Voir l'article de Montplaisir (1996-1997) pour une analyse de la structure des échéances du bilan des ménages canadiens.

évaluer les retombées de cette mesure sur l'endettement hypothécaire ou sur la dynamique du prix des maisons.

La progression du nombre de prêts assurés a été soutenue par l'introduction de titres hypothécaires émis en vertu de la *Loi nationale sur l'habitation* (titres hypothécaires LNH) et garantis par le gouvernement canadien. Ces titres, dont l'encours a plus que triplé entre 1998 et 2003, ont diversifié les sources de financement à la disposition des institutions de crédit hypothécaire. Ils représentaient 10,6 % des soldes des prêts hypothécaires en décembre 2003<sup>8</sup>.

La tendance vers l'octroi de prêts à taux variable et à ratio élevé, conjuguée aux caractéristiques exposées dans le Tableau 1, a étendu la gamme des options de financement offertes aux ménages. Bien que quelques-uns de ces instruments puissent aussi, en principe, accentuer la vulnérabilité financière de certains ménages, accroître l'amplitude potentielle des fluctuations du prix des maisons et augmenter le risque de crédit auquel s'exposent les prêteurs hypothécaires, la probabilité que cela se produise semble restreinte par la prudence qui caractérise généralement la culture du crédit hypothécaire au Canada. Cette prudence est illustrée notamment par la proportion de prêts hypothécaires à taux variable accordés au pays, qui est bien inférieure à celle observée dans de nombreux pays industrialisés, dont le Royaume-Uni et l'Australie. L'infrastructure réglementaire du Canada réduit encore ces risques. Globalement, la Banque des Règlements Internationaux classe le Canada parmi les pays ayant les pratiques de crédit hypothécaire les plus propices à la stabilité financière<sup>9</sup>.

## Le contexte macrofinancier

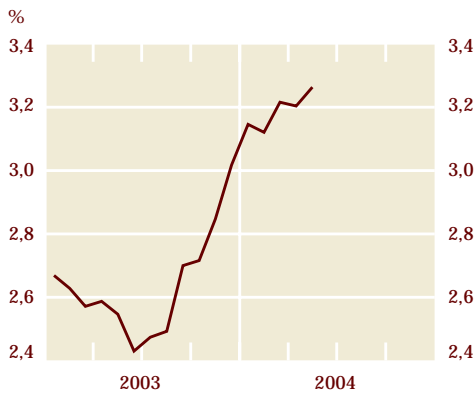
Au cours des derniers mois, la croissance de l'économie mondiale a été plus vive que prévu. Certes, des risques subsistent, mais les signes d'une reprise vigoureuse sont de plus en plus manifestes. Aussi les inquiétudes d'ordre macroprudentiel ont-elles sensiblement diminué depuis l'automne 2003.

- 
8. Les options de remboursement anticipé étant limitées et la plupart des prêts hypothécaires ayant une durée de 5 ans ou moins au Canada, le risque de remboursement anticipé supporté par les émetteurs et les acheteurs de titres hypothécaires est plus faible ici qu'aux États-Unis.
  9. Tsatsaronis, K., et H. Zhu (2004). Évaluation fondée sur la prédominance de caractéristiques qui influent sur la variabilité et la dynamique à court terme du prix des logements.



Graphique 16

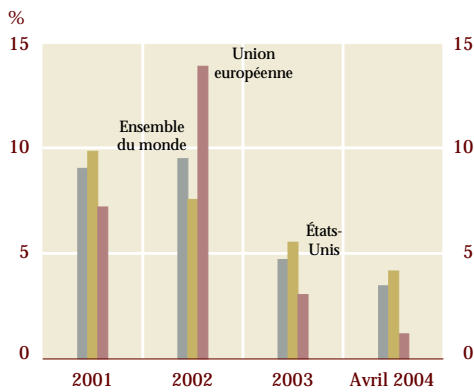
Évolution des prévisions de Consensus Economics concernant la croissance annuelle des économies industrialisées en 2004\*



\* Amérique du Nord, Europe occidentale et Japon  
Sources : Consensus Economics et calculs de la Banque du Canada

Graphique 17

Taux de défaillance à l'égard des obligations spéculatives

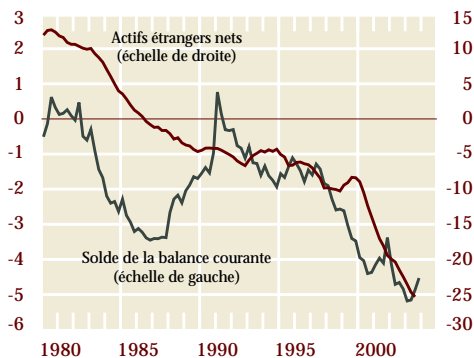


Source : Standard & Poor's

Graphique 18

Balance extérieure des États-Unis

En pourcentage du PIB



Source : U.S. Bureau of Economic Analysis (États-Unis)

## L'évolution de la conjoncture internationale

Les prévisions de Consensus Economics concernant la progression de l'activité dans les pays industrialisés en 2004 ont été constamment revues à la hausse depuis le milieu de 2003 (Graphique 16), les taux d'expansion projetés pour le Japon, les États-Unis et le Royaume-Uni ayant été fortement relevés. Dans la zone euro, les attentes en matière de croissance demeurent fondamentalement inchangées. Le regain de vitalité de l'économie mondiale, le maintien de conditions de financement favorables et les efforts continus des sociétés en vue d'assainir leurs bilans ont concouru à une réduction du stress financier. Ainsi on remarquera que les taux de défaillance ont nettement reculé de par le monde l'an dernier (Graphiques 8 et 17). Après avoir atteint 9,5 % à la fin de 2002, le taux de défaillance des émetteurs privés de titres spéculatifs, calculé d'après la moyenne mobile sur 12 mois de Standard & Poor's, est tombé à 4,7 % en décembre 2003, puis à 3,5 % en avril 2004, ce qui est bien inférieur au taux de 5,3 % auquel il s'est situé en moyenne depuis 1981.

### Les déséquilibres dans le monde

Si les perspectives de croissance de l'économie mondiale se sont améliorées de façon marquée, il subsiste tout de même des incertitudes. La persistance des déséquilibres de la balance extérieure des États-Unis, auxquels font écho les déséquilibres observés ailleurs dans le monde, notamment en Asie, continue de représenter un risque majeur (Graphique 18). Divers ajustements d'ordre politique ou structurel faciliteraient grandement la correction de ces déséquilibres et contribueraient à renforcer la stabilité interne des économies concernées.

Aux États-Unis, un retour à l'austérité budgétaire permettrait de réduire les appels à l'épargne extérieure et concourrait au rééquilibrage de la balance des paiements courants (Graphique 19). En Europe et au Japon, la mise en œuvre de réformes structurelles visant à accroître le taux de croissance potentiel pourrait aussi favoriser une hausse de la demande de biens et services américains. Il faudrait notamment que les taux de change réels soient ajustés de manière que les prix des biens et services produits aux États-Unis diminuent par rapport à ceux des biens et services produits dans d'autres pays, surtout en Asie. Un tel ajustement serait facilité si la majorité des pays à marché émergent d'Asie décidaient de tempérer leurs interventions sur le marché des changes et de laisser fluctuer plus librement leurs monnaies

(Graphique 20). Ce faisant, ces pays atténueraient aussi certains des risques que leur politique d'intervention présente pour la stabilité de leur économie (Encadré 2).

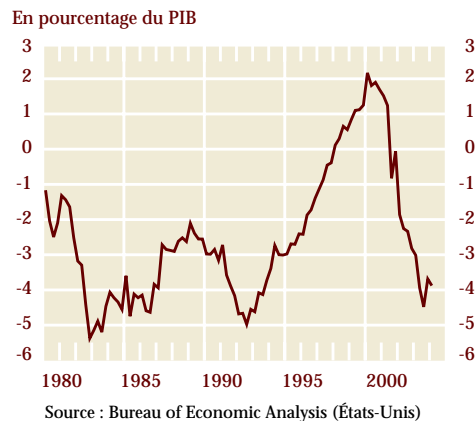
Ces ajustements entraîneront des modifications de la composition de la croissance économique de plusieurs pays ainsi que des variations des taux de change réels, ce qui comportera des risques, en particulier durant la période de transition. En outre, l'économie sera perturbée du fait que, dans les pays dont la monnaie s'apprécie, les ressources se déplaceront des secteurs à vocation exportatrice aux secteurs tournés vers le marché intérieur, alors qu'aux États-Unis, ce sera le contraire. Le processus d'ajustement sera vraisemblablement complexe et pourrait avoir des retombées sur le système financier mondial de diverses façons, notamment par le truchement des variations des taux de change et des prix des actifs financiers. L'ampleur de ces retombées dépendra de la flexibilité du système financier et du type de politiques macroéconomiques qui seront adoptées.

#### *Autres risques pesant sur l'économie mondiale*

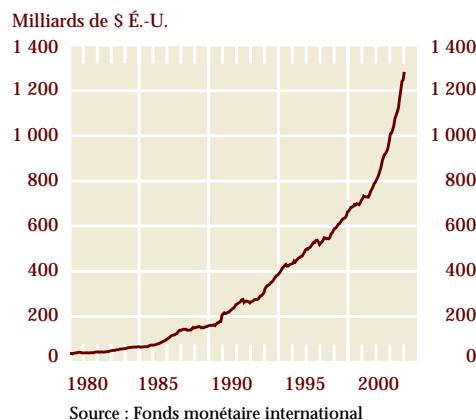
Compte tenu de la solide reprise visiblement en cours à l'échelle mondiale, il faudra réduire à l'avenir le caractère expansionniste des taux directeurs en vigueur dans de nombreux pays. Une hausse des taux d'intérêt (en particulier aux États-Unis) se répercuterait à son tour sur les emprunteurs privés et publics des pays à marché émergent en faisant augmenter le coût du capital (voir la section « Principaux enjeux » aux pages 8 et 9 de la présente livraison pour une analyse de ce risque). Les marchés immobiliers et boursiers pourraient aussi se ressentir de la montée des taux, ce qui aurait un effet sur la situation financière des ménages.

Les dépenses des ménages aux États-Unis et dans certains autres pays sont l'un des moteurs de la relance actuelle de l'économie mondiale. Dans de nombreux pays, toutefois, la dette des ménages s'est fortement accrue depuis quelques années et s'établit maintenant à des niveaux élevés (Graphique 21). La dette hypothécaire représente le gros des engagements des ménages. Il est vrai que la hausse des prix de l'immobilier et des autres actifs s'est traduite par un accroissement de la richesse nette des ménages, mais, dans certains pays, la montée de l'endettement de ces derniers a accentué leur vulnérabilité aux variations des taux d'intérêt, du revenu et des prix des actifs. Au Royaume-Uni, par exemple, une forte proportion des contrats hypothécaires est assortie d'un taux d'intérêt variable, et certains observateurs doutent

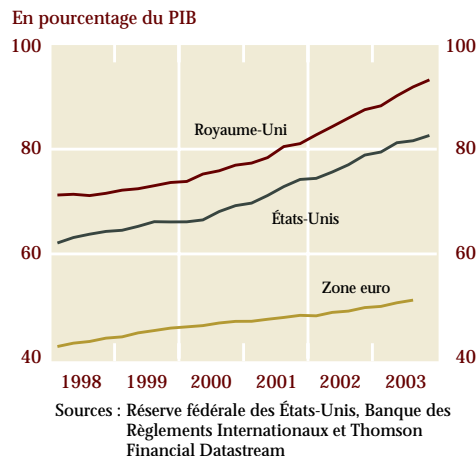
**Graphique 19**  
Solde budgétaire du gouvernement fédéral américain



**Graphique 20**  
Réserves de devises des marchés émergents d'Asie



**Graphique 21**  
Endettement des ménages



## Encadré 2

## L'accumulation des réserves de change dans les pays à marché émergent d'Asie

### Tendances

Les réserves de change détenues par les pays à marché émergent d'Asie ont fortement augmenté durant la dernière décennie (Graphique 20). Cette hausse a été observée à la fois dans les pays dotés d'un taux de change fixe et dans ceux qui ont opté pour un régime de flottement dirigé. À la fin de 2003, les réserves de change de la région (or exclu), qui s'élevaient à 370 milliards de dollars É.-U. à la fin de 1995, étaient ainsi passées à environ 1 300 milliards de dollars É.-U. À elle seule, la Chine comptait, à la fin de 2003, 400 milliards de dollars É.-U. en réserves. La présente note examine les conséquences de cette politique sur la stabilité financière et économique de ces pays, où la demande est déjà excédentaire. L'accroissement des réserves de change peut avoir sur la tenue de ces économies des effets qui se répercutent à leur tour sur le Canada par différents canaux, tels que les prix des matières premières.

### Considérations

Le désir des autorités asiatiques d'accumuler autant de réserves traduit en partie leur désir de se prémunir contre l'éventualité de crises financières. En effet, dans le contexte des crises financières qui se sont succédées ces dernières années, l'accumulation de réserves au moyen d'importants excédents de la balance courante peut refléter une plus grande aversion pour le risque<sup>1</sup>. Cependant, l'ampleur des réserves de change amassées donne à penser que d'autres facteurs ont contribué à l'accumulation observée<sup>2</sup> — dont les efforts déployés par les banques centrales de la région, surtout celle de la Chine, pour limiter l'appréciation du taux de change nominal de leur monnaie ou éviter une réévaluation de leur monnaie vis-à-vis du dollar É.-U.<sup>3</sup>. En ce qui concerne la Chine, sa réticence à détacher sa monnaie du billet vert tient sans aucun doute à un désir de stabilité et de continuité. Si la Chine a relativement bien surmonté la crise asiatique de 1997, c'est probablement en partie grâce au caractère relativement fermé de son compte de capital, les contrôles appliqués ayant mis son économie à l'abri de renversements brusques des flux de capitaux<sup>4</sup>.

### Conséquences

L'accumulation de réserves ne peut se poursuivre indéfiniment sans affecter l'économie intérieure, notamment parce que la capacité de stériliser efficacement les réserves demeure limitée. Plus les autorités résisteront aux pressions du marché en faveur d'une appréciation du taux de change, plus elles s'exposeront au risque de perdre la maîtrise de l'expansion de la monnaie et du crédit. Une telle situation pourrait à son tour déclencher un cycle de surchauffe et de récession. Étant donné l'absence d'instruments adéquats de suivi et de contrôle du crédit, il existe dans ces pays un risque réel de bulles financières ou d'accroissement des créances douteuses.

Même si la Chine dispose d'un vaste bassin de main-d'œuvre à bon marché, des pressions finiront par s'exercer sur les prix d'autres ressources, notamment les terrains et la main-d'œuvre qualifiée. De fait, l'inflation s'est accélérée récemment dans ce pays. Le taux de change réel finira par s'ajuster, par le biais d'une hausse du taux de change nominal ou d'une accélération de l'inflation intérieure. En outre, le crédit bancaire est en plein essor dans ce pays, donnant lieu à un surinvestissement dans plusieurs secteurs. Cela risque d'aggraver les difficultés que connaissent déjà les banques chinoises en matière de prêts improductifs. Les autorités chinoises en sont conscientes. C'est pourquoi elles ont relevé le niveau des réserves obligatoires des banques commerciales l'été dernier et adopté récemment des mesures supplémentaires de resserrement du crédit.

### Conclusions

L'accumulation continue des réserves de change dans les pays à marché émergent d'Asie pose des risques à la stabilité financière dans ces pays. Premièrement, elle pourrait engendrer de l'instabilité financière en provoquant une augmentation des créances bancaires improductives, dont le niveau est déjà élevé. Deuxièmement, elle pourrait accentuer l'instabilité financière intérieure par les effets d'une hausse du niveau et de la variabilité de l'inflation. Un accroissement graduel de la flexibilité du taux de change contribuerait à atténuer ces risques.

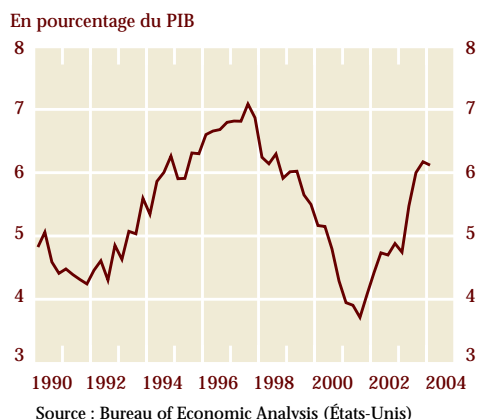
1. Les pays à marché émergent d'Asie ont affiché un excédent courant équivalent à 4 % du PIB en 2003.
2. Une étude récente du FMI conclut que l'accumulation des réserves de change dans la région depuis 2002 est nettement excessive par rapport à ce qui est justifié par des motifs de précaution (FMI, 2003).
3. L'analyse présentée porte sur la Chine mais s'applique de façon générale aux autres pays à marché émergent d'Asie.
4. Voir l'Encadré 2 à la page 14 de la *Revue du système financier* de décembre 2003.

que la vigueur du marché du logement puisse se maintenir encore longtemps. En revanche, la situation financière des ménages des États-Unis et de la zone euro est moins préoccupante, et l'inflation se situe à des niveaux relativement bas dans ces deux régions, ce qui rend moins probable un relèvement marqué des taux d'intérêt. Si les banques centrales continuent de maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible, le fardeau du service de la dette n'atteindra vraisemblablement pas les niveaux records observés dans le passé.

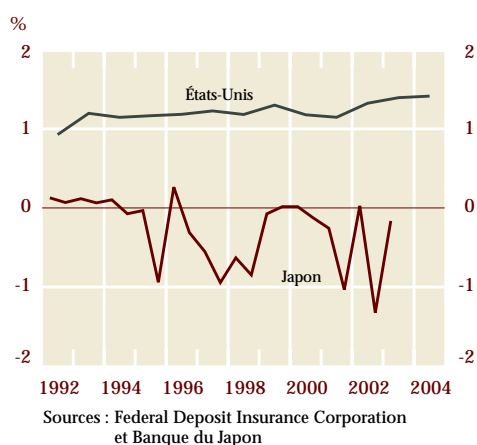
Un certain nombre de sociétés demeurent lourdement endettées, et la sous-capitalisation des régimes de retraite de plusieurs d'entre elles continue de drainer une part de leurs ressources financières<sup>10</sup>. La rentabilité des entreprises s'est néanmoins améliorée de manière générale, à la faveur de diminutions de coûts, de gains de productivité et des retombées positives que la reprise mondiale a eues sur les recettes. Aux États-Unis d'ailleurs, les profits en proportion du PIB sont bien supérieurs à la moyenne depuis 1990 (Graphique 22). Au Japon, le nombre de faillites d'entreprises a chuté de 33 % par rapport au sommet d'octobre 2001. Dans la zone euro, la situation est plus incertaine en raison de la lenteur de la relance. De plus, la dette des sociétés non financières de la zone euro s'élève à environ 62 % du PIB, niveau comparable à celui du début des années 1980.

Les systèmes financiers de la plupart des grands pays semblent cependant en mesure de résister à des chocs importants. Les tests de stress auxquels le FMI a soumis les secteurs bancaires du Royaume-Uni et de l'Allemagne tendent à confirmer la résilience des systèmes financiers de ces deux pays (Deutsche Bundesbank, 2003; Hoggarth et Whitley, 2003). Dans l'ensemble, les banques possédaient un volume suffisant de fonds propres pour absorber les pertes postulées dans ces tests. C'est probablement encore le cas aujourd'hui. Aux États-Unis, la rentabilité des banques, mesurée par le rendement de leur actif, s'établit à un niveau record (Graphique 23). Le secteur bancaire de certains autres pays demeure toutefois fragile. Au Japon, le rendement de l'actif des banques s'est amélioré au premier semestre de l'exercice 2003, mais il reste légèrement négatif. Les prêts non productifs dans ce pays ont reculé par rapport au sommet atteint au premier semestre de 2002, mais ils constituaient encore 7 % environ de l'encours

**Graphique 22**  
Bénéfices des sociétés aux États-Unis



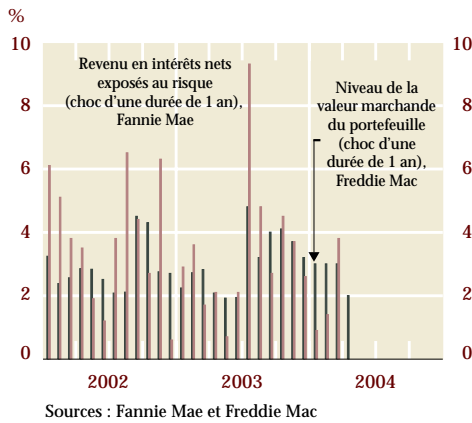
**Graphique 23**  
Rendement de l'actif des banques



10. Voir l'Encadré 3, à la page 20 de la livraison de décembre 2003 de la *Revue du système financier*, pour une analyse de l'évolution des régimes de retraite au Canada et aux États-Unis; voir aussi Standard & Poor's (2004).

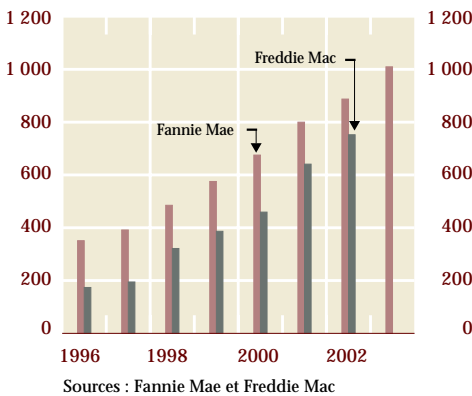
**Graphique 24**  
Sensibilité de Fannie Mae et de Freddie Mac au risque de taux d'intérêt

Variation de 50 points de base du niveau des taux d'intérêt



**Graphique 25**  
Actif total de Fannie Mae et de Freddie Mac

Milliards de \$ É.-U.



total des prêts en septembre 2003. En Chine, les banques d'État seraient en situation d'insolvabilité de l'avis de certains experts (Lardy, 1998). D'après les estimations, les prêts non productifs représenteraient de 25 à 40 % de l'ensemble des créances. Ces deux pays ont cependant pris des mesures afin de rétablir la solidité de leur système bancaire. Au Japon, par exemple, les agences d'évaluation du crédit ont mis de nombreuses banques sous surveillance avec implication positive.

### Agences fédérales de refinancement hypothécaire

Les pouvoirs publics américains ont récemment exprimé des doutes sur l'efficacité du régime de surveillance des agences fédérales de refinancement hypothécaire et le bien-fondé de la garantie tacite dont elles bénéficient. Vu la complexité de leurs bilans et leur mode de financement par emprunt, ces institutions pourraient ne pas être entièrement couvertes contre différents risques financiers (voir le Graphique 24 pour une évaluation de la sensibilité de leur situation financière au risque de taux d'intérêt). Si l'un des risques financiers contre lesquels ces agences ne sont pas adéquatement protégées devait se matérialiser, le système financier américain pourrait être ébranlé compte tenu de la taille du bilan de ces entreprises (Graphique 25).

Un projet de loi visant à modifier le régime de surveillance de ces agences a de nouveau été déposé par le Congrès dernièrement. Il y était notamment proposé de transférer la responsabilité de la surveillance de Fannie Mae et de Freddie Mac de l'Office of Federal Housing Enterprise Oversight à une nouvelle division du Trésor américain<sup>11</sup>. Le projet de loi n'a cependant pas été adopté. Le gouvernement américain est à examiner les divers moyens que le cadre législatif actuel met à sa disposition pour renforcer la surveillance de ces entreprises. Le président de la Réserve fédérale des États-Unis, Alan Greenspan, s'est prononcé lui aussi en faveur d'un resserrement des exigences réglementaires et a plaidé pour l'abolition de la garantie tacite du gouvernement dont ces agences paraissent bénéficier (Greenspan, 2004).

11. Fannie Mae et Freddie Mac sont deux agences de refinancement hypothécaire créées par le Congrès et appartenant à des actionnaires privés. Elles achètent aux bailleurs de fonds initiaux des prêts hypothécaires à l'habitation et ont pour mandat de faciliter l'achat de maisons aux ménages à faibles et moyens revenus.

## Le secteur des fonds communs de placement

En 2003, plusieurs cas de pratiques inappropriées, voire illicites, dans le secteur des fonds communs de placement, soit les opérations d'achat ou de vente après la clôture du marché (*late trading*) et les fréquents allers-retours sur les parts d'un fonds en anticipation des mouvements du marché (*market timing*), ont été mis au grand jour. Bien que le scandale touchait surtout le marché américain de ces fonds, dont la valeur atteint quelque 7,1 billions de dollars É.-U., plusieurs des problèmes cernés trouvent leur écho dans d'autres pays. Les pratiques contestées ont entraîné une diminution du rendement pour la plupart des investisseurs, dans l'intérêt desquels les gestionnaires de ces fonds sont censés agir. D'autres problèmes, liés ceux-ci à la divulgation des frais par les vendeurs de parts de fonds communs de placement, ont suscité des réactions de la part des organismes de réglementation aux États-Unis. Chez nous, les autorités font enquête sur les méthodes appliquées par l'industrie canadienne des fonds communs de placement.

Les fortes entrées nettes dans les fonds communs de placement américains et canadiens observées depuis la découverte de ces pratiques semblent indiquer que les mesures prises par les autorités et la montée de la valeur des parts sont parvenues à maintenir la confiance des investisseurs et à empêcher une fuite des capitaux vers d'autres secteurs (Graphique 26), laquelle aurait pu perturber les marchés financiers.

## L'évolution de la conjoncture au Canada

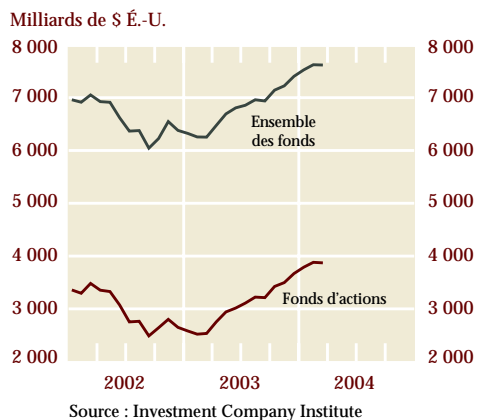
### L'économie canadienne

Au Canada, la production globale, qui avait peu varié entre les premier et troisième trimestres de 2003, a rebondi vers la fin de l'année (Graphique 27). En 2004, la croissance économique devrait provenir principalement de la demande intérieure du secteur privé, elle-même soutenue par la détente monétaire et la solide confiance des ménages et des entreprises. L'élan que l'amélioration de la conjoncture économique mondiale devrait imprimer aux exportations canadiennes sera tempéré par l'appréciation du dollar canadien survenue en 2003.

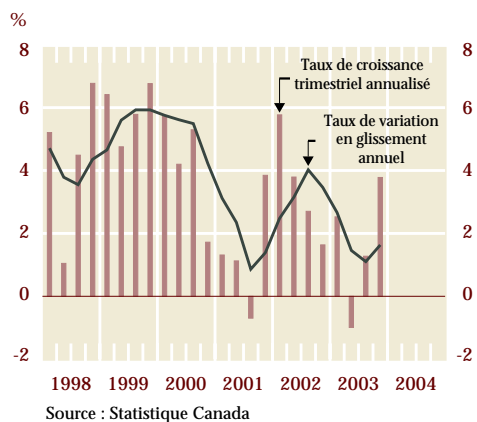
### Les ménages

La santé financière des ménages canadiens a une importance grandissante pour les banques au pays, car celles-ci axent de plus en plus leurs activités sur les prêts aux particuliers. En règle

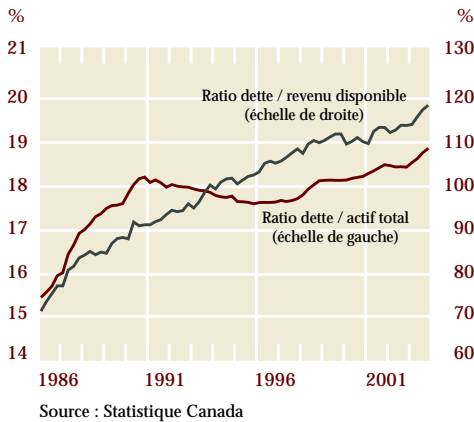
**Graphique 26**  
Ventes de parts de fonds communs de placement aux États-Unis



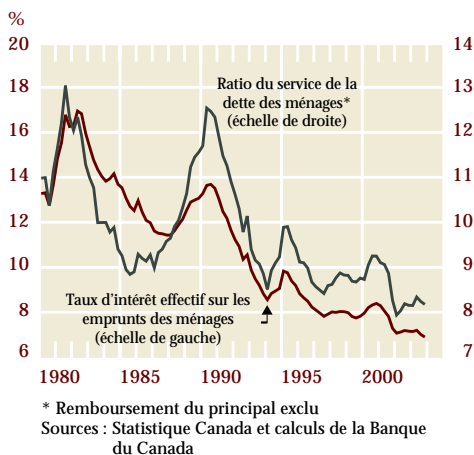
**Graphique 27**  
Croissance du PIB réel au Canada



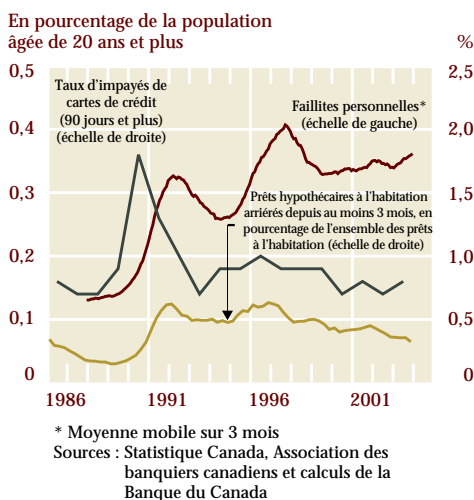
**Graphique 28**  
Situation financière des ménages canadiens



**Graphique 29**  
Endettement du secteur des ménages



**Graphique 30**  
Indicateurs financiers canadiens



générale, les risques liés à la qualité du crédit des ménages sont relativement faibles<sup>12</sup>.

L'endettement des ménages, mesuré par le ratio de la dette au revenu disponible, a continué de grimper et atteint maintenant un sommet inégalé de 118 %. Cependant, le ratio total d'endettement de ces derniers n'a pas augmenté sensiblement grâce à la progression de leur actif (Graphique 28). Le coût du service de cette dette croissante est également demeuré près des creux historiques, en raison de la faiblesse des taux d'intérêt sur les prêts à la consommation et les prêts hypothécaires (Graphique 29). Même si le nombre de faillites personnelles et celui des défauts de paiement de la part des titulaires de carte de crédit ont quelque peu augmenté en 2003, ils sont relativement stables depuis le milieu des années 1990. Les arriérés sur les prêts hypothécaires à l'habitation sont demeurés bas (Graphique 30). Au quatrième trimestre de 2003, le taux d'épargne est tombé à 1,5 %, alors qu'il était de 3,2 % un an plus tôt. Bien que ce taux soit extrêmement faible, la valeur de l'épargne ajustée en fonction de la richesse, qui tient compte de l'augmentation de cette dernière due aux évaluations plus élevées des logements et des autres éléments d'actif, n'a guère varié.

#### *Le secteur des entreprises*

La situation financière du secteur des entreprises non financières s'est améliorée au cours de l'année 2003. Le ratio d'endettement global a continué de baisser (Graphique 31) et la rentabilité est demeurée forte; cela a contribué au regain de confiance qu'affichent les entreprises depuis le troisième trimestre de 2003 (Graphique 32).

La qualité du crédit des entreprises a également continué à se stabiliser depuis décembre 2003, malgré une légère augmentation du nombre de sociétés dont Standard & Poor's a abaissé la cote. Dans l'ensemble, le ratio des baisses aux hausses de cote des entreprises financières établi pour 2003 par la firme Moody's est demeuré supérieur à 1, mais il est tombé de 6,4 — sommet des neuf dernières années qu'il atteignait en 2002 — à 2,0 (Graphique 33), puis à 1,0 au premier trimestre de 2004.

On s'attend cependant à ce que l'appréciation en termes réels de 16 % qu'a connue la monnaie canadienne en 2003 par rapport à sa contrepartie américaine réduise les bénéfices des entreprises

12. On trouvera dans la *Revue du système financier* de décembre 2003 une évaluation détaillée de la santé du secteur canadien des ménages. (Voir également la page 9 pour une explication des caractéristiques structurelles du marché du logement et du marché hypothécaire.)

en 2004. Jusqu'à maintenant, les retombées de la hausse du dollar canadien sur les projets ont été cantonnées principalement à certains secteurs à forte vocation exportatrice (Encadré 3). De fait, les cours élevés des produits de base et la robustesse de la croissance aux États-Unis sont susceptibles d'atténuer d'une manière significative ces retombées sur les bénéfices de nombreux exportateurs.

Les charges que doivent assumer de nombreuses sociétés pour s'acquitter de leurs obligations à long terme à l'égard des prestations de retraite futures de leurs employés demeurent lourdes. (Voir l'article intitulé *La situation de capitalisation des régimes de retraite à prestations déterminées des entreprises canadiennes* à la page 49 de la présente livraison.) Même si quelques régimes de retraite seulement semblent faire face à des difficultés de capitalisation si graves qu'elles menacent la santé financière de la société, il reste que les entreprises affichant un déficit de capitalisation au titre de leur régime de retraite à prestations déterminées sont susceptibles d'être plus vulnérables à d'autres chocs, comme un ralentissement économique.

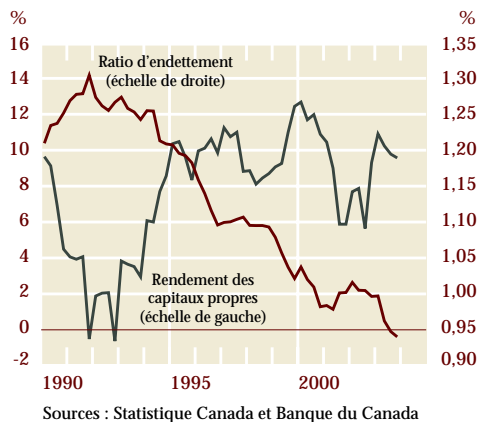
Globalement, toutefois, les risques que pose au système financier le secteur des entreprises demeurent faibles. En effet, malgré la montée du dollar canadien et un léger fléchissement de la demande globale et en dépit des cotisations spéciales que nombre d'entreprises doivent verser pour couvrir leurs obligations au titre des prestations de retraite futures de leurs employés, le secteur des entreprises au Canada paraît robuste dans l'ensemble.

### Les secteurs industriels

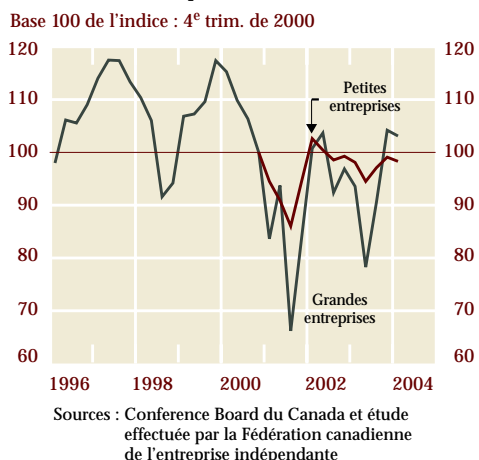
Néanmoins, quelques branches d'activité, pour la plupart très tributaires du commerce international, ont continué à subir un stress financier l'année dernière et au début de 2004. Celles-ci ne totalisent cependant que 10 % environ de la production du secteur des entreprises non financières, et le risque qu'elles font peser sur le système financier canadien est par conséquent limité.

La rentabilité a beaucoup faibli dans les industries du bois et du papier vers la fin de 2003 (Graphique 34). Bien que cela soit imputable en partie à l'appréciation du dollar canadien, d'autres éléments, tels que les capacités excédentaires, les coûts élevés de l'énergie et les droits compensatoires américains sur le bois d'œuvre résineux, ont également déprimé les taux de rendement. En conséquence, la cote de crédit de plusieurs entreprises forestières a été réduite (particulièrement parmi celles qui font le commerce du papier journal). Les vives augmentations que les prix du bois

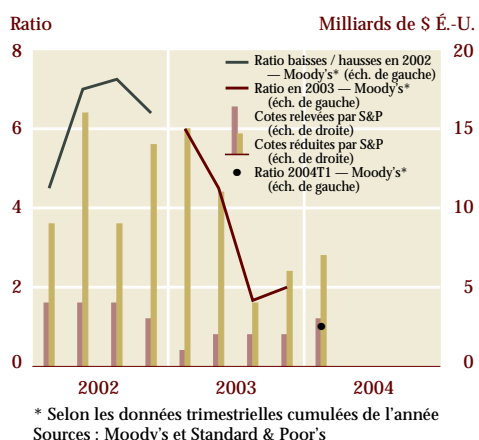
**Graphique 31**  
Situation financière du secteur non financier canadien



**Graphique 32**  
Confiance des entreprises canadiennes



**Graphique 33**  
Baisses et hausses de cote des sociétés canadiennes





## Encadré 3

## Enquêtes sur la couverture du risque de change dans les entreprises canadiennes

En 2003, le dollar canadien s'est apprécié de 16 %, en termes réels, par rapport à la devise américaine. Cette forte hausse a-t-elle eu une incidence sur les bénéfices et la qualité du crédit des entreprises et, de façon plus générale, sur le système financier? En janvier 2004, la Banque du Canada a envoyé aux grandes institutions financières actives sur le marché du dollar canadien un questionnaire portant sur les opérations de couverture du risque de change menées par leurs entreprises clientes. Malgré la variété considérable des réponses, attribuable aux différences qui existent entre les clientèles des répondants, quatre thèmes communs se dégagent des commentaires reçus<sup>1</sup>.

En premier lieu, les institutions financières estiment que, dans la plupart des sociétés, les ratios de couverture ont été plus faibles que par le passé tout au long de 2003 et qu'ils le demeurent encore. Compte tenu de cette exposition au risque de change et de l'importance relative du commerce extérieur au sein de l'économie canadienne, les répondants sont d'avis que, en moyenne, les entreprises du pays ont été plus nombreuses à se trouver désavantagées plutôt qu'avantagées par la vigueur du huard au cours de la dernière année. Selon leur évaluation, l'appréciation du dollar canadien a eu un effet négatif sur environ la moitié de leur clientèle depuis le début de 2003, et l'incidence sur l'autre moitié a été positive ou négligeable, dans des proportions à peu près équivalentes.

Ce dernier point de vue rejoint celui que les entreprises interviewées par la Banque ont exprimé au sujet de l'ajustement à la hausse du huard<sup>2</sup>. Il ressort également de ces entrevues que plus de la moitié des firmes touchées par l'appréciation ont actuellement recours à un instrument financier pour se couvrir contre le risque de change. La proportion atteint près de 60 % parmi les entreprises touchées défavorablement par l'évolution de notre monnaie, tandis qu'elle avoisine les 50 % chez les entreprises touchées favorablement. Les réponses obtenues indiquent aussi que les grandes entreprises sont plus enclines que les petites à se tourner vers les instruments de couverture financière.

Deuxièmement, malgré l'effet négatif de la montée du dollar canadien sur les marges bénéficiaires des exportateurs, la plupart des répondants estiment que leurs entreprises clientes se sont majoritairement adaptées à la hausse du huard ou seraient en mesure de le faire (du moins aux taux qui étaient en vigueur au moment de l'enquête, soit de 74 à 77 cents É.-U.). Même si les sociétés sont plus nombreuses à être désavantagées par l'évolution du taux de change, la plupart d'entre elles n'ont subi

que des effets « modérés ». Les institutions financières ne s'attendent pas à ce que la vigueur de la monnaie canadienne entraîne une détérioration marquée de la qualité générale de leurs portefeuilles de prêts.

En troisième lieu, bien que la majorité des entreprises réussisse à s'adapter à l'appréciation du dollar, une minorité éprouve de grandes difficultés à y parvenir. Qui plus est, celles qui sont les plus durement touchées sont souvent les moins aptes à réagir efficacement, que ce soit en réalisant des opérations de couverture ou en adaptant leurs processus d'affaires. Avec le resserrement de leurs marges bénéficiaires, ces firmes ont plus de mal à obtenir des lignes de crédit bancaires adéquates (condition nécessaire au financement de programmes de couverture) ou à procéder à des investissements destinés à accroître leur productivité (malgré la baisse du prix de l'équipement importé).

Quatrièmement, les répondants indiquent que les règles comptables relatives aux produits dérivés (FAS 133 aux États-Unis et NOC-13 au Canada) ont eu une incidence sur les pratiques des sociétés en matière de couverture. Depuis l'entrée en vigueur de ces règles, il est plus difficile pour les entreprises d'appliquer la comptabilité de couverture (à savoir la comptabilité analytique ou la comptabilité d'exercice) aux opérations qu'elles mènent pour se protéger contre le risque de change. La méthode comptable utilisée par défaut dans le cas des produits dérivés est celle de l'évaluation à la valeur marchande, que la plupart des entreprises cherchent à éviter, car elle peut rendre leurs résultats plus volatils<sup>3</sup>. Certaines firmes en seraient donc venues à réduire leur couverture, voire à l'éliminer dans une minorité de cas, ce qui aurait amplifié l'incidence négative de l'appréciation de la monnaie canadienne.

### Les opérations de couverture et le système financier

Dans l'ensemble, les réponses obtenues dans le cadre des deux enquêtes susmentionnées indiquent qu'environ la moitié des entreprises sont partiellement couvertes contre le risque de change et que la hausse du huard en 2003 ne présente pas de risques importants pour le système financier du pays.

1. Un relevé plus détaillé des réponses obtenues sera publié sous peu.
2. Quatre fois l'an, la Banque réalise des entrevues auprès d'une centaine de responsables d'entreprise de tout le Canada. On trouvera un compte rendu des réponses relatives aux ajustements à la hausse du dollar canadien opérés par les entreprises à l'adresse < [www.banqueducanada.ca/fr/rpm/pdf/sondage/rpm\\_sondage0404](http://www.banqueducanada.ca/fr/rpm/pdf/sondage/rpm_sondage0404) >.

3. Les normes d'évaluation à la valeur marchande reflètent mieux les positions effectives sur le marché et sont considérées comme plus appropriées par les responsables de l'établissement des normes comptables.

d'œuvre et d'autres produits du bois ont enregistré récemment devraient concourir au redressement de la rentabilité du secteur.

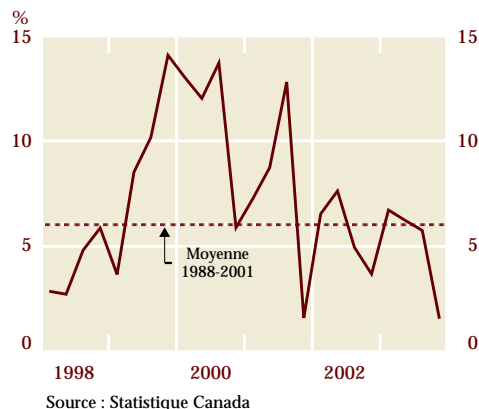
La situation financière de certains aciéristes canadiens s'est aussi beaucoup détériorée en raison de la vigueur de notre monnaie et du maintien des cours de l'énergie et des matières premières à des niveaux élevés. La nécessité de relever les cotisations aux régimes de retraite des employés afin d'en respecter les obligations à long terme exerce également un frein sur la croissance prévue des bénéfices du secteur. En conséquence, plusieurs entreprises envisagent des restructurations importantes pour diminuer leurs coûts d'exploitation afin de mieux se mesurer aux producteurs étrangers. La récente montée des prix mondiaux de l'acier, si elle persiste, devrait également contribuer à stabiliser la situation de cette industrie.

Les conditions dans le secteur de l'élevage au Canada demeurent peu reluisantes à la suite de la découverte aux États-Unis, fin décembre, d'un cas d'animal atteint de la maladie de la vache folle qui proviendrait du Canada. L'interdiction en vigueur sur les importations de bovins canadiens vivants garde les prix du bétail relativement bas au pays. Cependant, l'aide financière fournie par le gouvernement fédéral devrait atténuer certaines des pertes des éleveurs.

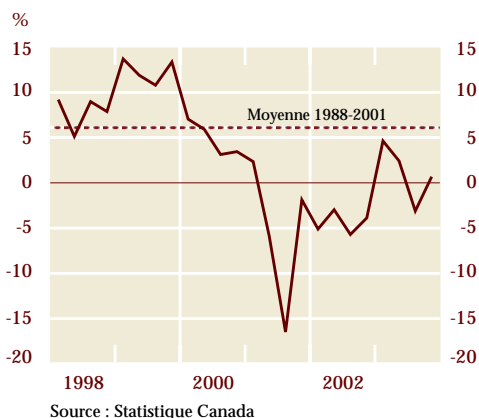
Après avoir affiché des déficits imposants en 2001 et en 2002, l'industrie de l'électronique et de l'informatique a renoué, quoique faiblement, avec la rentabilité en 2003 (Graphique 35). Ce dénouement tient à d'importantes réductions de coûts, à une nette reprise de la dépense mondiale en ordinateurs et à une demande accrue pour les dispositifs sans fil. Ces facteurs ont toutefois été partiellement contrebalancés par la poussée du huard. De plus, la cote de crédit à long terme d'une importante société canadienne du secteur a récemment été réduite à cause des enquêtes en cours sur ses états financiers.

Après un repli important en 2003, la rentabilité des secteurs canadiens du transport aérien et de l'aérospatiale devrait s'améliorer cette année, sous l'effet notamment du redressement prévu des activités de transport par avion et des mesures de réduction des coûts. La forte hausse récente du coût du carburant et les cotisations plus élevées au titre des régimes de retraite des employés sont des facteurs majeurs qui pourraient modérer cette amélioration.

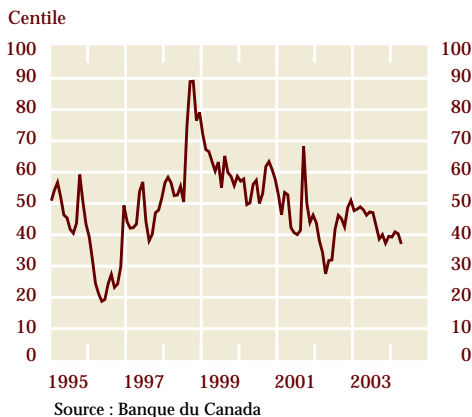
**Graphique 34**  
Rendement des capitaux propres dans le secteur de la fabrication de produits en bois et de papier



**Graphique 35**  
Rendement des capitaux propres dans les secteurs de l'électronique et de l'informatique



**Graphique 36**  
Évolution de l'indice de stress financier au Canada



## Le système financier

Depuis décembre 2003, le système financier canadien bénéficie des effets stabilisateurs d'une amélioration sensible des perspectives de croissance à l'échelle mondiale, du maintien de conditions de financement avantageuses, des efforts continus des sociétés pour raffermir leurs bilans et de la persistance d'une conjoncture macrofinancière favorable.

## Les marchés financiers

À l'heure actuelle, le climat des marchés financiers est fortement influencé par l'évolution des points de vue sur la croissance de l'activité et de l'emploi aux États-Unis, ainsi que par les répercussions des hausses futures des taux directeurs sur les prix des actifs financiers. L'incidence de ces facteurs sur la valeur externe du dollar É.-U. est l'un des principaux mécanismes par lesquels les modifications des perspectives économiques se répercutent sur le secteur financier.

En général, les prix des actifs risqués ont augmenté sur les marchés financiers mondiaux en 2003. Bien que ce relèvement soit dû pour une bonne part à une amélioration des forces économiques fondamentales, l'arbitrage entre le risque et le rendement est un élément important dont les investisseurs doivent tenir compte au moment d'acquiescer de tels actifs. (Voir l'Encadré 1 à la page 6 pour une analyse plus approfondie des facteurs ayant une incidence sur l'évaluation des actifs financiers.) Beaucoup d'incertitude entoure également la mesure dans laquelle des hausses imprévues des taux d'intérêt pourraient influencer sur le comportement des investisseurs et sur leur propension au risque.

L'indice de stress financier permet d'évaluer le degré de stress dont le système financier canadien est l'objet à un moment donné (Illing et Liu, 2003). Cet indice est demeuré ces derniers temps près du quartile inférieur, ce qui indique que les événements récents ont été absorbés sans heurts par notre système financier (Graphique 36).

Le 30 mars 2004, les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont instauré de nouvelles règles relatives aux pratiques de divulgation de l'information et de gouvernance. Ces règles constituent la réponse des autorités de réglementation canadiennes à l'ensemble des scandales financiers qui ont été mis au jour depuis 2001 et elles ont pour but de rehausser la qualité des rapports financiers des sociétés et, par conséquent, de rétablir la confiance des investisseurs en eux. Les nouvelles règles s'appliquent à la majorité des sociétés cotées au

Canada<sup>13</sup>. Elles prévoient des échéances plus courtes pour la production des états financiers, l'attestation de l'information par les directeurs financiers et les chefs de la direction, et des exigences accrues en ce qui a trait à l'information relative aux éléments hors bilan, aux opérations entre apparentés et à la rémunération des dirigeants; de plus, elles précisent les compétences des membres du comité de vérification et exigent la participation des cabinets de vérification comptable aux travaux du Conseil canadien sur la reddition de comptes.

Les marchés financiers de notre pays ont été influencés par les innovations technologiques et financières rapides, l'intensification des flux de capitaux nationaux et internationaux, et la mise en place de nouveaux modes de financement. En réaction à ces changements, les participants à ces marchés ont réclamé une réforme de la structure de réglementation actuelle des valeurs mobilières. Les propositions à cet égard sont analysées dans l'Encadré 4. Les secteurs des valeurs mobilières au Canada et aux États-Unis ont également opté pour le traitement direct dans la compensation et le règlement des opérations sur titres. Le traitement direct améliorera la qualité du service et l'efficacité du système, réduira les coûts et diminuera les risques (Encadré 5). La Banque du Canada appuie les efforts de tous les participants canadiens visant à faire en sorte que le traitement direct soit mis en place à la date prévue, soit en juin 2005.

### Les marchés des titres à revenu fixe

Les marchés mondiaux des produits dérivés de crédit, qui ont pour effet de transférer le risque de crédit sans transférer la propriété de l'actif sous-jacent, ont poursuivi la croissance rapide qu'ils avaient amorcée au milieu des années 1990 (Tableau 2)<sup>14</sup>. Plus récemment, des améliorations de la qualité du crédit et la recherche de rendement de la part des investisseurs ont aussi favorisé le développement rapide de ces marchés. Les produits dérivés de crédit ont permis aux investisseurs de recourir à l'effet de levier financier (ou d'acquérir des volumes importants de titres comportant un

Tableau 2

#### Taille des marchés de produits dérivés de crédit

Milliards de dollars É.-U.

Instrument	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Dérivés de crédit						
- Sondage triennal de la BRI	108			695		
- British Bankers' Association	350	586	893	1189		
- Risk Magazine			360	1241	2120	
- ISDA				919	2192	3584
Titres de dette à l'échelle mondiale <sup>a</sup>	4292	5361	6369	7506	9195	11681

a. Les statistiques relatives aux titres de dette à l'échelle mondiale compilées par la BRI englobent les instruments du marché monétaire, les obligations et les billets, mais excluent les prêts.

13. En mai 2004, le gouvernement du Canada a publié les modifications qu'il propose d'apporter à la *Loi canadienne sur les sociétés par actions*. Ces modifications ont pour but d'améliorer la transparence et de renforcer l'obligation des sociétés de rendre compte de leurs activités aux investisseurs et aux actionnaires. On peut consulter ce document à l'adresse < [www.strategis.ic.gc.ca/gouvernance\\_dentreprise](http://www.strategis.ic.gc.ca/gouvernance_dentreprise) >.
14. Les instruments permettant le transfert du risque de crédit peuvent faciliter la répartition optimale du risque de crédit au sein de l'économie. Ils procurent également une couverture plus efficace du risque de crédit (Kiff, 2003).

## Encadré 4

## Évolution récente de la réglementation des marchés canadiens des valeurs mobilières

Au Canada, les marchés des valeurs mobilières sont réglementés par treize organismes provinciaux et territoriaux. Bien que les dispositions législatives se ressemblent d'une administration à l'autre, elles peuvent être interprétées et appliquées différemment par chacune.

Au cours des quatre dernières décennies, il a été proposé à maintes reprises de revoir en profondeur la structure de la réglementation des valeurs mobilières au pays. La dernière tentative en ce sens remonte à 1994, lorsque les autorités fédérales ont présenté un projet de structure uniforme à l'échelle nationale. La proposition a toutefois été mise en veilleuse, car les différents ordres de gouvernement ne voyaient pas du même œil certaines questions de compétence et de politique.

### Propositions actuelles en vue d'une réforme

Trois propositions de réforme ont récemment été soumises au public à des fins de consultation et de discussion : il s'agit des projets d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières, d'instauration d'un régime de passeport et de réglementation par un organisme unique. Ces trois projets concernent la structure interprovinciale et provinciale-fédérale de la réglementation applicable aux valeurs mobilières. De leur côté, les organismes provinciaux de réglementation en la matière ont fait l'objet de réorganisations majeures ces deux dernières années. Toutes ces initiatives, qu'elles soient de portée nationale ou provinciale, ont pour but d'alléger le fardeau réglementaire des acteurs du marché, de favoriser la protection des investisseurs et d'accroître l'efficacité du marché ainsi que la compétitivité.

#### *Le projet d'uniformisation de la législation en valeurs mobilières*

Annoncé en mars 2002, ce projet a été déposé par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières afin d'harmoniser les lois régissant les valeurs mobilières au pays. Il vise l'élimination des différences entre les lois et la mise en place d'un cadre national de réglementation au moyen d'une loi et de règles uniformes qui seraient adoptées partout au pays d'ici deux ans.

#### *Le projet d'instauration d'un régime de passeport*

En juin 2003, les ministres provinciaux responsables de la réglementation des valeurs mobilières ont publié un document de travail sur un éventuel cadre interprovincial de réglementation. Il y est proposé d'instaurer un régime de passeport fondé sur des lois harmonisées afin que des règles uniformes puissent s'appliquer sur tout le territoire<sup>1</sup>. Dans un tel régime, il suffirait qu'un participant satisfasse aux exigences d'un organisme de réglementation principal (désigné au moyen d'indicateurs

convenus) pour que l'on considère d'office qu'il se conforme à celles de toutes les administrations canadiennes. Chaque administration participante s'en remettrait à l'autorité de réglementation principale pour la surveillance et l'observation des règles et exigences.

#### *Le projet de réglementation par un organisme unique*

En décembre 2003, les membres du Comité de personnes averties ont présenté au ministre des Finances du Canada un rapport dans lequel ils recommandent la mise sur pied d'un organisme de réglementation des valeurs mobilières unique qui administrerait une loi unique. Cet organisme serait créé et supervisé conjointement par les gouvernements fédéral et provinciaux, et la réglementation s'inspirerait du projet d'uniformisation susmentionné. Le Comité préconise la collaboration entre les deux ordres de gouvernement.

#### *Initiatives récentes au niveau provincial*

En avril 2003, la British Columbia Securities Commission a soumis un projet de loi qui prévoit la mise en place d'une réglementation fondée sur de grands principes et rédigée en « langage clair », de manière que les acteurs du marché comprennent mieux comment elle s'applique à eux. Déposé en avril 2004, le projet de loi du Nouveau-Brunswick aura pour effet de transformer en profondeur l'actuel régime de réglementation provinciale et de constituer une nouvelle commission des valeurs mobilières qui sera financée par le secteur. Par ailleurs, la Saskatchewan et le Québec ont tous deux procédé au regroupement de leurs organismes de réglementation financière.

### Discussions en cours

Les gouvernements ainsi que les autorités de réglementation des valeurs mobilières, à l'échelle tant provinciale que fédérale, mènent actuellement des discussions avec les acteurs du marché en vue de déterminer quel cadre réglementaire convient le mieux au Canada. Tous les intéressés partagent une même conviction, à savoir que la structure actuelle doit gagner en efficacité et mieux suivre l'évolution du marché. Dans ce contexte, le budget fédéral de 2004 va dans le sens des conclusions du Comité de personnes averties. Le gouvernement canadien compte travailler de concert avec les administrations provinciales et territoriales pour régler cette question.

1. Le document de travail souligne l'importance d'harmoniser les lois sur les valeurs mobilières dans toutes les administrations. Cependant, il ne présente pas le projet d'uniformisation de la législation en la matière comme une condition préalable à la mise en œuvre d'un régime de passeport; le premier est plutôt considéré comme un complément du second.

Encadré 5

## Cap sur le traitement direct au Canada

Depuis 2002, l'Association canadienne des marchés des capitaux (ACMC) s'emploie à promouvoir le traitement direct dans le secteur canadien des valeurs mobilières<sup>1</sup>. Appliqué à l'ensemble du secteur, le traitement direct signifie que les renseignements relatifs aux opérations sur titres sont communiqués de façon fluide par voie électronique — en temps opportun, avec précision et d'un système à l'autre — à tous les participants au processus de traitement, sans intervention manuelle ni redondance. En termes plus concrets, le traitement direct permet d'apparier, de compenser et de régler les ordres d'achat ou de vente de titres, une fois qu'ils ont été exécutés, sans que les parties en cause (dépositaires, courtiers, gestionnaires de portefeuille, bourses, agents des transferts ou autres) n'aient à intervenir manuellement ou à apporter quelque modification que ce soit.

Rappelons que l'ACMC s'était fixé comme objectif initial de ramener le délai de règlement standard de trois jours suivant la date de la transaction (T+3) à un jour après cette date (T+1) d'ici juin 2005. En juillet 2002, elle a mis le cap sur un nouvel objectif, le traitement direct, dans la foulée d'une décision analogue de la Securities Industry Association (SIA) aux États-Unis<sup>2</sup>.

### Efficacité, risques et traitement direct

Le passage au traitement direct est motivé par le désir d'accroître l'efficacité du système de règlement des opérations sur titres et de maintenir la compétitivité des marchés canadiens des valeurs mobilières.

Souvent négligés par les investisseurs et les émetteurs, les processus d'appariement, de compensation et de règlement sont pourtant cruciaux dans les opérations sur titres. Leur interconnexion oblige tous les participants à communiquer l'information relative aux transactions par étapes successives et répétitives, ce qui exige encore un degré considérable d'intervention manuelle. En conséquence, si une erreur se produit à une étape quelconque du traitement, l'opération risque de ne pas être réglée, d'être retardée ou de comporter des erreurs, notamment de montant et de quantité. Ces erreurs imposent aux participants

des coûts qui viennent s'ajouter à ceux de la transaction<sup>3</sup>.

Par ailleurs, la croissance de la valeur et du volume des opérations observée ces dernières années a aggravé les risques opérationnels et exercé des pressions supplémentaires sur le système de règlement. Le traitement direct se veut une réponse à ce problème en réduisant de façon substantielle le risque de non-règlement<sup>4</sup>. L'adoption de technologies de pointe, de nouvelles normes et de pratiques d'excellence en vue d'instaurer le traitement direct dans l'ensemble du secteur devrait permettre d'abaisser les risques opérationnels et les coûts en éliminant les processus inefficients. Le traitement direct aurait également pour effet de faciliter la gestion d'un volume grandissant de transactions en accroissant la capacité, l'efficacité et la sécurité du système actuel de règlement des opérations sur titres.

Le passage au traitement direct aidera les marchés canadiens de capitaux à demeurer concurrentiels sur la scène mondiale grâce à l'amélioration de l'efficacité des processus de règlement et à l'adoption de normes comparables à celles des États-Unis.

### Les grandes étapes du passage au traitement direct

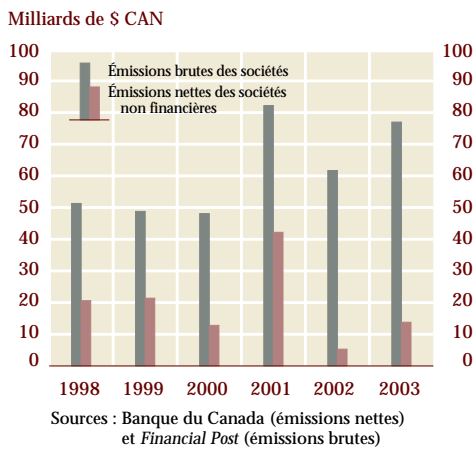
L'ACMC a franchi une première étape importante en publiant des normes et des pratiques d'excellence sectorielles en décembre 2003. Les participants peuvent maintenant mettre à niveau leurs systèmes et leurs processus internes selon des normes et des pratiques recommandées, de façon intégrée avec le reste du secteur.

L'étape suivante, qui est prévue pour décembre 2004, suppose que des changements soient apportés aux lois, aux règles et aux règlements pertinents afin de faciliter la mise en œuvre du traitement direct. Enfin, l'implantation du traitement direct à l'échelle du secteur devrait être achevée en juin 2005.

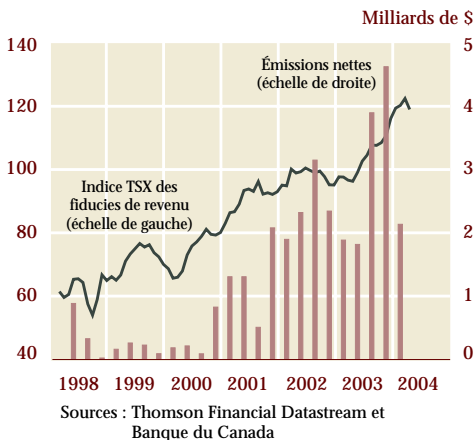
1. Créée en août 2000, l'ACMC offre aux spécialistes des marchés des capitaux une tribune d'où ils peuvent soutenir et coordonner la mise en œuvre du traitement direct à l'échelle du secteur.
2. Selon la SIA, le secteur doit d'abord s'efforcer d'accroître l'efficacité du traitement direct avant de passer au règlement en un jour. Ce changement de position fait écho aux préoccupations du secteur quant à la nécessité de renforcer les plans de poursuite des activités après les attentats perpétrés aux États-Unis le 11 septembre 2001 et le repli qu'a connu le cycle du crédit au même moment.

3. Selon les résultats d'une étude du groupe Cap Gemini Ernst & Young (2002) commandée par l'ACMC, l'inefficacité des processus de règlement des opérations sur titres coûte au marché canadien des valeurs mobilières une somme estimée à 140 millions de dollars par année.
4. Le risque de non-règlement comporte deux éléments : i) le risque de crédit ou de contrepartie; ii) le risque opérationnel, comme celui d'une interruption des communications ou d'erreurs humaines.

**Graphique 37**  
Titres de dette émis par les sociétés canadiennes en \$ É.-U. et en \$ CAN



**Graphique 38**  
Fiducies de revenu



risque de crédit). Si l'essor de ces marchés et l'expérience assez rudimentaire des investisseurs à l'égard des dérivés de crédit ont soulevé des inquiétudes quant à l'incidence de ces produits sur les marchés financiers dans le contexte d'une ascension rapide des taux d'intérêt ou de chocs soudains qui ébranleraient la confiance des investisseurs, les événements récents, comme la réaction ordonnée de ces marchés au scandale Parmalat, ainsi que des travaux d'analyse ont calmé ces inquiétudes (FMI, 2004).

Au Canada, les émissions brutes et les émissions nettes de titres de dette à long terme de sociétés ont affiché des profils divergents en 2003. Les opérateurs du marché ont classé l'année 2003 au deuxième rang pour ce qui est des émissions de titres de dette des sociétés (avec un montant de 77 milliards de dollars). Toutefois, les opérations de financement net des sociétés non financières ont été faibles au cours de la même année (Graphique 37), ce qui semble indiquer que les besoins de ces sociétés en capitaux externes ont été modérés sur cette période de douze mois, peut-être en raison de l'effet négatif, sur les dépenses d'investissement, des perspectives économiques incertaines formulées antérieurement. Le faible volume des émissions nettes cadre également avec l'importance accordée par les sociétés, depuis quelques années, à l'amélioration de leur bilan.

Le marché des fiducies de revenu au Canada a poursuivi sa formidable croissance (Graphique 38), les émissions excédant 4,6 milliards de dollars au quatrième trimestre de 2003. Le produit de ces émissions a servi à financer de nouveaux projets d'investissement, à rembourser certaines dettes et à rétribuer les actionnaires. À cet égard, le marché des fiducies de revenu peut être considéré comme un substitut au marché des titres dans la recherche de financement. Il est encore trop tôt pour évaluer quelle sera l'incidence sur la croissance de ce marché des mesures proposées par le gouvernement du Canada dans son budget pour l'exercice 2004 et qui visent à limiter l'ampleur des placements des caisses de retraite dans les fiducies commerciales.

Le nouveau contrat à terme boursier sur les obligations d'État canadiennes de 2 ans offert ce printemps par la Bourse de Montréal est de bon augure pour les participants aux marchés canadiens des titres à revenu fixe. Celui-ci s'ajoute à l'actuel contrat à terme standardisé sur les obligations à 10 ans du gouvernement du Canada.

## Les marchés des changes

Le dollar É.-U. est demeuré ferme par rapport à la plupart des devises depuis décembre 2003 (Graphique 39). La monnaie canadienne, quant à elle, s'est stabilisée vis-à-vis de sa contrepartie américaine à l'intérieur d'une fourchette allant de 71,5 à 76,5 cents É.-U., et elle s'est dépréciée par rapport aux devises de ses partenaires commerciaux autres que les États-Unis depuis le début de décembre.

La volatilité des marchés des changes a dépassé, au début de 2004, les sommets atteints en 2003, les participants au marché ayant réagi aux indicateurs de la politique monétaire et aux commentaires relatifs à une possible intervention sur les marchés des changes (Graphique 40). Ces facteurs ont également influé sur le yen japonais, dont l'appréciation et la volatilité ont été tempérées par l'intervention énergique menée par la Banque du Japon jusqu'à la mi-mars 2004. Le yen est redevenu volatil à la fin de mars, le marché spéculant que les preuves d'un redressement de plus en plus ferme de l'économie japonaise présageaient une suspension de l'intervention. Globalement, les risques auxquels l'évolution des marchés de change depuis 2003 expose le système financier sont modérés.

## Les institutions financières

Les profits des six plus grandes banques canadiennes se sont vivement accrus au cours de l'exercice terminé le 31 octobre 2003 pour atteindre un sommet record de 11,6 milliards de dollars, soit une hausse de 52 % sur douze mois. Après avoir grimpé à 16,5 % en 2003, le taux de rendement moyen des capitaux propres s'est accéléré encore pour s'établir à 19,1 % au premier trimestre de 2004.

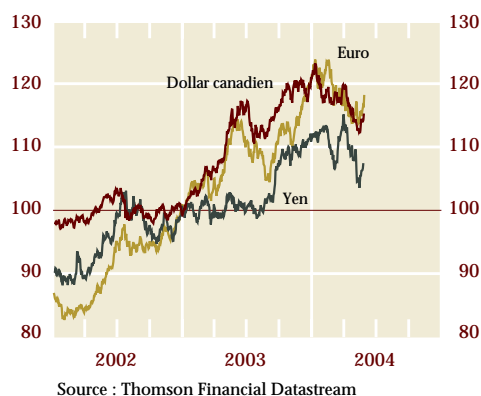
Les revenus tirés des services de banque d'investissement ont progressé parallèlement à l'intensification des activités de négociation et à l'augmentation de la valeur des actifs financiers. Les provisions pour pertes sur prêts ont continué à diminuer. Les prêts aux particuliers sont également demeurés une source de revenu stable et importante. Cependant, il semble que l'appréciation du dollar canadien observée en 2003 ait pesé sur les bénéfices de certaines banques, en faisant fléchir la valeur convertie des revenus d'exploitation libellés en dollars É.-U.

En règle générale, les banques canadiennes ont géré la baisse de la qualité du crédit associée au ralentissement économique de 2001-2002 beaucoup plus efficacement qu'elles ne l'avaient fait

Graphique 39

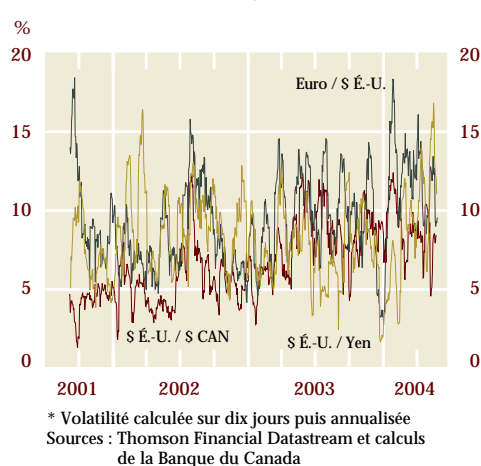
Tenue des devises par rapport au dollar É.-U.

Base 100 de l'indice : 2 janvier 2003



Graphique 40

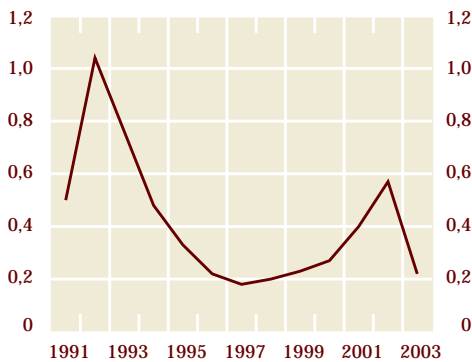
Volatilité des taux de change\*





**Graphique 41**  
Provisions des banques pour pertes sur prêts

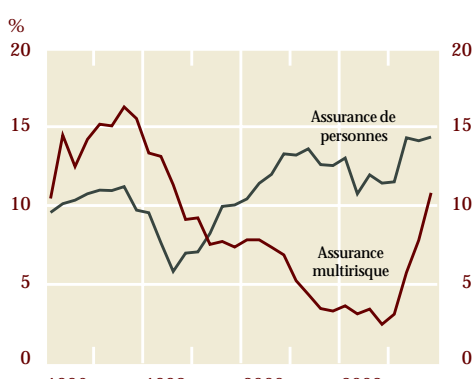
En pourcentage de l'actif total moyen des banques\*



\* Actif établi sur une base d'imposition comparable  
Sources : Association des banquiers canadiens,  
Banque du Canada et Bureau du sur-  
intendant des institutions financières (BSIF)

**Graphique 42**  
Rendement des capitaux propres des sociétés d'assurance

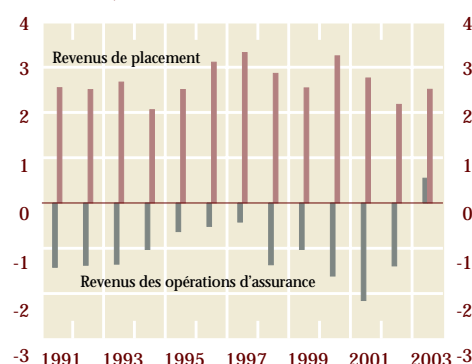
Moyenne mobile sur 4 trimestres



Sources : BSIF et calculs de la Banque du Canada

**Graphique 43**  
Revenus des opérations d'assurance et revenus de placement

Milliards de \$



Source : Bureau d'assurance du Canada

pendant et après la récession de 1990-1991. Grâce aux techniques améliorées de diversification de portefeuilles et de gestion des risques, aux taux d'intérêt généralement plus bas ainsi qu'au tassement moins prononcé de l'activité, les provisions pour pertes sur prêts, en proportion de l'actif moyen, ont plafonné à environ la moitié du niveau où elles se situaient en 1990-1991 (Graphique 41).

Le secteur de l'assurance vie a encore affiché de bons résultats au quatrième trimestre de 2003, avec un taux de rendement des capitaux propres de 14 %. La rentabilité des assureurs a été favorisée par de solides bilans financiers, des stratégies de placement prudentes et une diversification efficace (Graphique 42). À la suite de fusions récentes, le Canada compte maintenant trois grandes sociétés d'assurance vie, à savoir Manuvie, Sun Life et Great-West.

La rentabilité des sociétés d'assurance multirisque s'est sensiblement redressée en 2003 (Graphique 42), les opérations d'assurance s'étant soldées par des bénéfices positifs pour la première fois depuis 1978 (Graphique 43). La majoration des primes et la hausse des revenus de placement ont également permis au secteur d'afficher un taux de rendement des capitaux propres de 11,3 % pour l'exercice terminé en décembre 2003. Les perspectives d'avenir demeurent toutefois incertaines, surtout en ce qui concerne le marché de l'assurance automobile, qui compte pour plus de la moitié de toutes les primes perçues. Les rendements, dans ce domaine, dépendront des résultats des réformes réglementaires engagées récemment afin d'améliorer les conditions du marché pour les assureurs et, dans certains cas, de réduire les primes pour les consommateurs.

Le secteur canadien des valeurs mobilières a vu ses bénéfices d'exploitation augmenter en 2003, ce qui lui a permis d'enregistrer des profits substantiels pour une troisième année de suite (Graphique 44). Le segment des conseils financiers aux particuliers a poursuivi son expansion, soutenu par l'accroissement marqué du prix des actifs financiers. Les investisseurs étant en quête de rendements plus élevés, cette branche d'activité a bénéficié de la participation active de ceux-ci aux marchés boursiers et des titres de dette, et, dans certains cas, à ceux des placements non conventionnels. En effet, la recherche de meilleurs rendements a suscité une forte demande de produits et services tarifés, qui a contribué à faire doubler, depuis 2000, les revenus provenant de ces derniers (Graphique 45).

Les rapports des grandes banques d'investissement internationales pour le premier trimestre de 2004 font état d'une forte progression des revenus tirés

des opérations sur titres à revenu fixe, sur devises et sur marchandises. Ces résultats soulèvent des questions quant à la possibilité que les revenus puissent continuer de croître dans ces marchés sans que les risques encourus n'augmentent<sup>15</sup>. Au Canada, l'analyse des valeurs exposées au risque mentionnées dans les états financiers des grandes banques indique que le risque de marché supporté par ces dernières s'est orienté à la baisse (Graphique 46). De plus, les réserves de capital requises pour couvrir les risques globaux se sont accrues ces dernières années, comme en témoigne l'évolution des ratios de fonds propres dans le secteur bancaire (Graphique 47). Les grandes banques demeurent donc bien dotées en capital et semblent en bonne posture pour gérer de possibles mouvements défavorables du prix des actifs financiers.

### Les systèmes de compensation et de règlement

L'une des composantes clés du système financier est un ensemble de solides mécanismes pouvant effectuer la compensation et le règlement des paiements et des autres obligations financières. La Banque du Canada fournit des services à quatre de ces mécanismes, soit le Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV), qui sert à régler les paiements dont le montant est élevé ou dont la date et l'heure de règlement revêtent une grande importance, le Système automatisé de compensation et de règlement (SACR), qui traite principalement les paiements de détail de moindre valeur et certains paiements électroniques, le CDSX (le système canadien de règlement de valeurs) et la Continuous Linked Settlement Bank (CLS Bank), un système international de règlement des opérations de change. Vu leur importance systémique, le STPGV et le CDSX sont assujettis à la surveillance officielle de la Banque, qui supervise aussi les activités de la CLS Bank de concert avec les autres banques centrales émettrices des monnaies admises dans le cycle de règlement de cette dernière<sup>16</sup>.

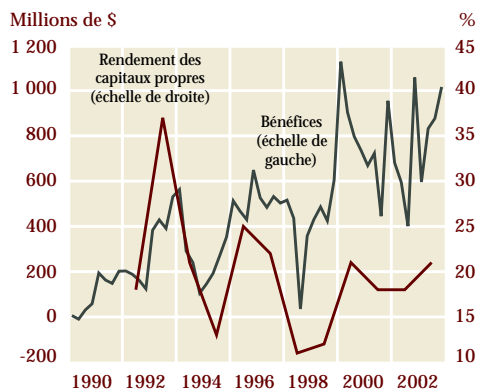
#### L'évolution récente

Durant les quatre premiers mois de 2004, la valeur quotidienne moyenne des paiements traités par le STPGV a affiché une hausse d'à peu près 1,2 % par rapport à la période correspondante de 2003

15. Le principal outil servant à mesurer le risque de marché est la valeur exposée au risque (VaR). Voir la livraison de décembre 2003 de la *Revue du système financier* (Encadré 1, page 10) pour de plus amples renseignements sur la gestion du risque de marché.

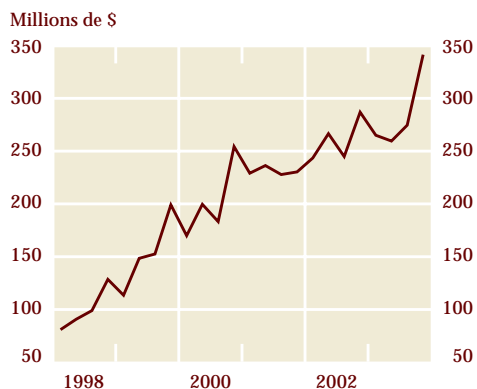
16. La responsabilité première de la surveillance des activités de la CLS Bank appartient à la Réserve fédérale américaine.

**Graphique 44**  
Bénéfices d'exploitation du secteur des valeurs mobilières



Source : Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières

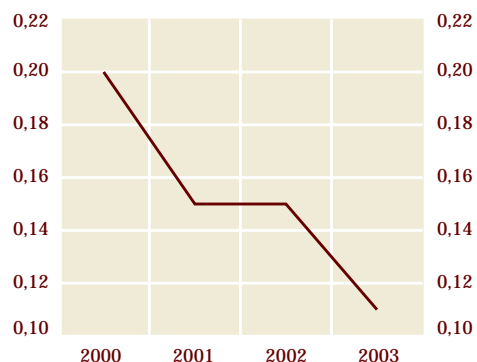
**Graphique 45**  
Revenus du secteur des valeurs mobilières provenant de services tarifés



Source : Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières

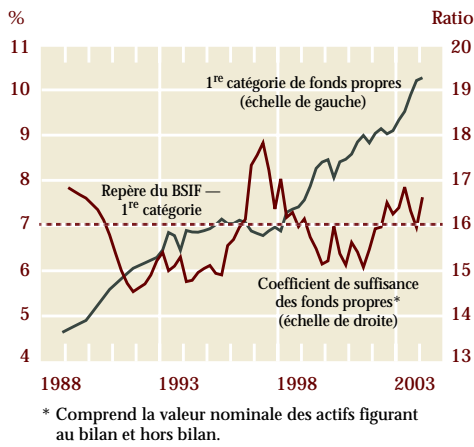
**Graphique 46**  
Valeur exposée au risque du portefeuille de négociation des banques\*

Valeur annuelle moyenne, en pourcentage des fonds propres de première catégorie des grandes banques canadiennes

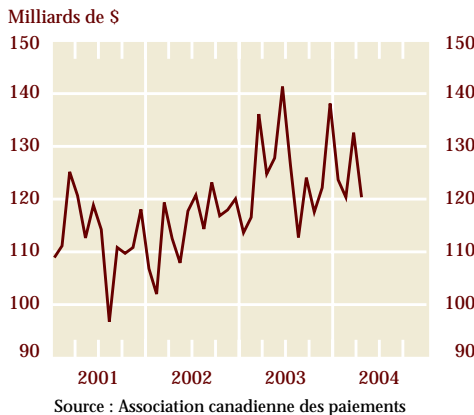


\* Seuil ayant une probabilité de 99 % de ne pas être franchi dans l'ensemble des institutions (portefeuilles de négociation seulement)  
Source : Rapports annuels de banques

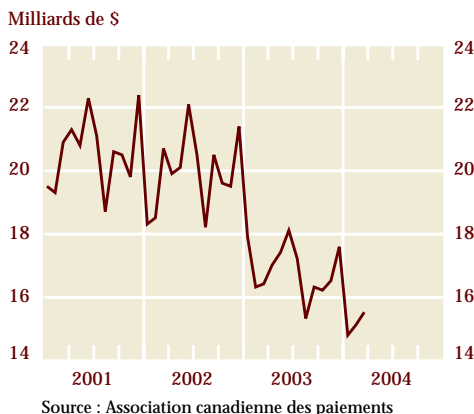
**Graphique 47**  
Ratios de fonds propres et de levier financier



**Graphique 48**  
Valeur des paiements traités par le STPGV  
Moyenne mensuelle des montants quotidiens



**Graphique 49**  
Valeur des paiements traités par le SACR  
Moyenne mensuelle des montants quotidiens



(Graphique 48). Le 1<sup>er</sup> décembre 2003, la valeur des transactions réglées par ce système a atteint un record journalier d'un peu plus de 200 milliards de dollars, comparativement à une moyenne quotidienne d'environ 125 milliards de dollars en 2003. Au sein du SACR, les flux de paiement se sont élevés à approximativement 15 milliards de dollars par jour en moyenne au premier trimestre de 2004, en baisse de quelque 2 milliards de dollars par rapport à leur niveau d'un an auparavant (Graphique 49). Ce repli résulte de la migration continue des effets de grande valeur du SACR au STPGV, à la suite de l'imposition en 2003 d'un plafond de 25 millions de dollars sur la valeur des effets papier admissibles au SACR. Les économies de liquidité attribuables au règlement par l'intermédiaire de la CLS Bank (voir ci-dessous) ont fait diminuer la valeur des paiements liés aux opérations de change dans le STPGV. Cette réduction a toutefois été masquée par la forte croissance du volume d'autres transactions traitées par le système.

Les flux de paiement transitant par la CLS Bank continuent de s'accroître. En mars 2004, une moyenne record d'environ 135 000 opérations de change par jour (en comptant tous les volets de celles-ci), d'une valeur de 1,4 billion de dollars É.-U., a été enregistrée pour l'ensemble des 11 devises admises dans le système. Le 20 janvier, premier jour ouvrable suivant la fête de Martin Luther King Jr aux États-Unis, les valeurs de règlement ont atteint un sommet inégalé de 2,2 billions de dollars É.-U. (à peu près 260 000 transactions, en comptant tous les volets).

La valeur des opérations de change visant le dollar canadien qui ont transité par la CLS Bank a dépassé les 24 milliards de dollars par jour en avril 2004, contre une moyenne de quelque 22 milliards au premier trimestre de l'année. Toutefois, en raison de la participation limitée des banques canadiennes à la CLS Bank, ce chiffre reste plutôt faible par rapport à la taille du marché des changes canadien. Bien que les données disponibles soient entachées d'une grande incertitude, on estime que ce système traite environ 25 % des transactions visant le dollar canadien, comparativement à près de 50 % de celles faisant intervenir l'ensemble des devises admissibles. Le ratio de liquidité constitue un indicateur des économies de liquidité attribuables au règlement par l'intermédiaire de la CLS Bank. Pour le Canada, ce ratio s'est établi à un creux historique de 7,3 % en avril (Graphique 50), ce qui signifie que des transactions en dollars canadiens d'une valeur de 100 dollars pouvaient être réglées avec des fonds d'un peu plus de 7 dollars. (Les économies de liquidité s'accroîtront

à mesure que la valeur des opérations traitées par la CLS Bank augmentera.) Pour l'ensemble des devises du système, le ratio de liquidité se situe aux alentours de 2 %.

En 2004, la CLS Bank prévoit admettre à son cycle de règlement le dollar de Hong Kong, le won sud-coréen, le dollar néo-zélandais et le rand sud-africain, une fois que tous les critères pertinents de l'institution auront été satisfaits et dans la mesure où l'approbation réglementaire aura été obtenue. En 2003, trois monnaies scandinaves (les couronnes danoise, norvégienne et suédoise) ainsi que le dollar de Singapour avaient été ajoutés au système.

L'an dernier, la Banque a commencé à discuter, avec les opérateurs et les principaux participants aux systèmes clés de compensation et de règlement du Canada, de la possibilité de renforcer la capacité du système financier de résister à des chocs majeurs comme la panne d'électricité de 2003. Cette année, la Banque continue de se pencher, en collaboration avec l'Association canadienne des paiements et La Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée, sur la question de la planification de la poursuite des activités des systèmes de compensation et de règlement dans une perspective globale.

## Ouvrages et articles cités

Cap Gemini Ernst & Young (2002). *STP/T+1 Value Proposition Survey* (octobre).

Deutsche Bundesbank (2003). « Stress Testing the German Bank System. » *Monthly Report*, vol. 55, n° 12 (décembre), p. 53-62.

Fonds monétaire international (2003). *Perspectives de l'économie mondiale* (septembre).

\_\_\_\_\_ (2004). *Global Financial Stability Report* (avril).

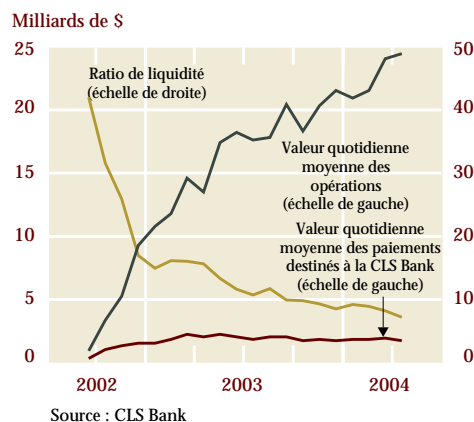
Greenspan, A. (2004). « Government-Sponsored Enterprises », témoignage présenté devant le Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, Sénat des États-Unis, 24 février.

Hannah, R. (2000). « Analyse des niveaux actuels des cours en bourse », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 30-41.

Hoggarth, G., et J. Whitley (2003). « Assessing the Strength of UK Banks Through Macroeconomic Stress Tests », *Bank of England Financial Stability Review* (juin), p. 91-103.

**Graphique 50**  
Opérations de change visant le dollar canadien et transitant par la CLS Bank

Moyenne mensuelle des montants quotidiens



- Illing, M., et Y. Liu (2003). « La mesure du stress financier », *Revue du système financier de la Banque du Canada* (décembre), p. 45-50.
- Kiff, J. (2003). « L'évolution récente des marchés du transfert du risque de crédit », *Revue du système financier de la Banque du Canada* (juin), p. 35-43.
- Lardy, N. (1998). *China's Unfinished Economic Revolution*, Washington (D.C.), Brookings Institution Press.
- Montplaisir, M.-C. (1996-1997). « Structure des échéances des avoirs et engagements financiers des ménages », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 33-46.
- Standard & Poor's (2004). *Update on Postretirement Benefit Obligations* (avril).
- Tsatsaronis, K., et H. Zhu (2004). « Dynamique des prix immobiliers : étude sur 17 pays », *Rapport trimestriel BRI* (mars).

