



Évolution récente et tendances

Nota

Sauf indication contraire, les données utilisées dans le présent document sont celles qui étaient disponibles au 4 décembre.

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

- Le système financier canadien a fait preuve d'une résilience impressionnante face au stress financier marqué qui s'est manifesté à l'échelle mondiale.
- Les révélations concernant des délits d'action commis par certaines entreprises ont entraîné le déploiement d'efforts partout dans le monde en vue d'améliorer la transparence et de raffermir la confiance dans les normes comptables et les pratiques de gouvernance des entreprises.
- Le fait qu'il subsiste un degré élevé d'incertitude au sein du système économique et financier mondial indique que l'on doit continuer à suivre de près et à analyser les faits nouveaux sur la scène financière.

Le système financier canadien a bien résisté à la récente amplification du stress financier. Au cours des deux dernières années, le système financier mondial a subi un certain nombre de chocs, qui se sont ajoutés au ralentissement économique dans les pays industrialisés. Ces tensions n'ont pas épargné le système financier canadien, qui a dû affronter une décélération de la croissance intérieure, une détérioration de la qualité du crédit des entreprises et de lourdes pertes pour les investisseurs (dont les institutions financières). Les révélations relatives aux malversations de certaines entreprises (surtout aux États-Unis) ont également ébranlé la confiance des investisseurs. Tous ces facteurs ont contribué à faire augmenter l'incerti-

tude, de sorte que les marchés financiers ont parfois affiché un degré de volatilité supérieur à la moyenne.

Le système financier canadien s'est montré résilient face à ces différents événements survenus sur la scène mondiale. Fortes de leur assise financière solide et de leur diversification plus poussée que lors des périodes antérieures de grand stress, les institutions financières du pays ont collectivement maintenu une position saine. Malgré des périodes d'instabilité plus élevée que la norme, les marchés financiers ont fonctionné relativement bien tout en maintenant un degré de liquidité raisonnable. De plus, des organismes des secteurs public et privé, tant en Amérique du Nord qu'ailleurs dans le monde, ont entrepris d'améliorer leur transparence et de rétablir la confiance dans les principes comptables et les pratiques de gouvernance des entreprises.

La persistance d'un degré accru d'incertitude est un élément clé des perspectives d'avenir du système économique et financier mondial. Les chocs récents continueront à se faire sentir sur le système financier, et il subsiste des incertitudes d'ordre économique, financier et géopolitique à l'échelle mondiale. Dans un tel contexte, il sera important de suivre de près et d'analyser l'évolution ainsi que les résultats globaux du système financier. Pour mieux comprendre le mode de fonctionnement du système en période de stress supérieur à la moyenne, il importe également d'encourager la discussion et l'étude des innovations financières (p. ex., l'élargissement constant de la gamme des instruments financiers), tant au Canada qu'à l'étranger.

Principaux enjeux

La présente section examine la résilience impressionnante du système financier canadien face aux tensions accrues sur la scène économique et financière mondiale et la réaction que suscitent, au Canada et ailleurs dans le monde, les normes de comptabilité et de gouvernance des sociétés.

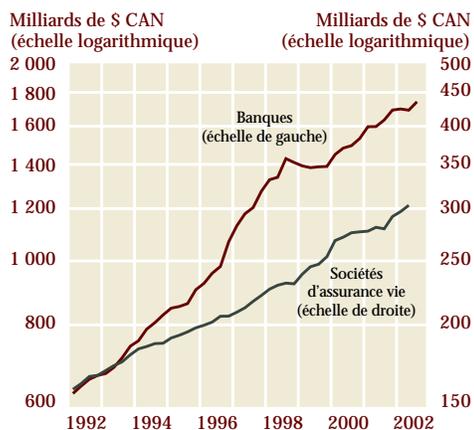
La résilience du système financier canadien

Le système financier canadien, y compris les institutions qui en font partie, a connu une forte expansion au cours de la décennie qui vient de s'écouler (Graphique 1). Ces deux dernières années, toutefois, le système financier mondial a été secoué par une série inhabituelle de chocs négatifs, qui ont mis à mal les divers systèmes nationaux un peu partout dans le monde. Dans ce contexte d'exacerbation des tensions, le système financier canadien s'est montré globalement apte à surmonter les défis de l'heure. Au moment où s'est amorcé le récent ralentissement économique, les institutions financières de notre pays étaient en bien meilleure posture que lors des précédentes périodes de stress, grâce en partie à leur solide rentabilité et à l'amélioration des niveaux de capitalisation des banques. Néanmoins, les pressions amplifiées qui s'exercent sur le système financier se maintiendront vraisemblablement dans le proche avenir.

Non seulement les chocs économiques et financiers survenus récemment sont directement responsables d'une partie des pertes affichées par les investisseurs et des baisses de profit des institutions financières en général, mais ils ont aussi contribué à affaiblir le climat économique mondial (Graphique 2). Parmi ces chocs, mentionnons l'éclatement, à partir de 2000, de la fameuse bulle technologique. Les entreprises de télécommunications ou liées à la technologie d'Internet ont vu leurs perspectives se dégrader de façon spectaculaire, ce qui explique l'effondrement du cours de leurs actions que l'évolution de l'indice NASDAQ fait clairement ressortir (Graphique 3). Du coup, les pertes essuyées par les prêteurs du secteur bancaire ont été considérables, et celles des titulaires d'obligations et d'actions, exceptionnellement élevées.

En outre, les attentats terroristes du 11 septembre 2001 aux États-Unis n'ont pas qu'assombri les perspectives de croissance économique à court terme. Ils ont aussi donné lieu à des demandes d'indemnisation importantes auprès des compagnies d'assurance à l'échelle internationale et rendu la situation difficile et incertaine pour des secteurs

Graphique 1
Ensemble de l'actif des institutions financières canadiennes



Source : Banque du Canada

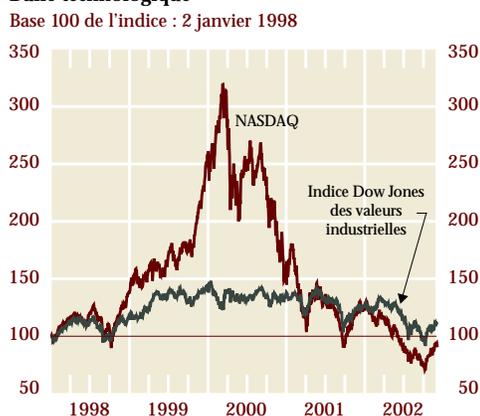
Graphique 2
Croissance du PIB réel



* Économies membres de l'OCDE

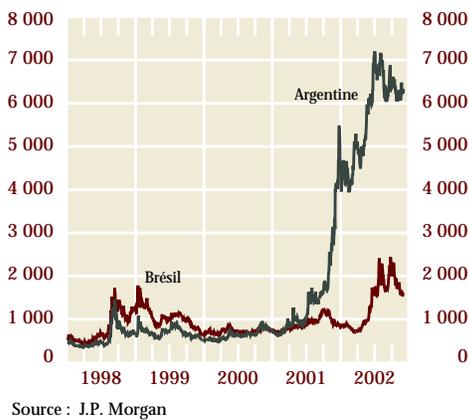
Sources : Thompson Financial Datastream et Statistique Canada

Graphique 3
Bulle technologique

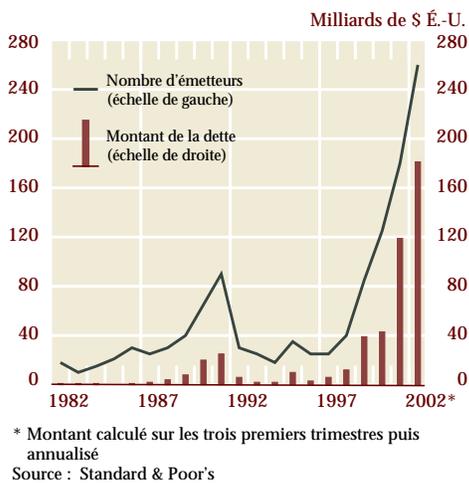


Source : Thompson Financial Datastream

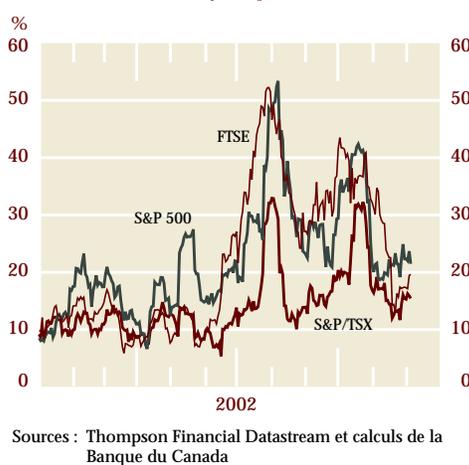
Graphique 4
Écarts relatifs aux obligations (EMBI+)
Nbre de points de base (au-dessus du taux des obligations du Trésor américain)



Graphique 5
Défaillances de sociétés à l'échelle mondiale



Graphique 6
Volatilité des indices boursiers
Volatilité calculée sur dix jours puis annualisée



d'activité particuliers (comme le transport aérien et le tourisme). Sur le plan géopolitique, l'inquiétude demeure, et les tensions se sont intensifiées dans des régions comme le Proche-Orient, le golfe Persique et l'Asie du Sud-Est.

Les marchés ont souffert également de la montée des problèmes financiers dans plusieurs pays d'Amérique latine, qui s'est traduite par un creusement des écarts obligataires (Graphique 4). En janvier 2002, l'Argentine a suspendu le remboursement de sa dette souveraine. Ces derniers temps, les marchés se sont préoccupés de la stabilité financière au Brésil.

En décembre 2001, la société d'énergie américaine Enron a fait faillite; cet effondrement est remarquable par la rapidité surprenante avec laquelle il s'est produit. Les révélations qui ont suivi au sujet des pratiques douteuses de comptabilité et de gouvernance de cette société et d'autres entreprises ont ébranlé la confiance des investisseurs dans la fiabilité des états financiers et provoqué une réévaluation de la santé financière d'un grand nombre de sociétés.

Ces événements, conjugués à l'atonie de l'activité mondiale, ont contribué à fragiliser encore davantage le secteur privé. Les défauts de paiement sur les émissions obligataires de sociétés ont grimpé en 2002 à des niveaux records (Graphique 5). D'autres sources d'inquiétude sont apparues, comme la possibilité que les entreprises aient à verser des cotisations additionnelles à leurs régimes de retraite à prestations déterminées du fait que les revenus générés par les portefeuilles d'actions de ces régimes ont diminué (ou sont devenus négatifs).

À l'été 2002, d'autres révélations troublantes sur les pratiques de comptabilité et de gouvernance des entreprises ont miné à nouveau la confiance des marchés envers la qualité des états financiers et de la gestion des sociétés. La chute des bourses mondiales, aggravée par les réaménagements de portefeuilles auxquels les investisseurs ont procédé pour faire une plus grande place aux titres moins risqués, a contribué à jeter une ombre sur les perspectives de croissance économique (en particulier aux États-Unis et, plus récemment, en Europe). L'incertitude accrue a rendu les marchés financiers plus volatils que d'habitude partout dans le monde, y compris au Canada (Graphiques 6 et 7)¹.

Dans ce climat, les perceptions changeantes au sujet des risques associés aux actifs financiers et la réticence (c.-à-d. l'aversion) grandissante des

1. Bien que les niveaux de volatilité observés récemment s'avèrent inhabituels, ils ne sont pas sans précédent.

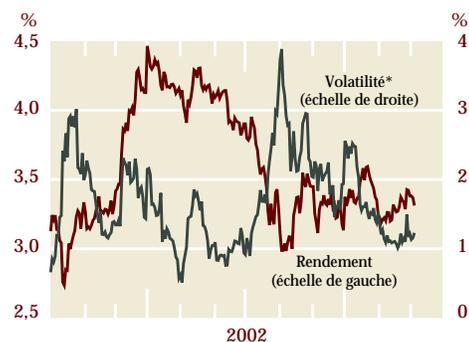
investisseurs à l'égard du risque ont alimenté les fluctuations des prix des actions et des obligations. Les écarts entre les obligations à rendement élevé (donc assez risquées) et les obligations d'État se sont considérablement élargis (Graphique 8).

Tous ces éléments nouveaux ont eu inévitablement des effets négatifs sur les revenus et la rentabilité des institutions financières canadiennes. En général, les pertes ont été réparties entre les titulaires d'actifs financiers. Ainsi, le glissement des cours des actions a touché directement les portefeuilles des banques d'affaires, les portefeuilles de placement des compagnies d'assurance et des fonds de pension et la richesse des investisseurs individuels. La détérioration de la qualité du crédit a été le plus durement ressentie par les banques, leurs pertes sur prêts ayant augmenté, mais les sociétés non financières ont aussi subi des pertes sur le financement qu'elles octroient à titre de vendeur. Les titulaires d'obligations ont souffert de l'accroissement du nombre de défauts de paiement des émetteurs (quoique cela ait été contrebalancé par le récent relèvement des prix des obligations de première qualité).

Dans l'ensemble, le système financier canadien a bien surmonté les chocs survenus ces deux dernières années et les pressions que ceux-ci ont engendrées. Pour contrer les difficultés éprouvées par les entreprises dans la foulée de ces chocs, les banques, qui possèdent plus de la moitié des actifs détenus par le secteur des services financiers au pays, ont augmenté substantiellement leurs provisions pour pertes sur prêts (Graphique 9). Les compagnies d'assurance ont aussi constitué des provisions pour compenser la chute de la valeur de leurs investissements de portefeuille. Ces mesures ont été mises en œuvre sans entraîner de répercussions sensibles sur le niveau global des fonds propres des institutions financières canadiennes. Les banques ont cherché également à limiter leur exposition au risque de crédit, et certaines d'entre elles, parmi les plus grandes, ont dévoilé des plans à long terme visant une diminution de la part de leurs fonds octroyée aux entreprises. Malgré une volatilité supérieure à la norme, les marchés financiers ont continué de fonctionner relativement bien et de jouer leur rôle dans la fixation des prix des actifs tout en conservant un degré de liquidité raisonnable.

On se réjouit particulièrement de la résilience du système bancaire canadien lorsqu'on pense aux problèmes que ce dernier a connus lors des ralentissements cycliques précédents (notamment celui du début des années 1990, qui s'était accompagné d'une baisse d'activité dans le secteur des immeubles à vocation commerciale). Cette bonne tenue tient

Graphique 7
Rendement et volatilité des obligations du gouvernement canadien à deux ans



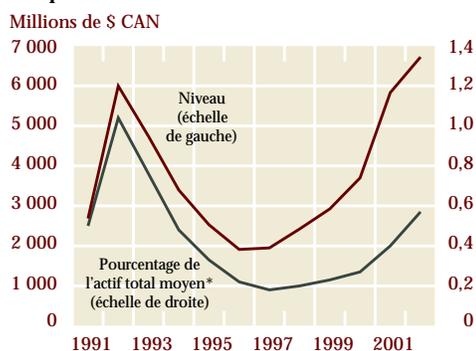
* Volatilité calculée sur dix jours
Sources : Thompson Financial Datastream et calculs de la Banque du Canada

Graphique 8
Écarts de taux entre les obligations des sociétés et les obligations d'État au Canada



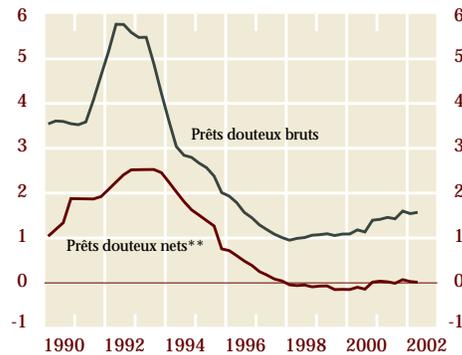
* Cet écart peut varier de façon importante en raison de changements de la composition de l'indice.
Source : Scotia Capitaux

Graphique 9
Provision pour pertes sur créances des grandes banques canadiennes



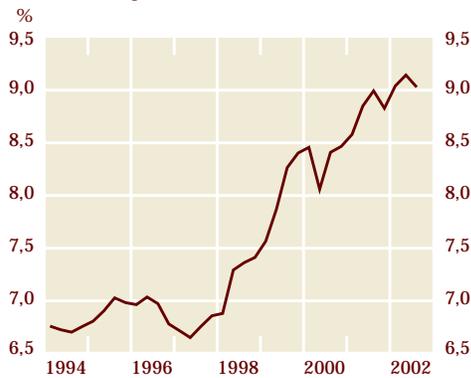
* Actif établi sur une base imposable équivalente
Nota : Les chiffres pour 2002 sont ceux des trois premiers trimestres.
Sources : Association des banquiers canadiens et Banque du Canada

Graphique 10
Prêts non productifs des grandes banques
En pourcentage des prêts totaux*



* Déduction faite des réserves pour pertes sur prêts
** Prêts douteux moins réserves
Source : Bureau du surintendant des institutions financières

Graphique 11
Ratio de capital de première catégorie des grandes banques
Capital net de première catégorie/actif total pondéré en fonction du risque



Source : Bureau du surintendant des institutions financières

Graphique 12
Taille des marchés mondiaux des produits de transfert du risque de crédit



* Les chiffres pour 2002 sont estimatifs.
© BBA Enterprises Ltd. 2002
Tous droits réservés

à plusieurs facteurs. Diverses mesures ont permis de renforcer la solidité globale des banques (par exemple, les pratiques en matière de provisions pour pertes sur prêts ont été modifiées pour en accroître l'opportunité et inclure le recours aux provisions générales), et ces institutions disposent maintenant de sources de revenus et de portefeuilles plus diversifiés. Sous l'effet de cette diversification, le niveau des prêts non productifs a augmenté, mais il est resté nettement en deçà des sommets atteints dans le passé (Graphique 10). Le ratio moyen des fonds propres de la première catégorie des grandes banques² a augmenté durant les années 1990 et il demeure élevé malgré les pressions actuelles (Graphique 11).

Le comportement des systèmes financiers au Canada et ailleurs dans le monde durant les périodes de stress financier accru peut être influencé par les changements découlant des innovations financières³. Par exemple, l'apparition de nouveaux produits de transfert du risque de crédit (Graphique 12) a élargi la gamme des outils de gestion de l'exposition aux risques. Ces instruments, qui permettent de traiter le risque de crédit (à savoir la possibilité d'encourir des pertes lorsqu'on octroie du crédit) essentiellement comme un bien négociable, aident les institutions à ajuster leurs profils de risque à leur capacité d'absorber les risques⁴. Parallèlement, les marchés pour certains de ces instruments sont relativement jeunes. Il est donc important, en particulier durant les périodes de stress financier hors du commun, de favoriser l'évaluation des incidences que peuvent avoir les innovations financières si l'on veut aider à en comprendre les implications.

Initiatives visant à remédier aux lacunes des pratiques de gouvernance et de comptabilité des grandes entreprises

L'été dernier, une série de révélations a alimenté les inquiétudes au sujet des méthodes comptables employées pour l'établissement des états financiers des sociétés. Elles ont aussi renforcé les soupçons quant à la volonté réelle des hauts dirigeants et des membres des conseils d'administration d'agir dans l'intérêt de leurs actionnaires. La perception selon laquelle la confiance des marchés envers les états financiers et la conduite des entreprises

2. Il s'agit des fonds de la plus haute qualité appuyant les activités bancaires.
3. On trouvera dans l'article de Freedman et Goodlet reproduit dans la présente livraison à la page 57 de la *Revue* une analyse des innovations dans le domaine des services financiers.
4. Voir l'Encadré 5 à la page 20 pour un examen plus détaillé de ces instruments financiers.

avait été gravement ébranlée a précipité les initiatives prises par les organismes publics et privés pour étayer la confiance à l'égard des pratiques de comptabilité et de gouvernance des sociétés. Il était pressant d'agir, d'autant que d'autres facteurs contribuaient déjà à accroître l'aversion des investisseurs pour le risque.

L'étendue des efforts déployés à ce chapitre sur le plan international a été remarquable. Aux États-Unis, où la plupart des cas de malversations sont d'abord apparus, le gouvernement a adopté la loi Sarbanes-Oxley (promulguée le 30 juillet), qui introduit un train de réformes destinées à améliorer la gouvernance des entreprises et à restaurer la confiance à l'égard des états financiers. Cette loi prévoit la création d'un nouvel organe, le Public Company Accounting Oversight Board, chargé de surveiller la profession comptable aux États-Unis. D'autres organismes ont aussi un rôle à jouer dans ce domaine (voir l'Encadré 1).

Les organismes de réglementation du commerce des valeurs mobilières, les bourses et les pouvoirs publics ont aussi passé en revue une vaste gamme d'activités commerciales sous l'angle de l'influence que celles-ci peuvent avoir sur la confiance des investisseurs. Par exemple, la combinaison dans une même société des services de banque d'investissement et d'analyse de titres et des services de placement d'actions auprès des clients dans le cadre d'introductions en bourse fait l'objet d'un examen attentif en raison de situations apparentes de conflit d'intérêts.

La coopération internationale s'est aussi intensifiée. Le Conseil international des normes comptables et le Financial Accounting Standards Board (FASB) américain ont récemment conclu un protocole d'entente par lequel ils s'engagent conjointement à progresser vers une harmonisation des normes comptables à l'échelle mondiale. En octobre, le FASB a proposé l'adoption d'une nouvelle approche fondée sur des principes pour l'établissement des normes comptables américaines. Toujours au mois d'octobre, l'Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières a rendu public un nouvel ensemble de principes destinés à orienter les décisions des organismes nationaux de réglementation du commerce de valeurs mobilières concernant la divulgation de l'information financière des entreprises ainsi que l'indépendance et la surveillance des cabinets de vérification. Ce vaste réexamen des pratiques de gouvernance et de comptabilité des sociétés a reçu l'appui d'organismes internationaux comme le Forum sur la stabilité financière et l'OCDE.

Au Canada, ces événements ont soulevé toute une série de questions pour les organismes de surveil-

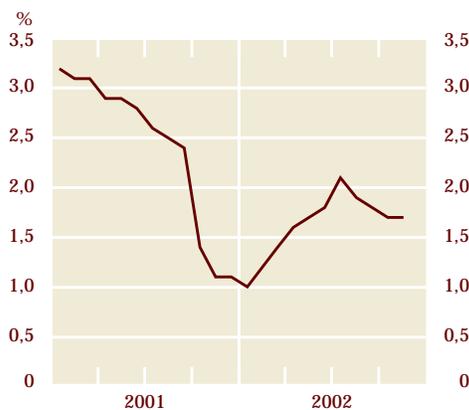
Encadré 1

Principaux organismes concernés

Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières	ACCOVAM
Association internationale des contrôleurs d'assurances	AICA
Autorités canadiennes en valeurs mobilières	ACVM
Bourse de Toronto	TSX
Bureau du surintendant des institutions financières (Canada)	BSIF
Conseil canadien sur la reddition de comptes	CCRC
Conseil des normes comptables (Canada)	CNC
Conseil de surveillance de la normalisation comptable (Canada)	CSNC
Conseil de surveillance de la normalisation en vérification et certification (Canada)	—
Conseil international des normes comptables	IASB
Financial Accounting Standards Board (États-Unis)	FASB
Forum sur la stabilité financière	FSF
Institut canadien des comptables agréés	ICCA
Organisation de Coopération et de Développement Économiques	OCDE
Organisation internationale des commissions de valeurs mobilières	OICV
Public Company Accounting Oversight Board (États-Unis)	PCAOB
Securities and Exchange Commission (États-Unis)	SEC

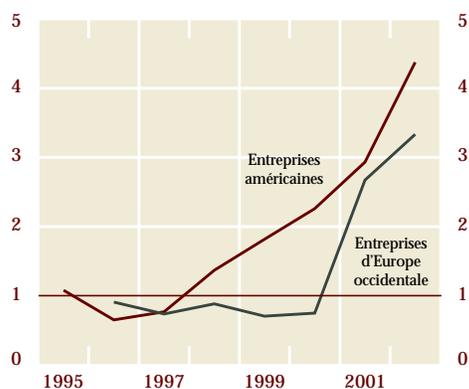
Graphique 13
Évolution des estimations de Consensus Economics relatives à la croissance annuelle en 2002

Économies industrialisées*



* Amérique du Nord, Europe occidentale et Japon
Source : Consensus Economics

Graphique 14
Ratio des baisses de cote aux hausses de cote des sociétés



Nota : Les chiffres pour 2002 sont ceux des trois premiers trimestres.
Source : Moody's

lance concernés ainsi que pour les sociétés financières et non financières (voir l'Encadré 2). Les initiatives visant à accroître la transparence financière, afin de permettre aux investisseurs de mieux évaluer les risques ainsi que la santé financière d'une entreprise, seront certes profitables à tous, mais il importera de suivre de près l'évolution de la situation pour éviter que les modifications d'ordre réglementaire ou autre n'aient des effets non désirés.

Le contexte macrofinancier

L'évolution de la conjoncture internationale

Au cours des six derniers mois, la conjoncture internationale a été marquée par une accentuation de l'incertitude et des révisions à la baisse des estimations de la vigueur de la reprise mondiale. Après s'être considérablement raffermies à la suite d'une remontée aussi rapide qu'inattendue durant la première moitié de l'année, les projections de croissance dans les économies industrialisées pour 2002 se sont stabilisées puis réorientées à la baisse durant l'été (Graphique 13).

Plusieurs facteurs ont contribué à faire reculer les attentes des prévisionnistes. Signalons entre autres le ralentissement généralement imprévu de la croissance de l'économie américaine au deuxième trimestre, l'incertitude engendrée par les révélations sur les pratiques douteuses de comptabilité et de gouvernance dans les entreprises (principalement américaines) et le repli des marchés boursiers à l'échelle de la planète.

Cette évolution s'est produite sur fond de tensions financières pour les entreprises — comme en témoigne l'augmentation du ratio des baisses de cote de crédit aux hausses de cote aux États-Unis et en Europe (Graphique 14), laquelle s'est poursuivie au troisième trimestre. Une proportion relativement importante des sociétés dont la dette a été déclassée appartiennent au secteur des télécommunications. Par suite de la montée des tensions financières à l'échelle internationale, les institutions financières n'ont pas échappé non plus aux déclassements, en particulier les compagnies d'assurance. Ces dernières ont été confrontées de par le monde à un accroissement des demandes d'indemnisation et à une diminution de leurs revenus de placement⁵.

5. Standard & Poor's estime à environ 200 milliards de dollars américains la diminution nette que les capitaux propres dans le secteur mondial de l'assurance et de la réassurance ont accusée ces dernières années.

Encadré 2

Les mesures prises au Canada sur les plans de la réglementation et des normes comptables

Les événements qui se sont produits sur la scène internationale ont soulevé un certain nombre de questions au pays, notamment pour les pouvoirs publics, les organismes de réglementation et la profession comptable. Dans certains cas, des entreprises canadiennes sont directement touchées par des initiatives émanant de l'étranger. Par exemple, celles d'entre elles qui sont inscrites à la cote de bourses américaines doivent désormais se plier aux nouvelles mesures découlant de la loi Sarbanes-Oxley¹. Plus fondamentalement, dans le climat actuel de défiance des investisseurs, le statu quo apparaît comme une option bien peu viable. S'interrogeant sur les réformes à adopter, des autorités de réglementation provinciales et des bourses ont cependant fait valoir que la prudence était de mise, donnant pour exemple le fait que les nouvelles règles instaurées aux États-Unis ne convenaient peut-être pas toutes au contexte canadien. Nous passons en revue ci-après quelques-unes des initiatives prises récemment au pays.

Normes de vérification

Le changement le plus notable à ce jour au Canada est peut-être l'annonce, par les Autorités canadiennes en valeurs mobilières, le Bureau du surintendant des institutions financières et l'Institut canadien des comptables agréés (ICCA), de la création d'un nouvel organisme de surveillance appelé Conseil canadien sur la reddition de comptes (CCRC). Celui-ci surveillera l'application de nouvelles règles qui impliquent un resserrement de l'inspection des vérificateurs de sociétés ouvertes au public, l'indépendance des vérificateurs et de nouvelles exigences de contrôle de la qualité à l'égard des cabinets de vérification. Le CCRC aura le pouvoir de sanctionner ceux qui ne respecteront pas les normes imposées. En septembre, l'ICCA a proposé de nouveaux principes directeurs pour évaluer et renforcer l'indépendance des cabinets de vérification. Ces principes s'inspirent de règles internationales, ainsi que des nouvelles exigences de la Securities and Exchange Commission aux États-Unis. L'ICCA a aussi annoncé la mise en place d'un nouvel organisme, le Conseil de surveillance de la

normalisation en vérification et certification, qui encadrera l'établissement des normes en la matière.

Normes comptables

Les énergies se mobilisent aussi autour de certaines questions ressortissant au domaine comptable. L'ICCA a ainsi proposé de nouvelles directives concernant le traitement des « structures d'accueil » dans les états financiers. Pour sa part, la comptabilisation des options d'achat d'actions soulève beaucoup de controverses, à l'échelle tant internationale que nationale. Au Canada, le Conseil de surveillance des normes comptables a pris publiquement position pour leur intégration dans les dépenses des sociétés. Plus récemment, le Conseil des normes comptables a annoncé qu'il préparerait des propositions en ce sens. De fait, un certain nombre de sociétés canadiennes se sont déjà engagées à comptabiliser ces options comme des dépenses dans leurs états financiers.

Gouvernance des entreprises

En partie sur l'ordre des organismes de réglementation du commerce des valeurs mobilières, les bourses se sont penchées sur les exigences en matière de gouvernance qu'elles imposent aux sociétés cotées. La bourse de Toronto a par exemple annoncé des changements relatifs à la composition des conseils d'administration des sociétés inscrites à sa cote. Elle s'est aussi prononcée en faveur de la certification, par les chefs de direction, de l'intégrité de l'information financière que divulgue leur entreprise.

Les conflits d'intérêts possibles dans les sociétés qui offrent une vaste gamme de services financiers sont une question litigieuse. Des organismes de réglementation provinciaux ont commencé à s'attaquer à ce dossier avec les grandes maisons de courtage du pays. En avril, l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières a présenté un nouvel ensemble de principes directeurs destinés à remédier au problème, mais ceux-ci ne font pas encore l'unanimité chez les principaux intéressés. Par ailleurs, certains organismes de réglementation provinciaux ont récemment proposé de sanctionner plus sévèrement les entreprises ou personnes qui contreviendraient aux règlements sur le commerce des valeurs mobilières.

Finalement, en novembre, l'ICCA a rendu public un nouveau cadre de présentation des rapports de gestion de sociétés.

1. Bien que relativement peu de sociétés canadiennes ouvertes au public soient concernées, leur valeur globale représente environ la moitié de la capitalisation boursière des entreprises canadiennes. Le débat se poursuit pour déterminer si les sociétés canadiennes et leurs vérificateurs seront exemptés de certaines obligations découlant des nouvelles règles américaines.

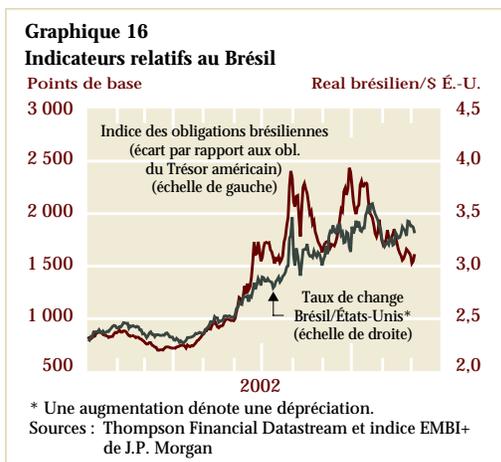
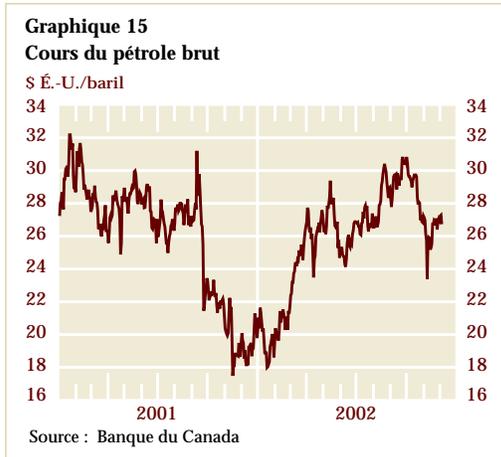


Tableau 1

Total des créances des banques canadiennes sur certains pays d'Amérique latine (en millions de \$)*

	2002T2	2001T2
Mexique	21 465	22 241
Chili	4 947	4 536
Argentine	2 467**	4 798
Bésil	2 039	2 267
Pérou	558	493
Venezuela	537	508
Uruguay	96	110

* Comprend les créances locales des filiales.

** Ne tient pas compte de la vente de la Scotiabank Quilmes par la Banque Scotia (au troisième trimestre de 2002).

Source : Banque du Canada

Dans certains pays étrangers, les prix de l'immobilier résidentiel ont grimpé rapidement (p. ex., en Australie, au Royaume-Uni et, dans une moindre mesure, aux États-Unis). Bien que cette progression des prix ait permis de compenser en partie l'érosion du patrimoine des ménages consécutive au recul du prix des actions, elle finira par se ralentir et, dans certains cas, pourrait même être renversée.

Les préoccupations que suscite le climat géopolitique ont aussi ajouté à l'incertitude. Mentionnons notamment les tensions au Proche-Orient et la possibilité d'une action militaire dans le golfe Persique. Même si ces inquiétudes ont provoqué une plus grande volatilité des cours du pétrole, les hausses de prix sont restées modestes par rapport aux niveaux enregistrés au début de l'année (Graphique 15).

Les marchés émergents

La croissance économique dans les marchés émergents d'Asie est demeurée assez robuste, quoique l'on ait observé récemment quelques signes de faiblesse. Les écarts de taux d'intérêt applicables aux emprunts ont peu augmenté dans la région. Bien que la situation soit moins reluisante en Amérique latine (Encadré 3), les marchés d'obligations et d'actions dans les économies émergentes se sont généralement raffermis ces derniers temps, à la faveur d'une atténuation apparente de l'aversion des investisseurs pour le risque.

L'Argentine, qui a cessé d'assurer le service de sa dette souveraine au début de janvier, est toujours aux prises avec des problèmes d'ordre économique et financier. Le gouvernement argentin et le Fonds monétaire international ont été incapables jusqu'ici de s'entendre sur l'établissement d'un nouveau programme financier. En novembre, l'Argentine a pris du retard dans le service de sa dette contractée auprès de la Banque mondiale.

La situation financière est particulièrement instable au Brésil, à cause de l'incertitude qui entoure le programme économique du nouveau gouvernement. Cette instabilité trouve son écho dans la forte détérioration des indicateurs financiers brésiliens, bien qu'il y ait eu amélioration récemment (Graphique 16).

Même si quelques petits pays d'Amérique latine ont également été confrontés à une accentuation des pressions financières, le Mexique, qui avait renforcé le cadre de conduite de la politique publique, n'a pratiquement pas été touché par les événements dans la région. Les prêts des banques canadiennes en Amérique latine se concentrent largement au Mexique (Tableau 1).

Encadré 3

Évolution économique et financière en Amérique latine

Bon nombre de pays d'Amérique latine ont vu les conditions de leurs marchés financiers se détériorer cette année, comme en témoigne l'élargissement des écarts liés aux obligations (Graphique 1). L'activité économique s'est aussi nettement ralentie dans cette région, le PIB réel de certains États enregistrant une forte contraction. En Argentine, la crise financière n'est pas encore résolue et a fait reculer la production de 16 % au premier semestre de 2002, comparativement à la période correspondante de 2001. Malgré les imposants programmes d'aide financière du FMI, le Brésil et l'Uruguay demeurent vulnérables également. Au Brésil, l'incertitude entourant le programme économique du nouveau gouvernement contribue à la volatilité des marchés financiers, tandis qu'en Uruguay, les conditions financières se ressentent des inquiétudes quant à la viabilité du système bancaire. L'économie brésilienne a affiché une croissance nulle durant la première moitié de 2002, par rapport au premier semestre de 2001, tandis que le PIB de l'Uruguay s'est replié de près de 8 %.

Le climat politique incertain au Venezuela, en Équateur et en Colombie a contribué à la volatilité des marchés financiers dans ces pays et au ralentissement qu'a connu la croissance de l'activité, parallèlement au déclin des investissements.

Si les secteurs financiers du Mexique et du Chili ont connu certaines turbulences, celles-ci ont été bien moindres que dans les autres économies d'Amérique latine. L'agitation sur ces marchés tient notamment à la reprise hésitante de l'activité aux États-Unis et au choc négatif qu'ont subi les termes de l'échange dans le cas du Chili (faiblesse des prix du cuivre et niveau élevé des cours du pétrole).

Les économies mexicaine et chilienne devraient connaître une croissance modeste cette année.

De l'avis général des prévisionnistes, la croissance redémarrera en Amérique latine, pour passer de -0,6 % cette année à 2,3 % l'an prochain (Graphique 2). Les principaux facteurs laissant présager cette embellie sont l'atteinte du creux de la récession en Argentine et la modeste reprise de l'activité au Brésil et au Mexique, à la faveur du redressement des plus importants marchés d'exportation de ces pays.

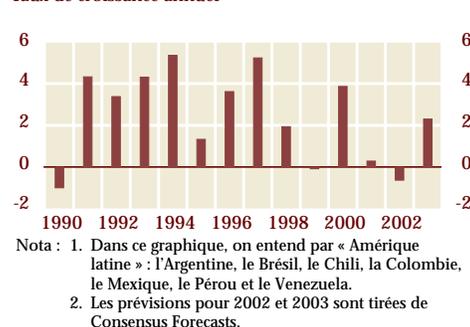
Deux grandes inconnues planent sur les perspectives en Amérique latine. La première concerne l'ampleur de la reprise dans les pays industrialisés, particulièrement aux États-Unis, et la seconde, la capacité du nouveau gouvernement du Brésil de restaurer une confiance durable et de réduire la vulnérabilité de son pays. Si elles devaient persister, les difficultés du Brésil finiraient par se répercuter sur ses principaux partenaires commerciaux de la région (Argentine, Uruguay et Paraguay).

Les liens économiques et financiers directs entre le Canada et l'Amérique latine sont relativement limités. Le Canada traite surtout avec le Mexique et le Chili, qui comptent actuellement parmi les économies les plus saines de la région. En outre, vu la taille assez modeste de l'économie de l'Amérique latine et la structure de ses échanges commerciaux, toute nouvelle dégradation des conditions de la demande n'aurait probablement qu'une faible incidence sur les cours mondiaux des produits de base. Néanmoins, les risques liés à l'Amérique latine sont au nombre des facteurs qui ont obligé les banques canadiennes à accroître leurs provisions pour pertes sur prêts cette année.

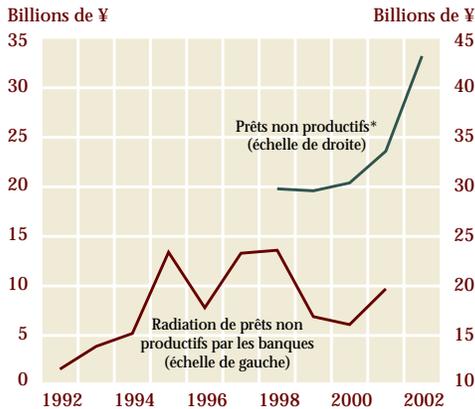
Graphique 1
Écarts de taux applicables aux obligations de certains pays à marché émergent (EMBI+)



Graphique 2
Croissance du PIB réel en Amérique latine
Taux de croissance annuel



Graphique 17
Prêts non productifs au Japon



* Un changement à la définition des prêts non productifs s'est répercuté sur le niveau de 2002.

Sources : Banque du Japon et agence des services financiers du Japon

Graphique 18
Marché boursier japonais (Nikkei)



Source : Thompson Financial Datastream

Le Japon et l'Europe

Au Japon, les perspectives d'expansion de la demande intérieure à court terme demeurent relativement ternes, en raison notamment du bas niveau de la confiance des consommateurs et de la persistance de capacités excédentaires. La mauvaise tenue de l'économie depuis le début des années 1990 est liée aux problèmes endémiques du secteur financier nippon. Les banques japonaises ont radié quelque 90 milliards de yens (environ 1,1 billion de dollars canadiens) de prêts non productifs au cours de la dernière décennie. Malgré tout, les prêts douteux occupent encore une large place dans leur bilan (Graphique 17).

Selon un rapport préparé par la Banque du Japon, le niveau toujours élevé des créances irrécouvrables tient à l'apparition de nouveaux prêts non productifs issus de la restructuration d'entreprises. Le rapport souligne en outre les problèmes engendrés au sein des banques par les faibles marges d'intermédiation sur leurs prêts et le fait que les gains non réalisés sur leurs portefeuilles d'actions — lesquels leur servaient jadis de réserves financières — se sont évaporés avec le repli des cours boursiers (Graphique 18). Depuis le passage l'an dernier à une comptabilité fondée sur les valeurs marchandes, le risque de marché lié aux portefeuilles boursiers des banques est considéré comme un important facteur de déstabilisation. Pour atténuer ce risque, la Banque du Japon a annoncé qu'elle commencerait à acheter des actions aux banques nippones à hauteur de 2 milliards de yens à compter de la fin novembre. L'incidence qu'aura cette mesure est encore incertaine.

En dépit des efforts déployés dans le passé, le niveau général et la qualité des capitaux propres des principales banques du Japon soutiennent mal la comparaison avec ceux de leurs homologues à l'étranger. L'adoption de mesures visant à soutenir le secteur financier a été entravée par l'absence de consensus au sein du pays, quoique le gouvernement ait récemment annoncé une série d'initiatives visant à réduire le volume des prêts douteux dans le système bancaire.

Le secteur bancaire européen a amorcé le plus récent cycle de crédit en meilleure posture qu'au début de la décennie précédente. Toutefois, le ralentissement de la croissance économique et la détérioration de la qualité du crédit ont intensifié la pression sur les banques. Cela est particulièrement vrai en Allemagne, où la rentabilité du secteur bancaire avait été comparativement faible. Plusieurs grandes banques européennes ont vu leur cote de crédit diminuer ces derniers mois, et les marges d'intermédiation se sont élargies.

Le secteur de l'assurance en Europe a également été soumis à une pression accrue, en partie à cause de la baisse des cours boursiers. Même si, prises collectivement, elles présentent des points forts, les compagnies d'assurance européennes ont tendance à placer une proportion relativement importante de leur actif en actions. Aussi leurs pertes sur ces placements (s'ajoutant à celles sur leurs portefeuilles d'obligations) ont-elles été considérables. Conjugées à des paiements plus élevés au titre des indemnités, ces pertes ont ébranlé leur solidité financière, comme en fait foi la baisse substantielle de la capitalisation boursière du secteur (Graphique 19). Le niveau des capitaux propres des grandes compagnies de réassurance européennes s'est aussi ressenti de l'évolution de la situation durant cette période, et les cotes de crédit de certaines d'entre elles ont été abaissées.

Les États-Unis

La croissance du PIB réel aux États-Unis s'est redressée au troisième trimestre de cette année (Graphique 20). L'érosion récente de la confiance des entreprises et des consommateurs ainsi que le ralentissement de la production manufacturière ont néanmoins contribué à nourrir l'incertitude quant à la persistance de la reprise actuelle.

La conjoncture économique demeure difficile dans un tel contexte. Le rythme auquel se succèdent les déclassements reste relativement élevé parmi les entreprises américaines (Ford et General Motors se sont récemment ajoutées à la liste), et les bénéfices des sociétés sont toujours déprimés⁶. Par contre, l'endettement global des entreprises et les paiements d'intérêts nets par rapport aux flux de trésorerie sont redescendus de leurs récents sommets (Graphique 21).

Malgré le nombre élevé de défauts de paiement dans le secteur des entreprises et la détérioration continue de la qualité des prêts consortiaux (Graphique 22), les banques américaines ont réussi à maintenir une bonne rentabilité. Les banques commerciales ont engrangé des bénéfices de 68,6 milliards de dollars É.-U. durant les trois premiers trimestres, ce qui représente une hausse de plus de 10 % par rapport à la période correspondante de 2001. Les prêts non productifs ont continué de s'accroître, mais, dans l'ensemble, le ratio de couverture des prêts douteux par les réserves est demeuré bien au-dessus de 100 % (Graphique 23).

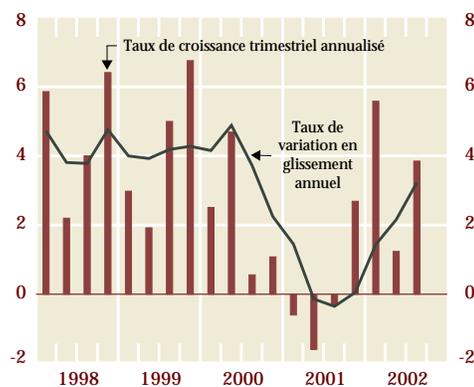
Graphique 19
Cours des actions du secteur de l'assurance en Europe

Base 100 de l'indice : 2 janvier 2001



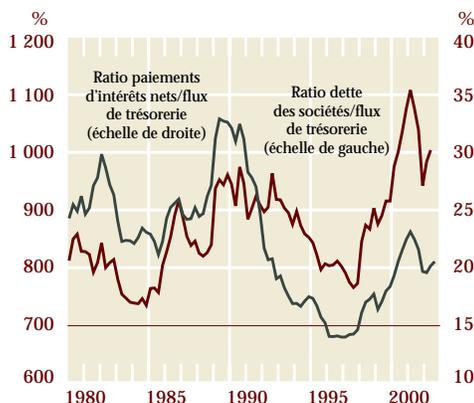
Source : Thompson Financial Datastream

Graphique 20
Croissance du PIB réel aux États-Unis



Source : Thompson Financial Datastream

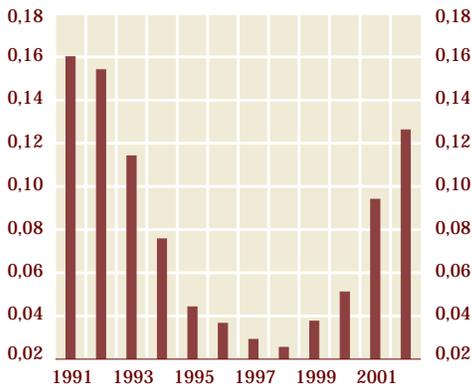
Graphique 21
Dette et paiements d'intérêts nets des sociétés aux États-Unis



Source : Thompson Financial Datastream

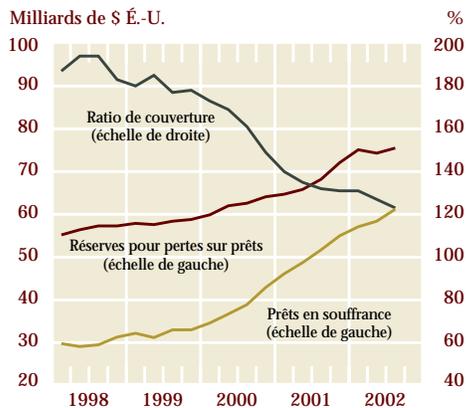
6. D'après Standard & Poor's, 157 entreprises américaines ont vu leur dette déclassée au troisième trimestre, alors que seulement 40 ont bénéficié d'un relèvement de leur cote de crédit.

Graphique 22
États-Unis — Prêts consortiaux jugés douteux
 En pourcentage des engagements



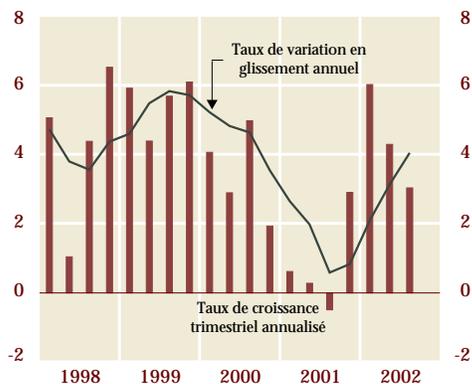
Source : *Shared National Credit Review* de la Federal Deposit Insurance Corporation des États-Unis

Graphique 23
Banques américaines



Source : *Quarterly Banking Profile* de la Federal Deposit Insurance Corporation des États-Unis

Graphique 24
Croissance du PIB réel au Canada



Source : Statistique Canada

Certaines grandes banques américaines plus fortement engagées dans le secteur des services de banque d'investissement s'en sont moins bien tirées. L'activité a été au ralenti dans ce secteur. Les revenus ont baissé, et, dans certains cas, de fortes compressions ont été effectuées dans le personnel. Les cotes de crédit de plusieurs grandes institutions ont été réduites. Un risque difficile à évaluer est la mesure dans laquelle les entreprises financières sont susceptibles de faire l'objet de poursuites et d'enquêtes aux États-Unis dans la foulée des récentes malversations financières et comptables de certaines sociétés.

À l'image de ce qui s'est produit dans leur industrie à l'échelle mondiale, la situation financière des compagnies d'assurance s'est dégradée aux États-Unis. Le recul des revenus de placement et la hausse des paiements d'indemnités ont fait une brèche sérieuse dans les bénéfices. Les compagnies d'assurance multirisque ont été les plus durement touchées, et l'on estime que certaines des plus grandes entreprises du secteur n'ont pas de réserves suffisantes pour éponger les pertes éventuelles. Cela signifie que certains assureurs devront non seulement majorer leurs primes mais aussi prendre des mesures pour accroître leurs réserves.

L'évolution de la conjoncture au Canada

Parmi les facteurs internes qui ont une incidence importante sur l'évolution du système financier canadien, mentionnons la conjoncture économique du pays, la situation financière des ménages et des entreprises et l'évolution des différents secteurs d'activité (p. ex., celui des télécommunications).

L'économie canadienne

Le rythme d'expansion de l'économie canadienne a été robuste au cours des trois premiers trimestres de 2002 (Graphique 24)⁷. La progression des dépenses des ménages a été assez vigoureuse. De plus, la reprise de l'accumulation des stocks, la hausse prononcée des exportations et la relance des investissements des entreprises en machines et matériel ont aidé à soutenir l'expansion durant cette période. Les prévisionnistes s'attendent à ce que la croissance de l'économie canadienne excède celle des autres pays du G7 à la fois en 2002 et en 2003.

Toutefois, la conjoncture actuelle est empreinte d'un certain nombre d'incertitudes. L'évolution de la

7. La Banque publie son interprétation des tendances économiques observées à l'étranger et au Canada dans le *Rapport sur la politique monétaire*, qui paraît au printemps et à l'automne.

situation économique, financière et géopolitique (décrite dans les sections précédentes) a assombri les perspectives à court terme de l'économie mondiale (par rapport aux projections du début de l'été) et, par le fait même, celles des exportations canadiennes. Les dépenses des ménages et des entreprises pourraient aussi se ressentir d'une aggravation de l'incertitude liée aux préoccupations que soulèvent les méthodes de gouvernance des sociétés et l'instabilité du climat géopolitique.

Secteurs des ménages et des entreprises

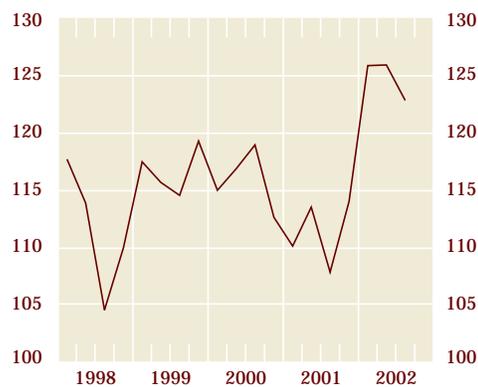
La situation financière des ménages est demeurée relativement saine en 2002. Soutenue par la vive progression de l'emploi, la confiance des consommateurs reste assez élevée malgré un léger recul depuis le milieu de l'année (Graphique 25).

L'endettement des particuliers s'est accru de façon marquée au cours de la dernière décennie, mais il s'est stabilisé depuis quelques années pour représenter maintenant environ 110 % du revenu personnel disponible. La hausse de leurs avoirs a cependant permis aux ménages de limiter la montée de leur ratio d'endettement, qui n'a augmenté que légèrement ces dernières années (Graphique 26). Le coût du service de la dette des ménages s'est maintenu à de bas niveaux tout au long du cycle en cours, consécutivement au repli des taux du crédit à la consommation et des taux hypothécaires.

Comme les biens immobiliers constituent environ le tiers du patrimoine des ménages au Canada, la bonne tenue des prix des maisons a compensé en partie les pertes provoquées par la diminution des cours boursiers (Graphique 27). Les arriérés sur les prêts hypothécaires à l'habitation sont demeurés à peu près inchangés en chiffres absolus, et ils ont chuté en pourcentage de l'encours total des prêts hypothécaires, en dépit du récent ralentissement cyclique de la croissance économique (Graphique 28).

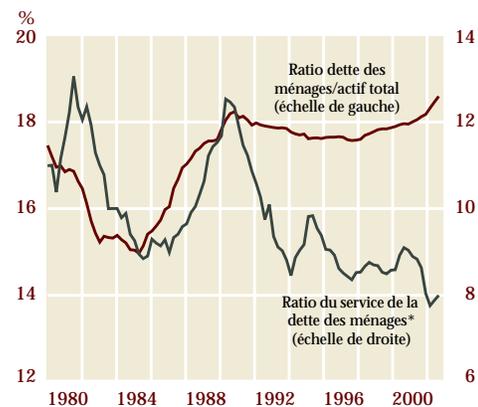
La situation financière du secteur des entreprises s'est aussi redressée au premier semestre de 2002. Toutefois, devant la volatilité des marchés financiers, la confiance des sociétés non financières s'est effritée de façon notable au troisième trimestre, en particulier chez les plus grandes d'entre elles. En effet, la proportion de grandes entreprises ne sachant pas s'il s'agissait ou non d'un bon moment pour investir dans l'agrandissement de leurs usines (une mesure de l'incertitude) a atteint un haut niveau⁸. Les sociétés ont donc continué de privilégier l'utilisation de leurs propres liquidités plutôt

Graphique 25
Confiance des consommateurs canadiens
Base 100 de l'indice : 1991



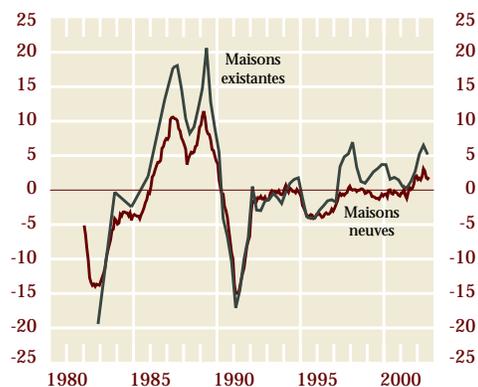
Source : Le Conference Board du Canada

Graphique 26
Dette des particuliers



* Exclut le remboursement du principal.
Source : Statistique Canada

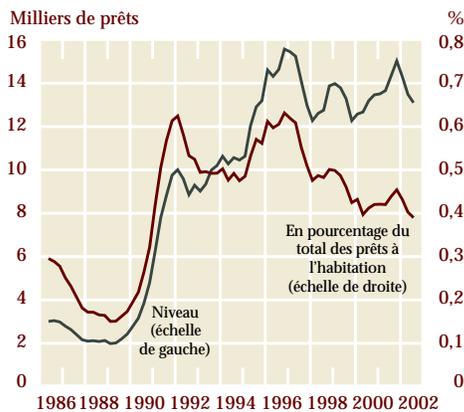
Graphique 27
Évolution du prix réel des maisons*
Taux de variation en glissement annuel



* Corrigée à l'aide de l'IPC global
Sources : Statistique Canada et Royal LePage

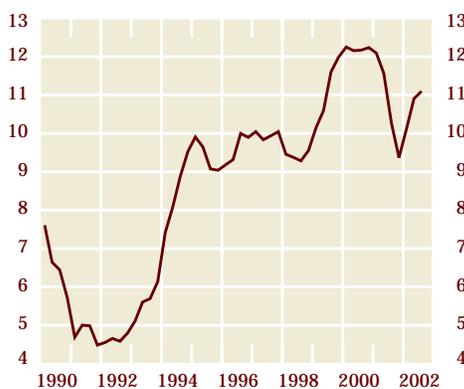
8. Le Conference Board du Canada, indice de la confiance des entreprises, automne 2002.

Graphique 28
Prêts hypothécaires à l'habitation avec arriérés de paiement de 3 mois ou plus



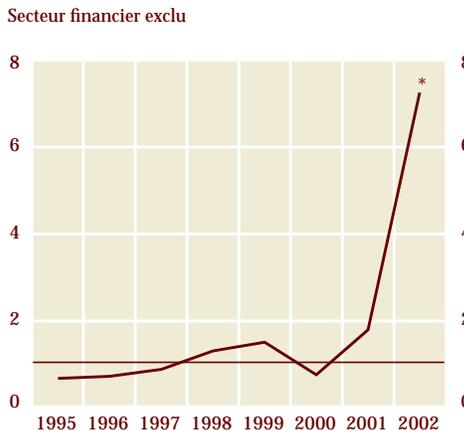
Sources : Association des banquiers canadiens et Banque du Canada

Graphique 29
Profits des sociétés avant impôts
En pourcentage du PIB



Sources : Statistique Canada et Banque du Canada

Graphique 30
Ratio des baisses de cote aux hausses de cote des sociétés émettrices
Secteur financier exclu



* Chiffres des trois premiers trimestres
Source : Moody's

que le recours aux emprunts pour financer leur exploitation et leurs investissements.

Après s'être détériorée plusieurs trimestres d'affilée, la qualité du crédit des entreprises paraît en voie de se stabiliser, grâce à une amélioration des marges bénéficiaires (Graphique 29). Le ratio des baisses de cote aux hausses de cote est demeuré élevé toute l'année (Graphique 30), et le nombre d'entreprises dont les perspectives sont jugées négatives par les agences de notation est toujours considérable. En revanche, aucune nouvelle grande entreprise n'a vu sa cote de crédit abaissée au-dessous de BBB au cours des derniers mois.

Secteurs industriels

Alors que, dans l'ensemble, les sociétés non financières se trouvent en assez bonne posture sur le plan financier, certains secteurs d'activité (représentant environ 15 % du PIB total) ont été en proie à des difficultés financières, surtout durant la deuxième moitié de 2001. Signalons entre autres les secteurs de la construction automobile et des transports aérien et routier, ainsi que la plupart des industries de pointe et des producteurs de matières premières non énergétiques.

Cependant, à la faveur de la reprise qu'a connue l'économie canadienne en 2002, l'activité s'est nettement intensifiée dans la majorité des industries financièrement vulnérables. Leur situation financière s'est donc améliorée quelque peu. Des gains ont été enregistrés dans le secteur de la construction automobile (Graphique 31) et dans les secteurs des transports aérien et routier et de la production de produits métalliques.

Les perspectives financières à court terme se sont dégradées malgré tout dans d'autres industries mises à mal financièrement. Ainsi, les niveaux de rentabilité restent très faibles pour nombre de fabricants de matériel de télécommunication (Graphique 32) et de firmes de services de télécommunication⁹, et beaucoup d'entreprises de ce secteur ont été forcées de procéder à une nouvelle restructuration majeure de leurs activités (Encadré 4). L'activité dans le secteur de la fabrication de matériel de télécommunication a ralenti encore davantage ces derniers mois, et la plupart des observateurs s'attendent maintenant à ce qu'il n'y ait pas de reprise importante avant 2004.

Par ailleurs, les perspectives financières à court terme demeurent peu encourageantes pour un grand nombre d'entreprises forestières. Les prix

9. Le secteur des services de télécommunication englobe les compagnies de téléphone, les entreprises de télécommunications sans fil et les câblodistributeurs.

Encadré 4

L'évolution récente du secteur des télécommunications au Canada

Le secteur des télécommunications au Canada a enregistré une très forte croissance au cours de la seconde moitié des années 1990, à la faveur d'une demande nourrie par le fléchissement marqué des prix relatifs et par l'expansion robuste des marchés d'exportation. L'an dernier, cependant, la demande d'exportations s'est effondrée et la rentabilité des entreprises a chuté.

Il convient d'analyser l'évolution récente du secteur des télécommunications au Canada dans un contexte international. La commercialisation d'Internet et son adoption en tant que produit grand public au cours de la seconde moitié des années 1990, ainsi que la déréglementation du marché téléphonique local aux États-Unis, ont contribué à faire miroiter des perspectives de croissance spectaculaires à l'échelle mondiale. Dans tous les segments du secteur mondial des télécommunications, les entreprises ont accru considérablement leurs dépenses d'investissement durant cette période, principalement dans le but de créer de nouveaux réseaux de communication nationaux et internationaux s'appuyant sur les nouvelles technologies de la fibre optique. Cette hausse a été financée en grande partie par des émissions de titres.

Si la progression de la demande était soutenue à la fin des années 1990 et au début des années 2000, elle est demeurée bien en deçà des attentes et du rythme d'expansion des capacités de production. En raison de l'accumulation de capacités excédentaires considérables, les prix ont fléchi de façon marquée. Les taux de rentabilité ont dégringolé et certaines entreprises de télécommunication ont dû déclarer faillite. D'autres firmes ont eu recours à des pratiques de comptabilité douteuses pour afficher des revenus apparemment à la hausse, ce qui a

été à l'origine de bon nombre des scandales comptables mis au jour récemment. Résultat : l'accès aux marchés de capitaux a été restreint, les dépenses d'investissement se sont fortement ralenties et davantage de sociétés de télécommunication ont entamé des procédures de faillite.

Ces événements ont porté un dur coup aux fabricants canadiens de matériel de télécommunication, qui ont été forcés de réduire de façon appréciable leurs niveaux d'activité et d'emploi (Graphique 1). Malgré ces ajustements, la plupart d'entre eux continuent d'essayer des pertes financières substantielles. Selon la plupart des observateurs, une augmentation marquée des dépenses d'investissement dans le secteur mondial des télécommunications n'aura pas lieu avant 2004, ce qui donne à penser que l'industrie de la fabrication de matériel de télécommunication au Canada pourrait ne pas renouer avec la rentabilité avant un certain temps encore.

Pour leur part, les entreprises canadiennes de services de télécommunication ont dû faire face à bon nombre des problèmes qui ont touché leurs homologues à l'étranger. Après avoir nettement accru leurs dépenses d'investissement financées par voie d'emprunt en 2000 et en 2001, elles ont été confrontées à une augmentation sensible de leur ratio d'endettement. La croissance des revenus est bien en deçà des attentes, et les profits sont très maigres depuis le milieu de 2001 (Graphique 2). Un certain nombre de fournisseurs de services de communication sans fil éprouvent d'ailleurs de très sérieuses difficultés financières. En outre, à la suite de la révision à la baisse des cotes de crédit d'une bonne part des entreprises du secteur, la plupart des grosses sociétés ont annoncé une restructuration majeure de leurs opérations ainsi que des mesures visant à réduire leur endettement.

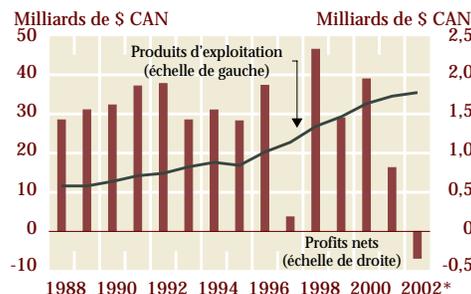
Graphique 1
Nouvelles commandes — Fabrication de matériel de télécommunication

Base 100 de l'indice : 2000T3



Source : Statistique Canada

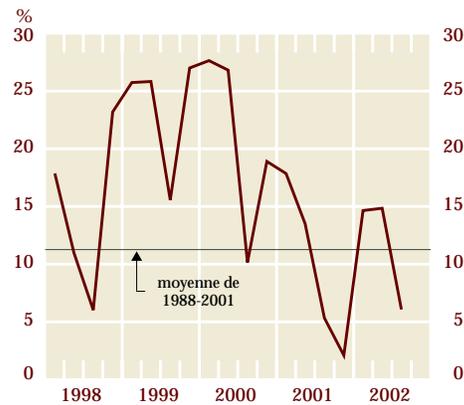
Graphique 2
Produits d'exploitation et profits nets — Services de télécommunication canadiens



* Données calculées sur les deux premiers trimestres puis annualisées

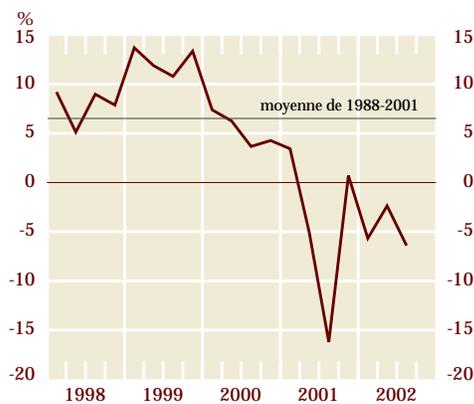
Source : Statistique Canada

Graphique 31
Rendement des capitaux propres — Construction automobile



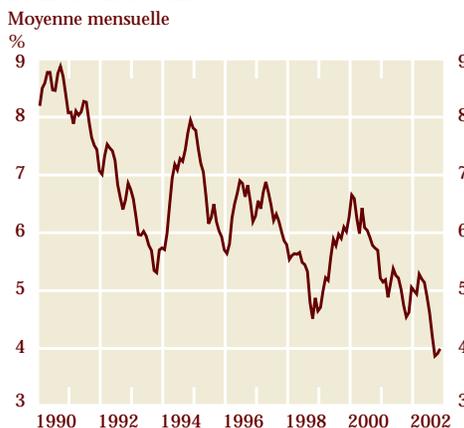
Source : Statistique Canada

Graphique 32
Rendement des capitaux propres — Fabrication de produits électroniques et informatiques



Source : Statistique Canada

Graphique 33
Rendement de l'émission obligataire de référence à 10 ans des États-Unis



Source : Thompson Financial Datastream

sont encore très déprimés, et les cours du bois d'œuvre ont chuté considérablement depuis le milieu de l'année. L'imposition par les États-Unis de droits d'importation élevés sur le bois d'œuvre en provenance du Canada a accentué les pressions à la baisse sur les bénéfices de cette industrie.

La situation financière du secteur agricole canadien s'est aussi détériorée. En particulier, un grand nombre de producteurs céréaliers et d'éleveurs connaissent actuellement des difficultés en raison de la sécheresse qui a sévi dans les Prairies et du très bas niveau des prix du porc.

Le système financier

Les marchés financiers

Les marchés canadiens ont été influencés par les événements survenus sur la scène financière internationale. Les places financières du monde entier ont connu un niveau de volatilité supérieur à la moyenne au cours de l'été, en raison de plusieurs facteurs tels que les révélations sur les pratiques douteuses en matière de comptabilité et de gouvernance de certaines grandes entreprises, la présence de fortes tensions géopolitiques et les perceptions changeantes quant aux perspectives économiques. Dans ce climat d'incertitude, les investisseurs, tant au Canada qu'ailleurs dans le monde, ont réagi avec une nervosité accrue à tout nouveau renseignement de nature économique. L'aversion pour le risque continue d'avoir une forte incidence sur les marchés, mais les récents indicateurs financiers donnent à penser qu'elle est en train de s'atténuer.

Compte tenu du niveau élevé des pertes financières, les marchés des produits de transfert du risque de crédit, dont l'évolution demeure rapide, ont grandement retenu l'attention (Encadré 5). Malgré la nouveauté relative de certains d'entre eux, ces instruments semblent s'être comportés en grande partie comme on l'espérait dans les circonstances.

Les marchés de titres à revenu fixe

Les événements survenus sur la scène internationale ont également eu un effet notable sur les marchés de titres à revenu fixe. Les obligations du Trésor américain, qui bénéficient souvent de leur statut de « placement refuge » pendant les périodes de turbulence accrue, ont vu leur rendement tomber près des creux historiques aux troisième et quatrième trimestres (Graphique 33). L'évolution des marchés du crédit indique un déplacement vers les actifs de meilleure qualité, qu'ils soient émis par le secteur privé ou l'État, quoique ce mouvement paraisse s'être atténué ces derniers temps. Il est intéressant de noter que, chez nos voisins du

Encadré 5

Évolution des marchés financiers en matière de transfert du risque de crédit

Les techniques de transfert du risque de crédit, même si elles ne sont pas nouvelles, retiennent considérablement l'attention depuis peu en raison du développement des marchés des swaps sur défaillance et des titres garantis par des créances. Grâce aux instruments de transfert du risque de crédit, les institutions financières, les entreprises et les investisseurs peuvent modifier leur profil de risque financier, soit en augmentant leur exposition au risque (c.-à-d. en faisant l'acquisition de risques), soit en la réduisant. Certaines techniques de transfert du risque de crédit, comme la titrisation, peuvent également représenter une source de financement parallèle pour les institutions dont les prêts sont inscrits à l'actif.

Les grands jalons de l'évolution du marché du transfert du risque de crédit ont été : 1) la syndication de prêts bancaires sur le marché primaire dans les années 1960; 2) le regroupement et la vente (c.-à-d. la titrisation) de portefeuilles de prêts en vue du financement des prêts hypothécaires à l'habitation dans les années 1970 aux États-Unis; 3) la création, aux États-Unis également, d'un marché secondaire des prêts bancaires dans les années 1980.

Au cours des dernières années, le recours à la titrisation et aux structures d'accueil (*special-purpose vehicles*) pour créer des titres adossés à des actifs s'est étendu à plusieurs types d'actif, dont les créances sur carte de crédit, les prêts automobiles et le papier commercial. Les institutions émettrices ne s'attendent plus nécessairement à conserver jusqu'à l'échéance des actifs comme les prêts hypothécaires ou les créances sur carte de crédit. De plus en plus, elles considèrent plutôt ces actifs comme des instruments susceptibles d'être regroupés et vendus pour financer d'autres activités.

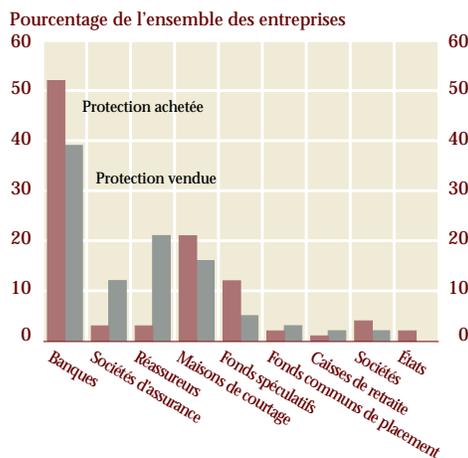
Les titres garantis par des créances font partie de la famille des titres adossés à des actifs. Dans le cas des premiers, les actifs sous-jacents sont généralement des obligations de sociétés ou des prêts aux entreprises, et les structures d'accueil correspondantes comportent deux ou plusieurs tranches de titres. La tranche subordonnée supporte les pertes initiales de la structure d'accueil, de sorte que les tranches prioritaires se trouvent protégées. Dans un swap sur défaillance, l'une des contreparties convient de verser un paiement à l'autre, en échange d'une commission ou d'une prime, si un ou plusieurs incidents de crédit précis (tels qu'un défaut de paiement ou une réduction de la cote de crédit) se produisent pendant la durée du

contrat. À l'heure actuelle, le marché le plus actif et le plus liquide des produits dérivés de crédit est celui des swaps sur défaillance d'un emprunteur déterminé. Enfin, il y a création d'un titre « synthétique » garanti par des créances lorsqu'un portefeuille sous-jacent de titres de dette de qualité est combiné à des swaps sur défaillance pour reproduire le risque et le rendement d'un portefeuille de rendement supérieur. Ces titres synthétiques et les swaps sur défaillance peuvent être utilisés pour transférer un risque de crédit sans transférer l'actif sous-jacent ou, dans le cas d'un prêt, sans même en informer l'emprunteur.

Les transferts de risque de crédit ont notamment pour effet de faciliter le transfert de l'exposition au risque parmi les participants au système financier. Jusqu'à maintenant, cependant, on dispose de peu d'information sur l'incidence de ces activités sur l'exposition globale au risque à l'intérieur du système financier. Les résultats d'un sondage récent semblent indiquer que les banques, les maisons de courtage et les fonds spéculatifs sont les plus gros acheteurs de protection (ce qui, en soi, réduirait leur exposition au risque) et que ces institutions et les compagnies d'assurance et de réassurance sont les vendeurs les plus actifs (voir le graphique).

Ventilation des opérateurs des marchés de produits dérivés de crédit

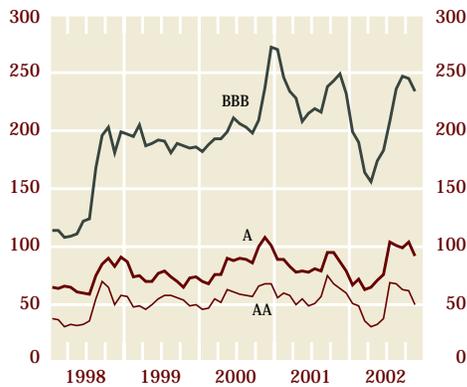
Institutions ayant acheté ou vendu une protection contre le risque de crédit



© BBA Enterprises Ltd. 2002
Tous droits réservés

Graphique 34
Écarts de taux applicables aux obligations de sociétés canadiennes selon la cote de crédit (5-10 ans)

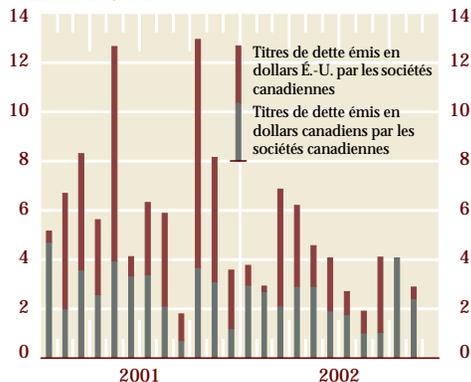
Nombre de points de base (au-dessus du taux des titres d'État)



Source : Thompson Financial Datastream

Graphique 35
Nouvelles émissions du secteur privé

Milliards de \$ CAN



Source : Banque du Canada

Graphique 36
Indices boursiers

Base 100 de l'indice : 2 janvier 2002



Source : Thompson Financial Datastream

Sud, la prime de risque dont les emprunts bancaires sont assortis par rapport aux titres d'État (mesurée par l'écart de rendement entre une obligation du Trésor américain et le volet fixe d'un swap fixe-variable) n'a pas augmenté, contrairement à ce qui avait été observé durant certaines crises précédentes (notamment à l'automne 1998, dans la foulée de l'effondrement du fonds spéculatif Long-Term Capital Management). Même si d'autres facteurs entrent en ligne de compte, cela porte à croire que les récents événements n'ont pas accentué de façon marquée les inquiétudes concernant la santé à long terme du secteur bancaire américain.

Au Canada, les écarts entre les rendements des obligations des sociétés et ceux des obligations d'État se sont inscrits en hausse par rapport aux planchers où ils se situaient au premier semestre, bien qu'ils se soient repliés quelque peu ces derniers mois (Graphique 34). Malgré le bas coût du financement, qui se situait près des creux historiques pour beaucoup d'émetteurs bien notés, le climat économique incertain et la volatilité financière ont incité nombre d'entreprises à mettre l'accent sur la réduction de leur dette. Le volume des emprunts des sociétés canadiennes sur les marchés a fléchi en juillet et en août, au moment où la volatilité culminait sur ces derniers, et bon nombre d'émetteurs ont choisi de rester hors du marché¹⁰. À la faveur du recul de la volatilité des marchés survenu depuis, les émissions obligataires se sont légèrement redressées (Graphique 35).

Les marchés boursiers

Le repli du cours des actions à l'échelle internationale, amorcé en mai, s'est accéléré à la mi-juin, à tel point que les marchés boursiers d'un peu partout dans le monde ont par la suite affiché des pertes généralisées (Graphique 36). Ces baisses elles-mêmes ont exacerbé les craintes quant à la fermeté de la confiance des consommateurs et de la dépense des ménages et, partant, quant aux perspectives de poursuite de la reprise économique. Récemment, les marchés boursiers au Canada et à l'étranger se sont redressés par rapport aux creux qu'ils avaient touchés, en dépit d'une volatilité supérieure à la norme (Graphique 37). Au Canada, l'indice S&P/TSX n'en reste pas moins inférieur de 15 % environ à ce qu'il était pendant la première moitié de l'année.

La volatilité observée sur les marchés financiers peut s'expliquer par l'incertitude qui règne chez

10. Comme aux États-Unis, la prime de risque dont les emprunts bancaires sont assortis par rapport aux obligations d'État est demeurée relativement stable au Canada.

les investisseurs au sujet de la valeur qu'il convient d'attribuer aux actions dans le contexte actuel. Tant au Canada qu'à l'étranger, les reculs des marchés boursiers ont eu tendance à faire diminuer les ratios cours-bénéfices (établis sur la base des bénéfices déclarés au cours de la dernière année) vers leurs niveaux tendanciels historiques. Toutefois, l'évolution incertaine de la croissance des gains des sociétés, et de l'expansion économique en général, laisse présager une poursuite de la volatilité des marchés boursiers.

Les marchés des changes

Le taux de change du dollar canadien aussi a reflété l'agitation qui a caractérisé les bourses et les marchés de titres à revenu fixe au cours de l'été (Graphique 38). La volatilité du cours du dollar canadien vis-à-vis du dollar américain (qui a été plutôt modeste comparativement à celle qu'ont affichée d'autres grandes devises par rapport au billet vert) est depuis revenue à un niveau plus normal. Le cours de notre dollar s'est généralement maintenu dans une fourchette de 0,63 à 0,64 \$ É.-U. au cours des derniers mois. Le dollar américain, qui s'était déprécié par rapport au yen et à l'euro tout au long de l'été, a regagné une partie du terrain perdu, particulièrement vis-à-vis du yen.

Les institutions financières

Les banques canadiennes ont réagi à la dégradation de la qualité générale de leur actif. Au second semestre de l'exercice 2002, les grandes banques ont de nouveau accru sensiblement leurs provisions pour pertes sur prêts (Graphique 39). Au total, ces provisions affichent une hausse substantielle par rapport à l'exercice précédent.

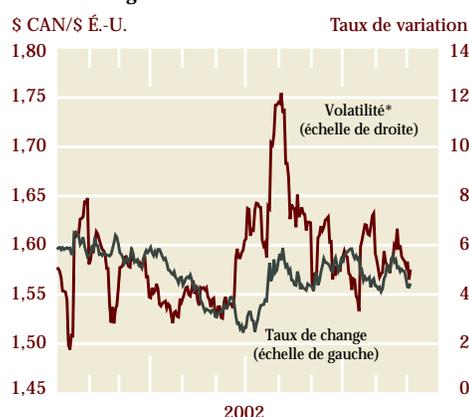
Les problèmes qu'éprouvent les banques résultent en particulier du financement qu'elles ont consenti au secteur des télécommunications, de leur participation au marché des prêts consortiaux aux États-Unis, des risques auxquels les exposent leurs crédits à l'Amérique latine et des pertes que leurs activités de banque d'affaires leur ont fait subir. Le secteur bancaire s'est efforcé de réduire les risques qu'il supporte à l'égard d'une industrie des télécommunications en butte à des difficultés. Les montants visés par ces risques s'élèvent toujours à quelque 18 milliards de dollars, même si une part appréciable de cette somme est couverte par des provisions. Les banques essuieront aussi des pertes attribuables aux perturbations que connaît le secteur de la production et de la vente d'énergie aux États-Unis, mais l'incidence de ce facteur devrait être relativement limitée. Les institutions bancaires se sont également ressenties du recul du cours des actions, un prix qui est devenu plus

Graphique 37
Niveau et volatilité de l'indice S&P/TSX



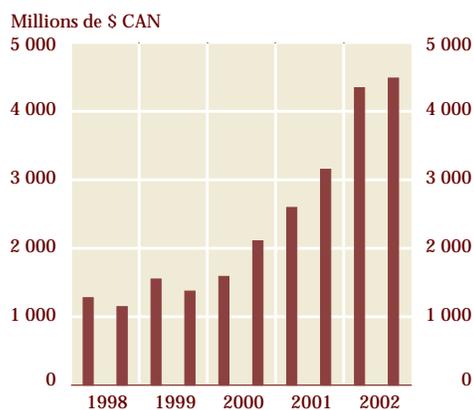
* Volatilité calculée sur 10 jours puis annualisée
Sources : Thompson Financial Datastream et calculs de la Banque du Canada

Graphique 38
Taux de change et volatilité



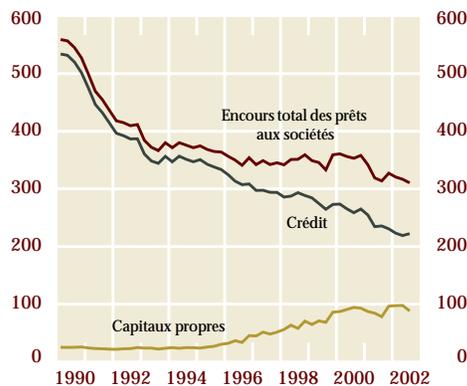
* Volatilité calculée sur 10 jours puis annualisée
Sources : Thompson Financial Datastream et calculs de la Banque du Canada

Graphique 39
Provision pour pertes sur créances des grandes banques canadiennes *



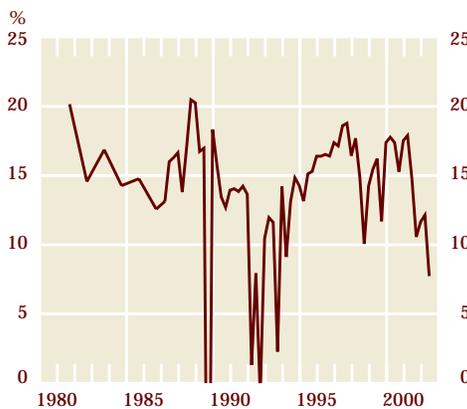
* Données calculées à partir des états financiers trimestriels publiés par les grandes banques canadiennes
Source : Banque du Canada

Graphique 40
Encours des prêts bancaires aux sociétés
Pourcentage de l'ensemble des capitaux propres



Source : Banque du Canada

Graphique 41
Rendement des capitaux propres des grandes banques canadiennes



Source : Association des banquiers canadiens

Graphique 42
Qualité de l'actif des grandes banques canadiennes



* Par rapport aux prêts et acceptations

** Réserves totales/prêts douteux bruts

Source : Bureau du surintendant des institutions financières

important pour elles ces dernières années du fait de l'augmentation tendancielle de la part de leurs actifs détenue sous forme d'actions (Graphique 40). Cette progression est associée aux opérations qu'elles mènent dans des domaines tels que le capital de risque et les services de banque d'affaires, ainsi qu'aux stocks d'actions des courtiers en valeurs mobilières.

La détérioration des conditions du crédit et l'accroissement des provisions ont fait naître des pressions à la baisse sur les profits des banques. Le rendement des capitaux propres de ces dernières s'est affaibli, certaines institutions ayant fait état de pertes trimestrielles au deuxième semestre de l'exercice 2002 (Graphique 41). Les agences de notation du crédit ont abaissé la cote de deux grandes banques canadiennes à l'automne.

Néanmoins, les banques canadiennes ont entamé l'actuelle période de détérioration des conditions du crédit dans une bien meilleure situation financière qu'au début des années 1990. Leur dotation en capital reste globalement solide malgré les événements récents. En dépit de l'augmentation du nombre de prêts douteux qu'elles ont consentis, leur ratio de couverture (c.-à-d. le degré de protection que leur offrent leurs provisions) est toujours beaucoup plus élevé que lors des ralentissements cycliques antérieurs (Graphique 42). Plusieurs institutions entendent restreindre l'octroi de crédit aux entreprises au cours des prochaines années. Elles prévoient réduire d'un tiers environ les capitaux qu'elles affectent à ce type de prêts et se concentrer plutôt dans des secteurs tels que les services bancaires aux particuliers et la gestion de patrimoine. Les cours des actions des institutions du secteur bancaire ont fait relativement bonne figure en comparaison d'indices plus globaux des bourses canadiennes (Graphique 43).

Le secteur canadien de l'assurance est bien doté en capital et, dans l'ensemble, il n'a pas été durement touché par les demandes d'indemnisation consécutives aux attaques terroristes du 11 septembre 2001. Il est néanmoins confronté à un certain nombre de défis. Les revenus de placements, qui représentent une bonne part de ses revenus, ont subi les contrecoups de la conjoncture actuelle. En outre, les compagnies d'assurance s'exposent à des pertes à l'égard de leurs imposants portefeuilles d'obligations de sociétés (p. ex., entreprises nord-américaines de télécommunication et secteurs de la vente d'énergie, du transport aérien et de l'aérospatiale). Plusieurs firmes ont annoncé la constitution d'importantes provisions pour pertes sur créances.

Le taux de rendement des capitaux propres peut varier considérablement d'une entreprise à l'autre. S'il est demeuré assez soutenu chez certaines des grandes sociétés d'assurance vie, il a affiché une tendance à la baisse pour l'ensemble du secteur, chutant au second trimestre (Graphique 44). Les sociétés d'assurance multirisque connaissent, par comparaison, une situation difficile. Au sein du groupe plutôt hétérogène qu'elles forment, les pressions intenses exercées sur les coûts par les demandes d'indemnisation, en particulier dans le segment de l'assurance automobile, ont neutralisé, en partie du moins, l'effet des récentes hausses de primes et du resserrement des critères de souscription.

Dans le secteur des valeurs mobilières, les bénéfices d'exploitation se sont inscrits en baisse par rapport aux sommets atteints en 2000 (Graphique 45). Les revenus tirés de la négociation d'actions ont fortement diminué au deuxième trimestre, une tendance qui s'est vraisemblablement poursuivie les trois mois suivants. Les sociétés axées sur les services aux particuliers ont été les plus durement touchées. Les firmes ayant une clientèle principalement institutionnelle s'en sont mieux tirées, les revenus associés à leurs services de banque d'affaires ayant été appuyés par l'accroissement des émissions de parts de fiducies de placement par rapport à l'année précédente (Graphique 46) ainsi que des opérations de financement par actions au second trimestre. Les activités de placement ont ralenti, de sorte que les revenus de commissions ont subi des pressions à la baisse. Le repli de la demande de crédit sur marge, par les clients, témoigne également de ce ralentissement. Cependant, les profits ont été soutenus par les mesures de réduction des coûts adoptées par ces firmes, y compris d'importantes compressions de personnel dans certains secteurs.

La baisse des montants détenus dans les fonds communs de placement dénote aussi les inquiétudes des investisseurs à l'égard de la conjoncture actuelle. Le bilan des derniers mois se solde par des ventes nettes (Graphique 47), et certains fonds de petite taille ont été liquidés ou fusionnés.

Les systèmes de paiement, de compensation et de règlement

Au cours des derniers mois, les systèmes assurant la compensation et le règlement des paiements et des autres obligations financières au Canada (Encadré 6) ont connu d'importantes mutations.

Évolution récente

En septembre 2002, la Continuous Linked Settlement Bank (CLS Bank) est entrée en activité. Cette insti-

Encadré 6

Les systèmes de paiement, de compensation et de règlement au Canada

Une série de mécanismes solides permettant la compensation et le règlement des paiements et des autres obligations financières est une composante essentielle du système financier. Vu leur rôle central dans le règlement des transactions financières, les systèmes de compensation et de règlement peuvent présenter un risque systémique s'ils ne fonctionnent pas comme prévu. La *Loi sur la compensation et le règlement des paiements* habilite le gouverneur de la Banque du Canada à désigner comme étant de son ressort les systèmes susceptibles de comporter un tel risque¹. La Banque du Canada assume la responsabilité de la surveillance générale des systèmes nationaux désignés et partage avec d'autres banques centrales celle de la surveillance des systèmes internationaux pour ce qui touche aux opérations sur le dollar canadien.

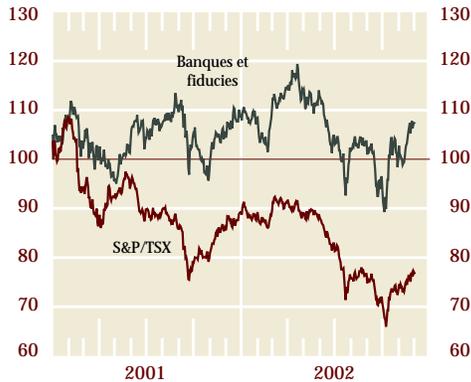
La Banque assure actuellement la surveillance générale de deux systèmes nationaux : le Système de transfert de paiements de grande valeur (STPGV), qui sert à l'échange des paiements et est exploité par l'Association canadienne des paiements, et le Service de compensation des titres d'emprunt (SECTEM), utilisé pour la compensation et le règlement des transactions sur titres et administré par La Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée (CDS). De concert avec d'autres banques centrales, la Banque du Canada supervise les activités de la Continuous Linked Settlement Bank (CLS Bank). Toutefois, c'est la Réserve fédérale des États-Unis qui assume la responsabilité première de la surveillance de cette institution. La CLS Bank, qui a son siège social à New York, offre un service international de règlement des opérations de change faisant intervenir sept monnaies, dont le dollar canadien.

D'autres systèmes jouent un rôle important au sein du système financier, même si l'on ne juge pas qu'ils puissent comporter un risque systémique. Mentionnons, à titre d'exemples, le Système automatisé de compensation et de règlement (SACR), utilisé principalement pour le règlement des paiements de détail, de moindre valeur, et la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés, qui se charge de la compensation et du règlement des opérations sur contrats de taux d'intérêt et d'actions négociés en bourse au Canada. La Banque du Canada soutient le fonctionnement du STPGV, du SECTEM, de la CLS Bank et du SACR en leur fournissant des actifs de règlement, des liquidités et des services en matière de garanties; de plus, elle est l'agent de règlement de ces systèmes. La Banque a aussi prévu des mesures de contingence en cas de défaillance de leur part.

1. Le ministre des Finances doit aussi convenir qu'une telle désignation sert les intérêts du public.

Graphique 43
Indices des cours boursiers

Base 100 de l'indice : 2 janvier 2001



Source : Thompson Financial Datastream

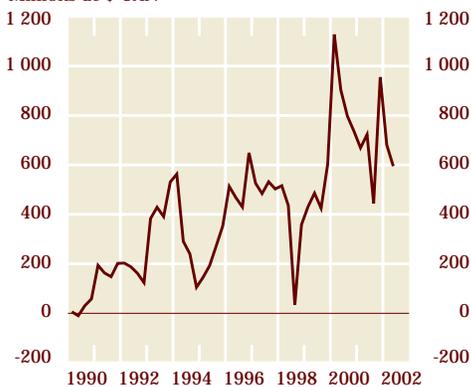
Graphique 44
Rentabilité du secteur de l'assurance —
Rendement des capitaux propres



Source : Statistique Canada

Graphique 45
Bénéfices d'exploitation —
Secteur des valeurs mobilières

Millions de \$ CAN



Source : Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières

tution, qui a son siège social à New York, offre un service international de règlement des opérations de change faisant intervenir sept monnaies, dont le dollar canadien. La CLS Bank a été désignée comme présentant un risque systémique aux termes de la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements*. La création de cette banque constitue une initiative d'envergure qui réduira le risque associé au règlement des opérations de change¹¹.

Le gouverneur de la Banque du Canada a décidé de ne pas assujettir le Système automatisé de compensation et de règlement (SACR) à la *Loi sur la compensation et le règlement des paiements*. Le SACR assure principalement le règlement des paiements de détail, dont le montant est peu élevé. En même temps que sa décision de ne pas désigner le SACR comme comportant actuellement un risque systémique, la Banque a procédé à une réduction de 50 points de base de l'écart de taux d'intérêt appliqué dans le SACR, qui est ainsi passé à 300 points de base. Cette réduction a pris effet le 2 décembre 2002. Ainsi, au terme du cycle quotidien de règlement du SACR — la Banque appliquera aux prêts pour découvert avec nantissement qu'elle consent en vue du règlement des positions débitrices dans le système un taux d'intérêt égal au taux cible du financement à un jour majoré de 150 points de base, et elle rémunérera au même taux cible minoré de 150 points de base les soldes créditeurs générés. Le taux cible du financement à un jour est égal au point médian de la fourchette opérationnelle de 50 points de base qui sert à la mise en œuvre de la politique monétaire.

L'Association canadienne des paiements (ACP) plafonnera à 25 millions de dollars la valeur des effets papier traités par le SACR, à compter de février 2003 (un délai de grâce de six mois est prévu). Selon les estimations actuelles, l'encours des effets papier de plus de 25 millions de dollars que traite chaque jour le SACR représente environ 35 % de l'ensemble des flux quotidiens du système, qui s'élèvent à 21 milliards de dollars. La décision de l'ACP encouragera le transfert d'autres gros paiements au STPGV, par lequel transitent environ 114 milliards de dollars chaque jour. Étant donné son importance systémique, le STPGV a en place de meilleurs mécanismes de limitation des risques et garantit à ses clients la finalité du paiement le jour même et la certitude du règlement¹².

11. Pour plus de détails sur la CLS Bank, voir l'article de Miller et Northcott dans la présente livraison à la page 41.

12. L'article de Northcott (dans le présent numéro à la page 29) traite plus à fond du SACR.

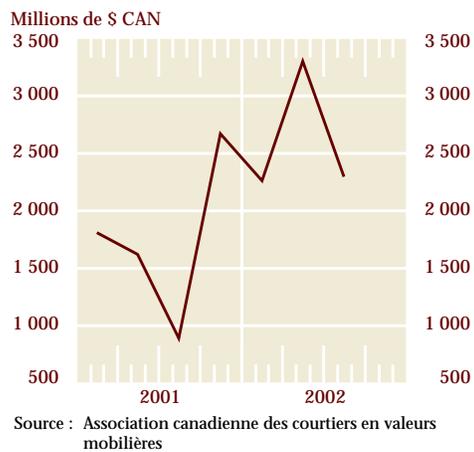
La Caisse canadienne de dépôt de valeurs limitée (CDS) est à mettre au point un système de règlement des opérations portant sur les titres d'emprunt, sur les actions ainsi que sur certains titres libellés en dollars américains. Le nouveau système, appelé CDSX, devrait entrer en service au début de 2003; toutefois, il ne prendrait en charge les opérations sur actions que plus tard. Une fois entièrement opérationnel, le nouveau système remplacera le Service de compensation des titres d'emprunt (SECTEM) et le Service de règlement des valeurs — dans lequel sont actuellement réglées les opérations sur actions —, qui tous deux disparaîtront. Bien que les mesures de limitation des risques dans CDSX soient fondées sur celles du SECTEM, un examen approfondi et une refonte importante des règles du système sont en voie d'achèvement.

Incidents opérationnels

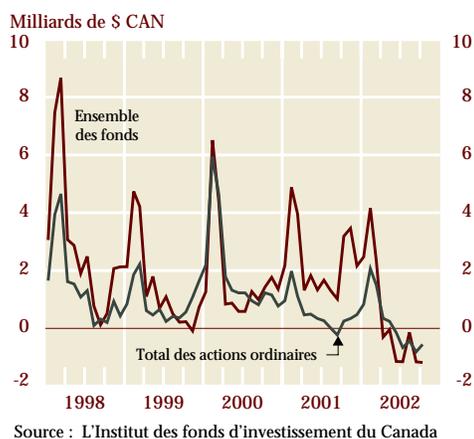
Le fonctionnement des systèmes de paiement, de compensation et de règlement canadiens se déroule généralement sans incidents majeurs ou pannes prolongées des systèmes informatiques ou de télécommunication. Le STPGV est doté d'un plan anti-sinistre qui permet la reprise des activités en une heure en cas de défaillance des systèmes principaux. Le plan antisinistre du SECTEM prévoit quant à lui un retour à la normale dans un délai de deux heures. On s'attend également à ce que les participants au STPGV soient en mesure de reprendre leurs opérations de paiement dans les deux heures suivant une panne de système. Des pannes plus longues seraient plus préoccupantes car elles seraient plus susceptibles d'avoir des répercussions négatives pour les participants ou de provoquer des retards importants dans les règlements¹³.

La Banque du Canada suit avec attention tous les problèmes qu'elle considère comme des indicateurs de la fiabilité de ces systèmes. Étant donné que les systèmes de paiement, de compensation et de règlement soutiennent une grande partie de l'activité financière au sein de l'économie, des dysfonctionnements graves pourraient avoir des conséquences sur la stabilité financière.

Graphique 46
Parts de fiducies de placement canadiennes
Nouvelles émissions



Graphique 47
Ventes nettes de fonds communs de placement
À l'exclusion des revenus réinvestis



13. Pour en savoir davantage sur l'incidence des pannes des participants, voir l'article de McPhail et Senger dans la présente livraison à la page 45).