

# Surveillance et évaluation des risques émanant du secteur bancaire parallèle au Canada

Toni Gravelle, Timothy Grieder et Stéphane Lavoie

## Introduction

La récente crise mondiale a illustré de quelle manière les chocs et les vulnérabilités émanant non seulement du secteur bancaire, mais également des segments moins réglementés du système financier, pouvaient compromettre la stabilité financière. Les activités qui génèrent des réseaux complexes d'expositions et d'interdépendances entre diverses composantes du système fragilisent aussi ce dernier. La crise a rappelé aux autorités, tant nationales qu'étrangères, l'importance de l'adoption d'une approche globale pour la surveillance et l'évaluation des faiblesses potentielles du système financier mondial, y compris du secteur bancaire parallèle, appelé aussi « finance parallèle ». Cela est d'autant plus important que la réforme de la réglementation financière en cours — qui est indispensable pour atténuer la menace que de nouveaux excès compromettent la stabilité future du système — fera augmenter les coûts assumés par les banques et limitera leurs activités jusqu'à un certain point, ce qui pourrait encourager encore davantage la migration des opérations d'intermédiation du crédit vers le secteur non réglementé.

On assimile souvent la finance parallèle aux activités d'intermédiation du crédit se déroulant, en partie du moins, à l'extérieur des circuits bancaires traditionnels. Ces activités, si elles sont menées adéquatement, peuvent donner accès à des modes de financement sur le marché qui constituent un substitut valable aux emprunts bancaires, et contribuer ainsi à soutenir l'économie. En outre, elles peuvent être une source d'innovation et concourir à accroître l'efficacité et la résilience du système financier.

Les travaux internationaux consacrés à la finance parallèle portent essentiellement sur les moyens de corriger les faiblesses révélées par la crise et de prévenir la résurgence des risques systémiques. Ceux du Conseil de stabilité financière s'inscrivent dans deux grands axes complémentaires : le premier est un examen annuel

destiné à évaluer les tendances observées mondialement dans le système bancaire parallèle et les risques potentiels qui en découlent; le second consiste en la formulation de recommandations en vue de renforcer la surveillance et la réglementation de la finance parallèle. Les recommandations en cours d'élaboration obéissent à certains principes généraux<sup>1</sup>, selon lesquels les mesures réglementaires doivent :

- être ciblées, de manière à viser les externalités et les risques que créent les activités du secteur parallèle;
- être proportionnées aux risques pesant sur le système financier;
- être prospectives et modulables en fonction des nouveaux risques et des innovations;
- viser l'efficacité dans leur conception et leur mise en œuvre, et rechercher un équilibre entre la cohérence au niveau mondial et la reconnaissance des particularités nationales ou régionales;
- être revues et évaluées régulièrement après leur instauration, ainsi qu'améliorées au besoin.

La Banque du Canada et d'autres instances au pays ont renforcé leur collaboration pour suivre de près le développement du secteur bancaire parallèle au pays et en cerner les risques potentiels. Dans une précédente livraison de la *Revue du système financier*, Chapman,

<sup>1</sup> Cinq chantiers prioritaires ont été définis, avec pour objectifs : 1) d'atténuer les effets de débordement entre le système bancaire traditionnel et le système parallèle; 2) de rendre les fonds du marché monétaire moins sujets à des retraits massifs; 3) de mesurer et réduire les risques systémiques qu'engendrent les entités du secteur parallèle; 4) d'évaluer et harmoniser les intérêts des acteurs à l'origine de la titrisation; 5) de diminuer les risques et les incitations procycliques associés aux opérations de pension et aux prêts de titres. Pour un aperçu des recommandations initiales du Conseil de stabilité financière, voir CSF (2012a).

Lavoie et Schembri (2011) ont exposé les traits dominants de ce secteur, ses vulnérabilités, telles que révélées par la crise, et les réformes qui pourraient être introduites. Dans le présent rapport, nous examinons plus à fond sa structure et son évolution au Canada, y compris celles de ses principaux segments. Nous décrivons également notre cadre d'évaluation des risques associés à ce secteur et mettons en lumière les aspects de la finance parallèle devant faire l'objet d'un suivi.

## Cadre de mesure et d'évaluation des risques

### Mesure du secteur bancaire parallèle

De manière générale, on peut mesurer la taille du secteur bancaire parallèle à partir soit des entités qu'il regroupe, soit des activités qui en relèvent. La mesure que retient le Conseil de stabilité financière (CSF, 2012b) pour son exercice annuel de suivi est fondée sur les actifs détenus par les « autres institutions financières », plus précisément les entités non bancaires comme les fonds de couverture, les fonds du marché monétaire, les sociétés de financement et les véhicules d'investissement structurés. Cette façon de faire pourrait toutefois omettre des activités exercées par des banques mais considérées comme relevant de la finance parallèle et susceptibles de comporter un risque systémique. Elle pourrait aussi entraîner un traitement différent de transactions équivalentes du point de vue économique, simplement du fait que celles-ci sont conclues par des institutions de nature différente.

Dans leur analyse du contexte canadien, Chapman, Lavoie et Schembri (2011) ont opté pour une mesure axée sur les activités, en particulier les services d'intermédiation s'apparentant à ceux des banques, mais fournis essentiellement par l'entremise des marchés. En plus d'englober les segments constitués, entre autres, des opérations de pension, de la titrisation et des fonds du marché monétaire, cette approche inclut les transactions économiquement équivalentes effectuées par toutes les entités, qu'elles soient réglementées ou non. Étant donné la présence dominante des banques dans la plupart de ces segments du marché canadien, elle présente aussi l'avantage d'embrasser les activités pouvant engendrer des risques systémiques qui ne sont pas considérées comme des opérations bancaires au sens classique, même si le processus d'intermédiation fait souvent intervenir une banque. Parce qu'elle englobe également des activités menées par les établissements réglementés et bénéficiant, dans certains cas, d'une garantie explicite de l'État, cette approche est plus globale que celle généralement adoptée dans les discussions autour du traitement réglementaire de la finance parallèle, qui se concentrent sur les opérations d'intermédiation du crédit échappant à la réglementation.

Bien qu'une approche fondée sur les activités permette peut-être une meilleure estimation des risques, il demeure essentiel de tenir compte des entités qui les accomplissent, dans le but d'alimenter la réflexion sur les recommandations et les règles qu'il convient de formuler. En ce sens, les deux types d'approches apportent des éclairages précieux.

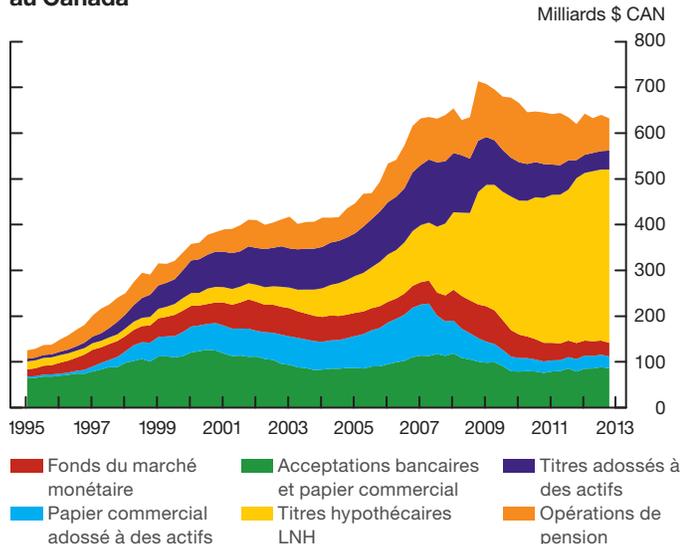
### Cadre d'évaluation des risques

Le cadre que nous utilisons ici pour analyser les activités du secteur bancaire parallèle au Canada s'articule autour de quatre facteurs de risque (conformément à la méthodologie élaborée par le CSF, 2011) et de la mesure dans laquelle les activités s'appuient sur ces facteurs, qui sont :

- la transformation des échéances, processus par lequel des passifs à court terme servent à financer des actifs à long terme;
- la transformation du profil de liquidité d'actifs illiquides qui ne peuvent être convertis en espèces aisément;
- l'effet de levier, qui peut être mis en place au sein de l'entité ou à diverses étapes du processus d'intermédiation;
- le transfert imparfait du risque de crédit : certaines expositions sont retirées du bilan d'une entité, ou encore une entité fournit à une autre institution un soutien implicite qui la rend vulnérable aux pertes de cette dernière.

Certes, les trois premiers de ces quatre facteurs de risque existent également au sein du secteur bancaire classique, mais la concrétisation de l'un d'eux expose les entités non réglementées et les marchés sur lesquels elles opèrent à un retrait massif des investisseurs (c'est-à-dire à un tarissement soudain de la liquidité). Un tel retrait peut contribuer à son tour à amplifier les chocs ou à les propager à l'ensemble du système financier et, partant, compromettre la stabilité financière. Cela se vérifie tout particulièrement lorsque le désengagement est généralisé ou que d'importants liens ou interdépendances sont subitement rompus. Le risque peut se matérialiser au niveau d'une seule entité non réglementée, mais il peut aussi s'immiscer dans une chaîne complexe de transactions où il s'incarnera à différents stades et engendrera de multiples formes d'interaction entre le secteur bancaire parallèle et le secteur réglementé.

**Graphique 1 : Segments du secteur bancaire parallèle au Canada**



Sources : Banque du Canada, Société canadienne d'hypothèques et de logement, DBRS et Institut des fonds d'investissement du Canada  
Dernière observation : 2012T4

## Le secteur bancaire parallèle canadien

Au Canada, le secteur bancaire parallèle, qui s'était fortement développé durant la période ayant précédé la crise financière mondiale, s'est légèrement contracté depuis (Graphique 1)<sup>2,3</sup>. Suivant la mesure basée sur les activités, sa taille équivalait à environ 40 % de celle du secteur classique, alors qu'elle avoisinait les 50 % en moyenne durant la décennie antérieure à 2008 (Graphique 2)<sup>4</sup>.

Pour donner une idée de l'ordre de grandeur du secteur bancaire parallèle au pays, mentionnons que celui-ci représentait, d'après les estimations, environ 40 % du PIB nominal canadien à la fin de 2012, alors que ce secteur comptait pour approximativement 95 % du PIB des États-Unis à la fin de 2011. Il importe aussi de garder à l'esprit que la composition des opérations de ce secteur

<sup>2</sup> Notre estimation repose sur l'encours des passifs générés par ce secteur au Canada. On trouvera dans le dernier rapport annuel de l'Office of Financial Research un exemple de la manière dont la mesure axée sur les activités est utilisée aux États-Unis (OFR, 2012, encadré B).

<sup>3</sup> On notera que dans Chapman, Lavoie et Schembri (2011), les chiffres estimatifs concernant les opérations de pension se fondent sur les données relatives au volume total des opérations. Pour les fins du présent rapport, nous utilisons l'encours des mises en pension en dollars canadiens des grandes banques canadiennes. Par conséquent, bien que le marché des pensions paraisse ainsi plus petit tant en termes absolus qu'en proportion de l'ensemble du secteur parallèle, l'estimation obtenue est plus compatible avec celle des autres segments de ce secteur. Cette estimation est prudente, car elle exclut quelque 16 milliards de dollars de mises en pension des courtiers en valeurs mobilières autres que des banques (encours enregistré à la fin de 2011, selon l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières).

<sup>4</sup> Notre mesure du passif du secteur bancaire classique englobe le montant brut des dépôts (y compris les emprunts à long terme non garantis en dollars canadiens), les créances subordonnées et les dépôts en devises des résidents canadiens.

**Graphique 2 : Taille estimative du secteur bancaire parallèle en proportion du secteur classique (établie en fonction des passifs)**



Sources : Banque du Canada, Société canadienne d'hypothèques et de logement, DBRS, Institut des fonds d'investissement du Canada et calculs des auteurs  
Dernière observation : 2012T4

et le niveau de risque qui lui est associé peuvent varier considérablement d'un pays à l'autre. Comme nous le verrons plus loin, nous devons notamment tenir compte, dans notre évaluation globale des risques, du fait que notre mesure du secteur parallèle canadien intègre certaines activités menées par les établissements réglementés ainsi que des instruments assortis d'une garantie explicite de l'État, ce qui contribue à atténuer les menaces potentielles à la stabilité financière.

Selon l'approche fondée sur les activités, le secteur bancaire parallèle est formé au Canada des cinq principaux marchés suivants (leur part du secteur est précisée en pourcentage) :

1. titres hypothécaires émis en vertu de la LNH (*Loi nationale sur l'habitation*) et OHC (Obligations hypothécaires du Canada), qui ensemble forment le segment de la titrisation des prêts assurés par l'État (près de 60 %)<sup>5</sup>;
2. PCAA (papier commercial adossé à des actifs) et TAA (titres adossés à des actifs) de plus d'un an, qui constituent le marché de la titrisation privée (10 %)<sup>6</sup>;
3. opérations de pension (10 %);
4. fonds du marché monétaire (5 %);
5. acceptations bancaires et papier commercial (15 %)<sup>7</sup>.

La composition du secteur bancaire parallèle canadien a beaucoup changé depuis la crise financière. Le recul marqué des segments de la titrisation privée, des

<sup>5</sup> Chapman, Lavoie et Schembri (2011, encadré) illustrent le processus de titrisation de ces prêts hypothécaires.

<sup>6</sup> Ce segment regroupe les instruments titrisés autres que les titres hypothécaires LNH et les OHC.

<sup>7</sup> Il y a un certain degré de double comptage, les fonds monétaires achetant du PCAA, des acceptations bancaires ainsi que du papier commercial, par exemple.

opérations de pension et des fonds du marché monétaire a été presque entièrement neutralisé par la vive progression de l'encours des titres hypothécaires LNH, qui a plus que doublé entre 2007 et 2012<sup>8</sup>.

## Structure et évolution des segments du secteur bancaire parallèle

Nous examinons ici plus en détail quatre des cinq principaux segments du secteur bancaire parallèle canadien<sup>9</sup> et en cernons les aspects qui méritent un suivi régulier en raison des risques potentiels qu'ils font planer sur le système financier.

### Marché de la titrisation des prêts hypothécaires assurés par l'État

Au Canada, on trouve deux grands types de produits titrisés créés à partir des prêts hypothécaires à l'habitation assurés par le gouvernement : les titres hypothécaires LNH et les OHC<sup>10</sup>. Les deux sont pris en compte dans notre mesure du secteur parallèle fondée sur les activités parce qu'ils comportent un processus de transformation de la liquidité, dans le cadre duquel des créances hypothécaires illiquides sont réunies pour former un bloc de valeurs négociables et, donc, plus liquides.

Cette forme de titrisation a crû considérablement depuis 2007 et constitue maintenant le principal segment du secteur bancaire parallèle canadien (Tableau 1). Elle joue par ailleurs un rôle majeur dans le financement hypothécaire, représentant actuellement plus du tiers de l'ensemble du crédit hypothécaire résidentiel (contre un cinquième en 2007). L'émission de titres adossés à des créances hypothécaires marque un changement par

**Tableau 1 : Croissance du marché de la titrisation des prêts hypothécaires assurés**

	Milliards \$	Part (en %) des titres hypothécaires LNH dans le secteur bancaire parallèle	Part (en %) des titres hypothécaires LNH dans le total du crédit hypothécaire résidentiel	Part (en %) des prêts hypothécaires titrisés dans le total du crédit hypothécaire résidentiel <sup>a</sup>
<b>2007T4</b>	157	25	19	21
<b>2012T4</b>	379	60	33	39

a. Inclut l'encours des obligations sécurisées et la titrisation privée de prêts hypothécaires assurés.

Sources : Banque du Canada, Société canadienne d'hypothèques et de logement, DBRS et calculs des auteurs

<sup>8</sup> Le stock de PCAA a diminué par suite de la disparition du marché du PCAA non bancaire et de la chute des émissions bancaires de PCAA.

<sup>9</sup> Compte tenu de sa taille généralement modeste et de sa stabilité relative (par rapport aux autres composantes) depuis la crise, nous n'explorerons pas le segment formé des acceptations bancaires et du papier commercial.

<sup>10</sup> Comme on le verra plus loin, les blocs d'actifs de certains programmes privés de titrisation comprennent des prêts hypothécaires assurés par l'État. Toutefois, nous n'avons retenu que les titres hypothécaires LNH et les OHC dans notre définition du marché de la titrisation de ces prêts.

**Tableau 2 : Coût de divers modes de financement hypothécaire (estimations pour janvier 2013)**

Instrument (durée de 5 ans)	Écart avec les acceptations bancaires à 3 mois (en points de base)	Charges et frais afférents (en points de base)	Écart total (en points de base)
Obligations hypothécaires du Canada	+1	12	+13
Titres hypothécaires LNH	+37	14	+51
Obligations sécurisées en \$ CAN <sup>a</sup>	+42	8	+50
Billets de dépôt en \$ CAN	+72	8	+80

a. Ces obligations ont pour sous-jacents des prêts hypothécaires non assurés. Sources : cours proposés par les courtiers et calculs des auteurs

rapport au modèle classique dans lequel le financement hypothécaire provenait en très grande partie des dépôts bancaires des particuliers; elle traduit aussi l'importance grandissante du secteur bancaire parallèle dans l'octroi du crédit hypothécaire.

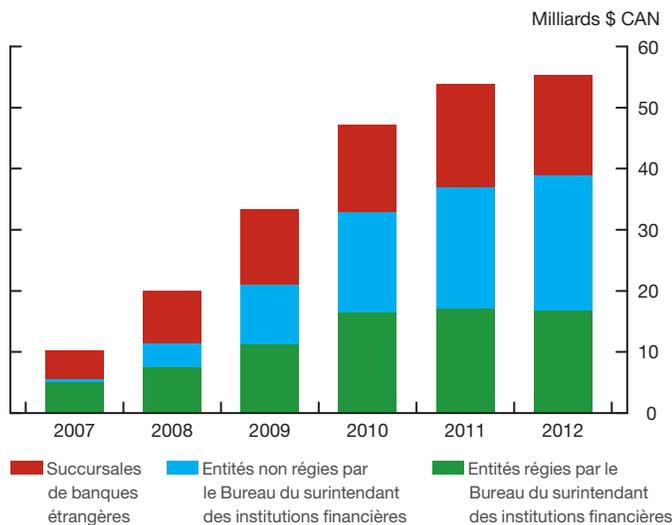
L'essor du marché de la titrisation des prêts hypothécaires assurés tient grandement au fait que, par comparaison aux autres sources — en particulier les prêts non garantis —, les OHC, et à un degré moindre les titres hypothécaires LNH, constituent un mode de financement à long terme très peu coûteux (Tableau 2).

Tous les prêteurs hypothécaires satisfaisant aux exigences de la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL) sont admissibles au Programme des OHC<sup>11</sup>. En plus de soutenir la croissance globale du crédit hypothécaire à l'habitation au pays, le Programme a été une source de financement bon marché qui a favorisé la croissance des prêteurs hypothécaires spécialisés. Le faible coût des fonds qu'il procure avantage tout particulièrement les prêteurs « non traditionnels » (c.-à-d. ceux qui ne financent pas leurs prêts avec les dépôts de particuliers), pour lesquels l'offre de financement à long terme est habituellement plus restreinte. En outre, la garantie publique dont sont assortis les titres hypothécaires LNH et les OHC permet à ces prêteurs de réunir des fonds à un coût bien moindre que s'ils devaient le faire par eux-mêmes, ce qui les aide à concurrencer des prêteurs hypothécaires plus importants et jouissant d'une meilleure note. Le Graphique 3 confirme que les neuf principaux prêteurs non traditionnels sont de plus en plus actifs<sup>12</sup>. L'encours de leurs émissions est en effet passé de

<sup>11</sup> Ces exigences visent notamment la valeur nette et les résultats financiers. La SCHL fixe également les modalités minimales des prêts hypothécaires sous-jacents pouvant bénéficier de sa garantie.

<sup>12</sup> Ces neuf entités ont été choisies sur la base de la part de leur financement qui provient de la titrisation de prêts hypothécaires assurés ainsi que du volume de leurs émissions de titres hypothécaires LNH.

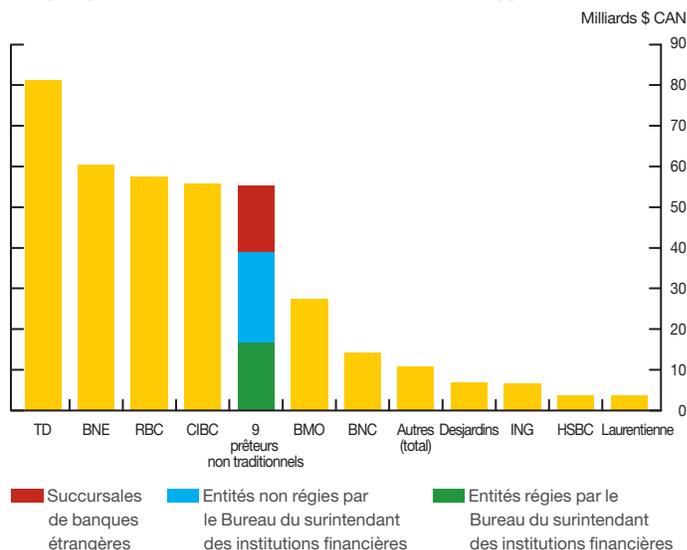
**Graphique 3 : Encours en fin d'année des émissions de titres hypothécaires LNH de neuf prêteurs non traditionnels**



Source : Société canadienne d'hypothèques et de logement

Dernière observation : décembre 2012

**Graphique 4 : Encours des émissions de titres hypothécaires LNH**



Source : Société canadienne d'hypothèques et de logement

Dernière observation : décembre 2012

10 milliards de dollars en 2007 (soit 7 % du volume total de titres hypothécaires LNH) à environ 55 milliards à la fin de 2012 (15 %). Ensemble, ces prêteurs se classent maintenant au cinquième rang des émetteurs de titres hypothécaires LNH au Canada (Graphique 4). Mentionnons que quatre d'entre eux ne sont pas supervisés par les autorités fédérales canadiennes<sup>13</sup>.

Jusqu'à récemment, l'essor du marché de la titrisation des prêts hypothécaires assurés était attribuable aussi au recours accru des banques à l'assurance de portefeuille<sup>14</sup>. Les institutions bancaires qui souscrivent des

assurances pour leurs portefeuilles de créances hypothécaires à faible rapport prêt-valeur non assurées à l'origine et qui procèdent ensuite à la titrisation de ces créances sont assujetties à des exigences de liquidité moins rigoureuses<sup>15</sup>. Conjugué au coût avantageux du financement mentionné précédemment, cet allègement des exigences incite les banques à financer de plus en plus leur activité hypothécaire au moyen de la titrisation de prêts assurés<sup>16</sup>.

En période de crise, divers instruments d'emprunt titrisés peuvent soudainement s'attirer la défaveur des acheteurs ou faire l'objet de liquidations, ce qui se traduit par des pressions sur la liquidité de financement des intermédiaires financiers. Des pressions de ce genre apparaissent notamment lorsque le sentiment des investisseurs se modifie brusquement à cause du risque de transformation de la liquidité (dont on a fait état précédemment) inhérent au processus de titrisation<sup>17</sup>. Toutefois, le marché de la titrisation des prêts hypothécaires assurés par l'État est largement à l'abri de ce risque propre à la finance parallèle,

<sup>13</sup> Les neuf prêteurs non traditionnels dont il est question au Graphique 3 et au Graphique 4 appartiennent à trois catégories. Il y a d'abord ceux qui ne sont pas régis par le Bureau du surintendant des institutions financières (BSIF), soit la Financière Macquarie, la Financière First National, IG Investment Management et MCAP (il est à noter que la société mère de la Financière Macquarie est assujettie à la surveillance prudentielle des autorités australiennes). Viennent ensuite les succursales de banques étrangères (la Deutsche Bank et Merrill Lynch Canada), dont la surveillance relève du BSIF mais qui ne sont pas soumises à des normes de fonds propres ou de liquidité parce que leurs sociétés mères le sont, elles, dans leur pays d'origine sur une base consolidée. Le troisième groupe est formé des firmes régies par le BSIF et assujetties aux normes de fonds propres et de liquidité (à savoir, la Société de fiducie financière Equity, la Compagnie Home Trust et la Compagnie de Fiducie Peoples).

<sup>14</sup> Il s'agit d'une assurance que les institutions financières souscrivent auprès de la SCHL ou d'assureurs privés pour couvrir les blocs de prêts hypothécaires dont le rapport prêt-valeur est peu élevé. La faveur croissante de l'assurance de portefeuille est liée en partie à la participation des institutions financières au Programme d'achat de prêts hypothécaires assurés (PAPHA), lancé par le gouvernement canadien pendant la récente crise financière comme mesure de soutien temporaire. Dans le cadre de ce programme, l'État a acheté des titres hypothécaires LNH auprès des institutions financières. Par conséquent, ces institutions ont cherché à se procurer une assurance de portefeuille pour pouvoir convertir des blocs de créances hypothécaires résidentielles ayant un faible rapport prêt-valeur en titres hypothécaires LNH, qu'elles vendraient ensuite (avec d'autres titres hypothécaires LNH formés de prêts hypothécaires assurés à l'origine) sous l'égide du PAPHA.

<sup>15</sup> Par exemple, les titres hypothécaires LNH et les OHC sont considérés comme des actifs de niveau 1 aux fins du ratio de liquidité à court terme établi dans le dispositif de Bâle (Gomes et Wilkins, 2013), ce qui n'est pas le cas des prêts non assurés (inscrits au bilan), qui ne bénéficient donc pas du même traitement. Bien que les banques qui souscrivent une assurance pour les créances hypothécaires dont le rapport prêt-valeur est faible jouissent aussi d'un allègement des exigences de fonds propres, elles ne sont pas obligées pour cela de titriser ces créances. En conséquence, ce facteur à lui seul ne joue pas nécessairement un grand rôle dans la croissance des émissions de titres hypothécaires LNH.

<sup>16</sup> Dans son exposé budgétaire de mars 2013, le gouvernement fédéral a annoncé son intention d'interdire l'utilisation des prêts hypothécaires assurés garantis à même les fonds publics comme sûreté dans les véhicules de titrisation qui ne sont pas parrainés par la SCHL.

<sup>17</sup> Le risque de transformation se manifeste ouvertement lorsque des instruments jugés jusque-là liquides et sans risque, parce qu'insensibles aux informations, deviennent subitement sensibles à celles-ci aux yeux des investisseurs et, par conséquent, risqués (Gorton et Metrick, 2010).

en raison de la garantie explicite fournie par le gouvernement tant pour les titres hypothécaires que pour les prêts sous-jacents.

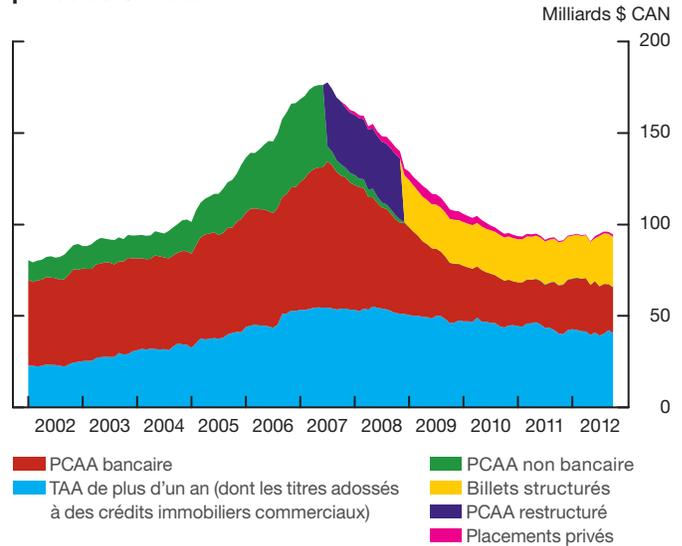
Si le marché de la titrisation des prêts hypothécaires assurés comporte peu des risques associés au secteur parallèle grâce à la garantie en question, il est susceptible de nourrir les risques présents dans le système financier en général, et cela, de trois manières. Premièrement, la croissance de l'encours des prêts hypothécaires assurés et des produits titrisés connexes tend à renforcer les liens existant entre le risque de crédit de l'État, le risque de crédit des institutions financières et le risque macro-économique qu'engendrent les déséquilibres dans les secteurs du logement et des ménages<sup>18</sup>. Deuxièmement, un recours important à la titrisation des créances hypothécaires accroît la complexité du système financier canadien et l'interconnexion entre ses acteurs, comparativement à la situation classique où le crédit hypothécaire est financé essentiellement à même les dépôts reçus en succursale<sup>19</sup>. Enfin, il se peut que les bas coûts de financement favorisent une augmentation du levier financier dans les institutions peu réglementées et dopent ainsi la croissance du crédit hypothécaire.

### Marché de la titrisation privée

Le PCAA et les TAA de plus d'un an émis par le secteur privé sont des instruments dont la valeur nominale et les flux de trésorerie sont adossés à un portefeuille d'actifs sous-jacents. Ils résultent d'une opération de transformation de la liquidité, dans le cadre de laquelle des actifs relativement peu liquides (créances sur cartes de crédit, prêts hypothécaires, prêts et crédit-bail automobiles, etc.) sont regroupés pour créer des titres à revenu fixe pouvant se négocier sur les marchés. L'encours des produits titrisés par des émetteurs privés a chuté au Canada, passant d'un sommet de 177,6 milliards de dollars en août 2007 à 94 milliards en novembre 2012 (Graphique 5).

Les principaux promoteurs des programmes actuels de titrisation privée sont les six premières banques canadiennes et Merrill Lynch Canada. Les TAA de plus d'un an ont essentiellement pour supports des créances sur cartes de crédit, des prêts immobiliers commerciaux et

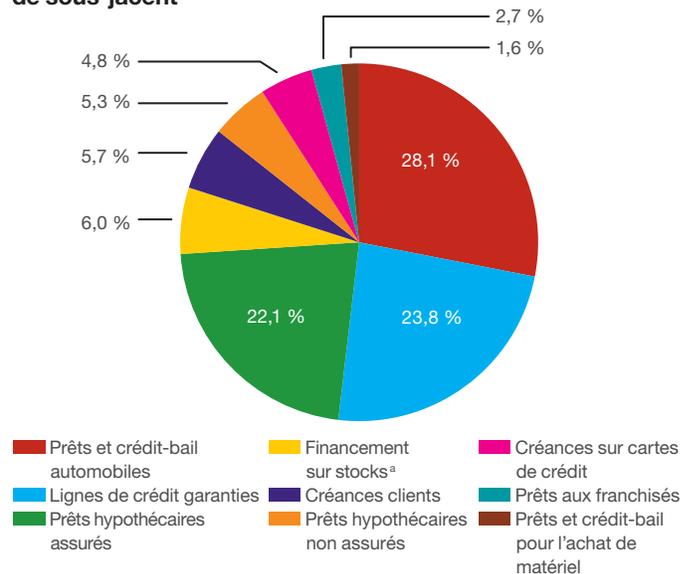
**Graphique 5 : Encours total du marché de la titrisation privée au Canada**



Source : DBRS

Dernière observation : novembre 2012

**Graphique 6 : Ventilation du PCAA selon la catégorie de sous-jacent**



a. Par financement sur stocks, on entend les prêts octroyés aux concessionnaires affiliés pour financer l'acquisition de véhicules, de machines agricoles et d'engins de construction, par exemple, qui seront ensuite vendus à des consommateurs privés ou à des clients commerciaux.

Source : DBRS

Dernière observation : novembre 2012

des prêts automobiles, alors que le PCAA a généralement comme sous-jacents des prêts pour l'achat d'automobiles et de matériel, des prêts hypothécaires à l'habitation et des lignes de crédit garanties (Graphique 6).

Au cours des deux dernières années, on a observé un net accroissement du recours au marché du PCAA pour le financement des prêts hypothécaires résidentiels assurés, que l'on peut attribuer en partie aux petits promoteurs utilisant, à cette fin, des véhicules de titrisation

<sup>18</sup> Des études établissent clairement que l'existence des garanties publiques implicites ou explicites dont jouissent les intermédiaires financiers clés crée des interdépendances entre le risque de crédit de ces derniers et celui des États concernés (Gray, 2013, encadré 2.1; Caruana et Avdjiev, 2012; Acharya, Drechsler et Schnabl, 2012; Billio et autres, à paraître).

<sup>19</sup> Les degrés de complexité et d'interconnexion sont amplifiés par le fait que le processus de titrisation requiert l'intervention de plusieurs institutions financières. Par exemple, dans le cadre d'une émission d'OHC, on fait appel non seulement à la SCHL pour obtenir le soutien gouvernemental, mais aussi à diverses grandes banques pour la conception de swaps de taux d'intérêt sur mesure. Pensons aussi aux liens entre le secteur bancaire et les prêteurs non traditionnels découlant, par exemple, de la participation de banques et fiduciaires réglementées au capital de ces entités, dont plusieurs, en plus, financent leurs portefeuilles hypothécaires à l'aide de lignes de crédit obtenues auprès de banques. Un exemple de propriété croisée est MCAP, dans laquelle MCAN Mortgage Corporation (qui est assujettie à la surveillance du BSIF) détient une participation minoritaire.

bancaire. Les prêts hypothécaires et les lignes de crédit garanties par l'avoir propre foncier constituent une part considérable des actifs sous-jacents du marché du PCAA, laquelle dépassait les 50 % en novembre 2012. Or le financement de créances hypothécaires à long terme illiquides par l'émission de titres à court terme négociables comporte des risques, sur les plans tant de la liquidité que de la transformation des échéances, qu'il convient de suivre de près.

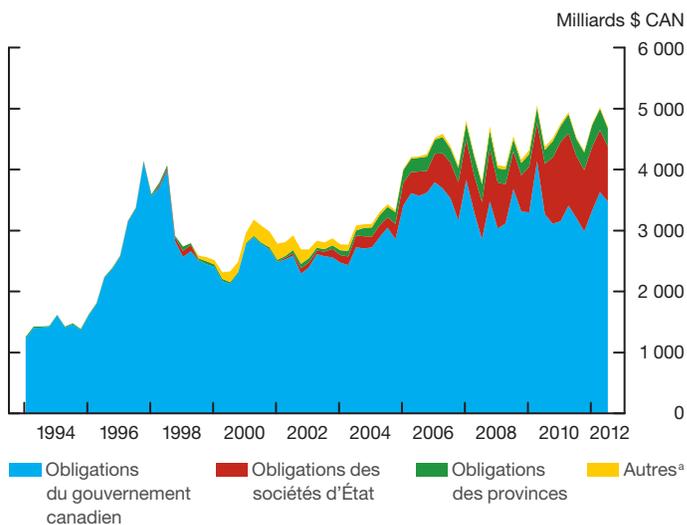
Les modifications apportées récemment à la réglementation sont cependant de nature à tempérer le risque systémique émanant de ce segment de marché. L'adoption des nouvelles normes internationales d'information financière, dans lesquelles les exigences de communication ont été resserrées pour les expositions hors bilan, devrait contribuer à améliorer la transparence. De plus, les règles de Bâle III sur les fonds propres et la liquidité obligeront les émetteurs réglementés à détenir des fonds propres additionnels au titre des lignes de liquidité confirmées mais inutilisées, dont celles relatives au PCAA. Enfin, comme il a été annoncé dans l'exposé budgétaire de mars 2013, le gouvernement fédéral entend interdire l'emploi des prêts hypothécaires assurés garantis par des fonds publics comme sous-jacents des véhicules de titrisation qui ne sont pas parrainés par la SCHL.

### Opérations de pension<sup>20</sup>

Une mise en pension est un mécanisme d'emprunt par lequel une partie vend temporairement des titres qu'elle convient de racheter à une date ultérieure. Inversement, une prise en pension est une opération de prêt reposant sur l'achat temporaire de titres. Les mises et les prises en pension de titres, que nous désignerons ci-après toutes deux par l'expression « opérations de pension » ou simplement « pensions », sont utilisées par les banques et les courtiers en valeurs mobilières pour répondre à des besoins de financement généraux, financer l'achat de titres négociables et faciliter la tenue de marché (par exemple, en leur permettant d'emprunter les actifs qu'ils vendent à découvert). Les pensions peuvent également servir à placer des liquidités à court terme afin d'en augmenter le rendement ou être employées par certains acteurs, notamment les fonds de couverture et les caisses de retraite, pour créer un effet de levier. Bien qu'elles remplissent des fonctions importantes, les opérations de pension supposent presque toujours une transformation des échéances et un effet de levier, de même qu'une transformation du profil de liquidité à l'occasion, selon le type d'actif faisant l'objet de la pension.

<sup>20</sup> Nous ne traiterons pas des prêts de titres, en partie à cause de l'insuffisance de données. Comme ces opérations ont sensiblement la même fonction et la même valeur économique que les pensions, elles auraient dû, idéalement, faire partie de notre analyse des activités du secteur bancaire parallèle; cela sera le cas dans une prochaine étude.

Graphique 7 : Ventilation des pensions selon le type de titre



a. Obligations de municipalités et de sociétés et titres adossés à des actifs

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 2012T3

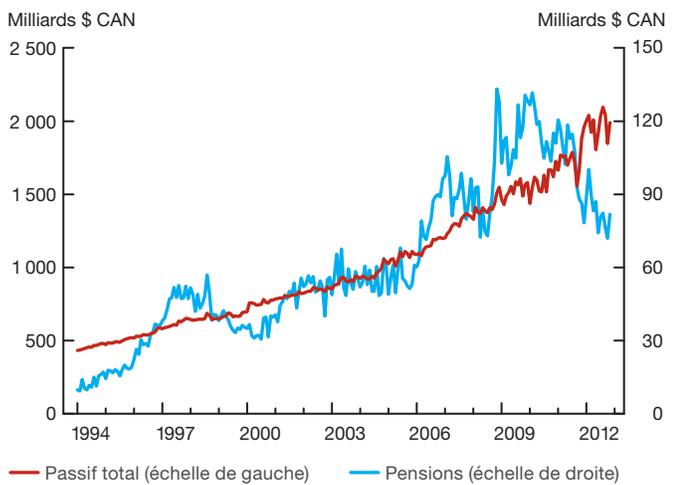
L'activité sur le marché des pensions au Canada a connu une croissance vigoureuse à partir du milieu des années 1990, le volume total des opérations ayant de fait triplé entre 1994 et 2012. Selon les chiffres fournis par les distributeurs de titres d'État, le volume d'activité quotidien se serait établi entre 48 et 75 milliards de dollars au troisième trimestre de 2012<sup>21</sup>. Le secteur affiche une forte concentration : les cinq et dix principaux distributeurs participent respectivement à 67 % et 96 % de toutes les transactions déclarées<sup>22</sup>. Dans la très grande majorité des cas, les titres mis ou pris en pension sont des obligations, presque toutes émises par le gouvernement canadien, des sociétés d'État ou des provinces (Graphique 7), ce qui donne à penser que le degré de transformation de la liquidité est modeste.

Les opérations de pension ne représentent pas une source de levier majeure pour les banques au Canada, car elles ne constituent actuellement que 4 % de leur passif en dollars canadiens (Graphique 8) et 8 % de leurs emprunts de gros dans cette même monnaie. Ce marché n'en joue pas moins un rôle essentiel. Par conséquent, tout dérèglement sensible de son fonctionnement peut avoir un effet déstabilisateur sur les institutions qui y prennent part et sur les marchés connexes<sup>23</sup>. Une perturbation dans le financement des actifs constitue le

<sup>21</sup> Comme on ignore le montant des opérations entre distributeurs qui sont comptabilisées deux fois, les volumes sont exprimés sous forme de fourchettes. On trouvera une liste des distributeurs de titres d'État à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca/marchés/adjudications-de-titres-du-gouvernement>.

<sup>22</sup> Les autres opérateurs comprennent les caisses de retraite, les sociétés d'assurance, les gestionnaires d'autres types de fonds, les banques étrangères et les trésoriers d'entreprise. Il n'existe pas de données détaillées sur leur participation respective au marché.

<sup>23</sup> Pour plus de renseignements à ce sujet, consulter Fontaine, Selody et Wilkins (2009).

**Graphique 8 : Passif total en dollars canadiens des banques canadiennes**

Source : Banque du Canada

Dernière observation : novembre 2012

principal risque systémique associé aux opérations de pension. Au Canada, ce risque est amplifié par le fait que la plupart des pensions conclues sont de courte durée (d'un seul jour ou à échéance ouverte<sup>24</sup>). Mais comme ces opérations portent presque exclusivement sur des titres émis ou garantis par l'État, la menace est contenue. De plus, on prévoit que les pensions seront de plus en plus prises en charge par le Service canadien de compensation de produits dérivés, ce qui devrait contribuer à renforcer la résilience de ce marché<sup>25</sup>.

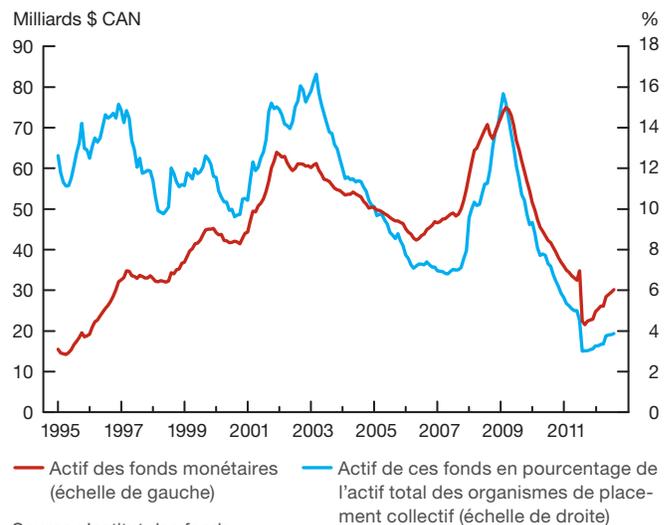
Il demeure cependant indispensable de surveiller l'évolution de la composition des titres mis et pris en pension et de la structure des échéances des transactions. Par ailleurs, il semblerait que certaines caisses de retraite canadiennes font de plus en plus appel aux opérations de pension dans le cadre de la mise en œuvre de stratégies de placement à effet de levier. Si elle continue de se répandre, cette pratique pourrait poser problème en période de tension sur les marchés. Elle mérite donc elle aussi d'être suivie attentivement.

### Fonds du marché monétaire

En règle générale, les fonds du marché monétaire investissent dans les titres à revenu fixe à court terme bien notés et très liquides. Ils effectuent également des prises en pension dans le but de placer des liquidités excédentaires. Ils servent ainsi d'intermédiaires entre, d'une part, les investisseurs individuels ou institutionnels désireux d'augmenter le rendement de leurs soldes de trésorerie et, d'autre part, les sociétés et les entités publiques

<sup>24</sup> Les pensions à échéance ouverte peuvent être dénouées par l'une ou l'autre des parties à n'importe quel moment.

<sup>25</sup> Voir également Côté (2013) ainsi que Chatterjee, Embree et Youngman (2012).

**Graphique 9 : Actifs gérés par les fonds monétaires canadiens**

Source : Institut des fonds d'investissement du Canada

Dernière observation : août 2012

cherchant à se financer sur les marchés à court terme. À la fin de 2012, les avoirs gérés par les fonds monétaires canadiens s'établissaient à approximativement 30 milliards de dollars, en forte baisse par rapport au sommet de 77,4 milliards atteint en 2009 (Graphique 9). Cette chute est vraisemblablement imputable en partie aux bas taux d'intérêt.

Le secteur des fonds monétaires au Canada est concentré, les quinze principaux fonds rassemblant environ 75 % des actifs gérés. Offerts par les grandes banques et les firmes de gestion d'actifs, ces fonds détiennent essentiellement des titres émis par des banques (adossés ou non à des créances), du papier commercial de sociétés non financières, des obligations du gouvernement fédéral et des provinces ainsi que des instruments d'emprunt émis par d'autres institutions financières nationales ou étrangères<sup>26</sup>.

Les fonds monétaires canadiens opèrent peu de transformation de liquidité et d'échéances et ne font habituellement pas appel à l'effet de levier<sup>27</sup>. Même si ce segment est peu susceptible de revêtir une importance systémique pour le Canada vu sa petite taille, certains des attributs de ces fonds peuvent présenter des risques.

<sup>26</sup> La Financière Sun Life, Phillips, Hager & North, Fidelity Investments Canada, Financière Manuvie, le Groupe Investors, MD Physician Services et la Société de Gestion AGF administrent également d'importants fonds monétaires.

<sup>27</sup> La réglementation exige que 5 % au moins des actifs puissent être convertis en espèces en une journée, et 15 % en une semaine au plus. De plus, les fonds monétaires ne sont pas autorisés à emprunter un montant supérieur à 5 % de leur actif net pour financer les rachats aux investisseurs. On trouvera plus de renseignements sous <http://www.lautorite.qc.ca/files/pdf/reglementation/valeurs-mobilières/81-102/2012-02-10/2012fev10-81-102-avis-publication-fr.pdf> et [http://www.bclaws.ca/EPLibraries/bclaws\\_new/document/ID/freeside/47\\_2\\_2000](http://www.bclaws.ca/EPLibraries/bclaws_new/document/ID/freeside/47_2_2000) (en anglais seulement).

Le premier de ces risques tient à la prépondérance des fonds monétaires à valeur liquidative constante de même qu'à l'absence généralisée de marge de fonds propres; ces caractéristiques, combinées à l'incertitude pouvant entourer la capacité et la volonté du promoteur du fonds de fournir un soutien en période de tension, accentuent la menace de retraits massifs des investisseurs<sup>28</sup>. Deuxièmement, le manque d'information à jour sur les actifs des fonds monétaires canadiens (les données sont publiées trimestriellement avec deux mois de décalage) peut aussi aggraver le risque de retraits massifs. Finalement, la majorité des fonds monétaires au Canada sont parrainés par les banques et acquièrent, comme on l'a mentionné déjà, des montants substantiels de titres (adossés ou non à des créances) émis par ces dernières. En conséquence, si les investisseurs se mettaient soudainement à retirer leur argent des fonds monétaires, les banques canadiennes pourraient se sentir obligées de fournir, dans de brefs délais, des liquidités à ces fonds pour qu'ils puissent procéder aux remboursements, alors qu'elles seraient elles-mêmes confrontées à des difficultés de financement à court terme.

## Conclusion

La récente crise mondiale a mis en lumière l'importance d'une approche globale des questions relatives au système financier, car les risques auxquels celui-ci est exposé peuvent provenir de n'importe laquelle de ses composantes et de l'interconnexion de ces dernières. Les autorités doivent donc rester vigilantes et surveiller de près l'évolution du secteur bancaire parallèle en vue de mieux en comprendre les ressorts, d'en évaluer les avantages et de cerner les risques qu'il pourrait poser. Ce suivi devrait avoir pour objet d'assurer un soutien aux activités d'intermédiation de marché qui se révèlent bénéfiques et de restreindre adéquatement celles qui présentent un niveau de risque excessif sans comporter d'avantages manifestes, ou qui servent principalement à des fins d'arbitrage réglementaire. Cette distinction est évidemment difficile à établir et la tâche est rendue plus complexe encore par les lacunes des données dont nous disposons pour faire un suivi rigoureux de l'évolution du système bancaire parallèle, aussi bien au Canada qu'à l'échelle mondiale.

Dans le présent rapport, nous avons examiné les principaux segments du secteur parallèle au Canada afin d'évaluer les quatre facteurs de risque que sont la transformation de la liquidité, la transformation des échéances, l'effet de levier et le transfert du risque de crédit, ainsi que de repérer les vulnérabilités potentielles du secteur. Selon la mesure axée sur les activités que nous avons utilisée, le secteur parallèle canadien est plus petit par rapport au système bancaire classique et à l'économie nationale que ne l'est son pendant américain. Sa composition est relativement traditionnelle aussi, une large part de ses activités étant menée par des institutions réglementées, ou faisant intervenir l'une d'elles, et jouissant d'une garantie explicite de l'État. Voilà de quoi tempérer les craintes que la finance parallèle soulève.

Nous avons néanmoins cerné des aspects qui nécessitent un suivi attentif en raison des risques de contagion à l'ensemble du système financier qu'ils présentent. Ce sont notamment la croissance vigoureuse du recours des prêteurs hypothécaires spécialisés à la titrisation des créances assurées, l'utilisation grandissante des opérations de pension par certaines caisses de retraite pour créer un effet de levier, et le financement d'actifs à long terme, tels que le crédit hypothécaire à l'habitation, par l'émission de PCAA à court terme.

La Banque du Canada continuera d'améliorer et d'étendre son suivi du secteur bancaire parallèle au pays. Elle compte notamment allier une perspective fondée sur les entités à son approche axée sur les activités et évaluer le rôle joué par diverses entités non bancaires (par exemple, les sociétés de financement, les fonds de couverture et les caisses de retraite) afin de compléter l'analyse des activités d'intermédiation de marché exposée ici. Étant donné que l'insuffisance des données disponibles mine la capacité d'effectuer un examen poussé du secteur bancaire parallèle et des risques potentiels qui en découlent, les diverses autorités publiques doivent absolument collaborer entre elles pour mettre en commun leurs renseignements et accroître leur connaissance et compréhension générales du secteur, dans le but ultime de broser un tableau plus complet de l'ensemble du système financier. À cette fin, la Banque entretiendra un dialogue constant avec les autres instances publiques qui veillent à la stabilité du système financier canadien.

<sup>28</sup> Aux États-Unis, par exemple, certains fonds monétaires ont connu des retraits massifs au plus fort de la crise financière, après qu'un des grands fonds s'est trouvé en situation de rendement négatif dans la foulée de l'effondrement de Lehman Brothers, à la mi-septembre 2008. Witmer (2012) fournit une analyse détaillée des désengagements brutaux dont peuvent être victimes les fonds monétaires (en particulier les fonds à valeur liquidative constante).

## Bibliographie

- Acharya, V. V., I. Drechsler et P. Schnabl (2012). « L'histoire de deux excès : le lien entre risques de crédit du secteur financier et des emprunteurs souverains », *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, avril, p. 55-61.
- Billio, M., M. Getmansky, D. Gray, A. Lo, R. Merton et L. Pelizzon (à paraître). *Sovereign, Bank and Insurance Credit Spreads: Connectedness and System Networks*, document de travail, Sloan School of Management, Massachusetts Institute of Technology.
- Caruana, J., et S. Avdjiev (2012). « Solvabilité des emprunteurs souverains et stabilité financière : une perspective internationale », *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, avril, p. 79-95.
- Chapman, J., S. Lavoie et L. Schembri (2011). « Le financement de marché au Canada sort de l'ombre », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 33-44.
- Chatterjee, P., L. Embree et P. Youngman (2012). « La réduction du risque systémique et le nouveau service canadien de contrepartie centrale pour les titres à revenu fixe », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 49-56.
- Conseil de stabilité financière (CSF) (2011). *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation*, recommandations, 27 octobre.
- . (2012a). *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking: An Integrated Overview of Policy Recommendations*, document de consultation, 18 novembre.
- Conseil de stabilité financière (CSF) (2012b). *Global Shadow Banking Monitoring Report 2012*, 18 novembre.
- Côté, A. (2013). *Vers une infrastructure des marchés financiers plus forte au Canada : où en sommes-nous?*, discours prononcé devant l'Association des professionnels en finance du Canada, Montréal (Québec), Canada, 26 mars.
- Fontaine, J.-S., J. Selody et C. Wilkins (2009). « Vers une résilience accrue des marchés de financement essentiels », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 49-55.
- Gomes, T., et C. Wilkins (2013). « Le point sur les normes de liquidité de Bâle III », *Revue du système financier*, Banque du Canada, présente livraison.
- Gorton, G., et A. Metrick (2010). *Regulating the Shadow Banking System*, Brookings Papers on Economic Activity, automne, p. 261-312.
- Gray, D. (2013). « Interconnectedness between Sovereigns and Financial Institutions », *Global Financial Stability Report*, Fonds monétaire international, avril, encadré 2.1.
- Office of Financial Research (OFR) (2012). *Annual Report*.
- Witmer, J. (2012). *Does the Buck Stop Here? A Comparison of Withdrawals from Money Market Mutual Funds with Floating and Constant Share Prices*, document de travail n° 2012-25, Banque du Canada.