



**Discours prononcé par Carolyn Wilkins  
première sous-gouverneure de la Banque du Canada  
Chambre de commerce du Montréal métropolitain  
5 mai 2015  
Montréal (Québec)**

## **Des marchés liquides pour une économie solide**

### **Introduction**

Bonjour. Je suis très heureuse d'être ici à Montréal, où ma famille a des racines. J'aimerais aujourd'hui vous entretenir d'une grande force financière qui agit sur nous tous, les investisseurs comme les emprunteurs. Je fais référence ici à la liquidité financière, sous toutes ses formes. À l'heure actuelle, la liquidité connaît d'importants changements.

On ne s'en rend peut-être pas compte, mais tout le monde est concerné par la liquidité. En effet, le chef d'entreprise dépend de la liquidité de financement pour obtenir un accès fiable à des fonds, à des conditions raisonnables. La personne qui investit en bourse ou dans des obligations de sociétés compte sur la liquidité de marché pour pouvoir acheter ou vendre des actifs rapidement et à des prix prévisibles. Il en va de même de l'épargnant lorsqu'il place son argent dans un fonds commun de placement qui lui garantit un accès constant à ses économies.

En tant que dirigeante d'une banque centrale, je souhaite que l'économie dispose du bon niveau de liquidité au juste prix. Ainsi, le système financier peut continuer de fonctionner sans problème dans l'intérêt des entreprises et des ménages, et les mesures de politique monétaire de la Banque du Canada, qui visent l'atteinte de la cible d'inflation, agissent comme prévu<sup>1</sup>.

Aujourd'hui, j'aborderai la situation de la liquidité dans le système financier. Dans un premier temps, je reviendrai sur la récente crise financière et sur les leçons que nous en avons tirées. Je présenterai ensuite les réformes mises en œuvre au Canada et ailleurs ainsi que l'évolution du système financier, avant d'en expliquer les implications pour vous. Je terminerai mon exposé en décrivant les prochaines mesures prévues par la Banque du Canada pour assurer le bon fonctionnement et la fiabilité du système financier.

---

<sup>1</sup> Voir D. W. Diamond et R. G. Rajan (2005), « Liquidity Shortages and Banking Crises », *The Journal of Finance*, vol. 60, n° 2, p. 615-647.

Je tiens à remercier Alexandra Lai, Césaire Meh, Chris Graham et Jing Yang de l'aide qu'ils m'ont apportée dans la préparation de ce discours.

## La crise et les leçons à en tirer

Les origines de la crise remontent à l'époque où la liquidité donnait l'impression d'être omniprésente. Rappelez-vous en 2006 : il était alors plutôt facile pour les entreprises d'emprunter et pour les ménages d'obtenir un prêt hypothécaire. Les institutions financières, particulièrement aux États-Unis, avaient tellement à cœur d'augmenter leurs profits en octroyant du crédit qu'elles se sont lancées dans le regroupement et la titrisation des prêts hypothécaires. Ces titres permettaient de répondre à la demande d'actifs soi-disant sûrs qui offraient un rendement supérieur.

La situation s'est dégradée dès 2007. Le Canada, qui disposait d'un système financier solide, a tout de même connu des difficultés. Au cours de l'été, le marché canadien du papier commercial non bancaire adossé à des actifs, qui s'établissait à plus de 32 milliards de dollars, s'est retrouvé paralysé. Les entreprises dont le financement dépendait précisément de ce marché ont pâti de la situation, de même que les investisseurs, comme certaines grandes entreprises québécoises, qui se sont vus privés de marché pour ces titres, du jour au lendemain.

Certes, les actifs sous-jacents soulevaient des doutes à l'époque, mais la pénurie de liquidités a de toute évidence aggravé la crise et l'a propagée à d'autres marchés. Le manque de transparence quant aux actifs et les lacunes des facilités de trésorerie n'ont pas simplifié les choses. Ironie du sort : même si d'aucuns ont affirmé que le papier commercial était adossé à tout et à n'importe quoi, les actifs sous-jacents au papier canadien se sont en fin de compte révélés de relativement bonne qualité, les pertes subies par les investisseurs étant en grande partie attribuables au gel du marché.

Les entreprises touchées, les provinces, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont travaillé avec acharnement pour négocier l'accord de Montréal, qui prévoyait un moratoire et un rééchelonnement des paiements, en plus d'une protection pour les petits investisseurs.

Si je donne cet exemple, c'est que nous sommes à Montréal, mais je pourrais en citer bien d'autres pour montrer que la liquidité peut disparaître rapidement pour des raisons qui ne s'imposent pas d'emblée<sup>2</sup>. En 2008, il est apparu néanmoins clairement, avec Bear Stearns et Lehman Brothers, que lorsque la liquidité disparaît, tout le monde en subit les conséquences. Et le prix à payer est très élevé<sup>3</sup> : on estime qu'en raison des problèmes de crédit et de liquidité, la crise a entraîné une perte de production de plus de dix mille milliards de dollars américains pour l'économie mondiale.

---

<sup>2</sup> Voir M. K. Brunnermeier (2009), « Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007–2008 », *Journal of Economic Perspectives*, vol. 23, n° 1, p. 77-100, ainsi que C. Gauthier et M. Souissi (2012), « Comprendre le risque systémique au sein du secteur bancaire : le Cadre d'évaluation des risques macrofinanciers », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 32-42.

<sup>3</sup> Voir F. Allen et D. Gale (2004), « Financial Fragility, Liquidity, and Asset Prices », *Journal of the European Economic Association*, vol. 2, n° 6, p. 1015-1048.

## Les interventions

Pour donner suite aux leçons de la crise, nous avons pris beaucoup de mesures au Canada comme dans le monde. Il s'agit, grâce à ces mesures, de renforcer le système financier mondial pour en assurer le bon fonctionnement, ce qui permet de réduire les coûts et la probabilité d'autres catastrophes<sup>4</sup>. Elles visent aussi à éviter que les contribuables paient les frais d'une nouvelle crise. J'aimerais m'attarder un instant sur les réformes les plus importantes.

Au niveau international, les décideurs se sont retrouvés au Comité de Bâle sur le contrôle bancaire pour établir de nouvelles normes réglementaires. Le dispositif dit « de Bâle III » est peut-être mieux connu pour ses règlements qui fixent les exigences minimales des banques en matière de fonds propres, compte tenu du risque associé à leurs actifs, et qui déterminent l'effet de levier autorisé. À l'échelle mondiale, les banques ont doublé leurs fonds propres de première catégorie, et les banques canadiennes se sont situées à l'avant-garde en la matière.

Les normes qui renforcent la résilience des banques aux chocs de liquidité sont tout aussi importantes. J'ai eu l'honneur de faire partie des représentants du Canada à Bâle et de présider le groupe de travail sur la liquidité. Deux nouvelles normes sont actuellement mises en place. La première est le « ratio de liquidité à court terme », qui oblige les banques à détenir assez d'actifs liquides de qualité pour répondre à leurs besoins en cas de crise d'une durée de trente jours. Grâce à cette exigence, elles peuvent ainsi continuer leurs activités si jamais elles peinent à obtenir du financement. La deuxième norme est le « ratio structurel de liquidité à long terme », qui vise à ce que les banques aient moins recours au financement à court terme pour les actifs à long terme<sup>5</sup>. Ces règles réduisent le risque que les banques soient aux prises avec une pénurie de financement qui les amènerait alors à restreindre indûment leurs prêts aux entreprises et aux ménages.

En plus de Bâle III, le Conseil de stabilité financière s'emploie à ce que les banques se dotent de cadres de gestion de crise au cas où de graves tensions viendraient menacer leur viabilité. Il s'agit ici de cadres de **redressement**, qui permettraient aux banques d'augmenter leurs fonds propres, de rétablir la confiance et de relancer la liquidité de financement. Le Conseil a aussi mené des travaux sur les cadres dits de **résolution**, qui s'avèreraient utiles si jamais les mesures de redressement ne suffisaient pas à remettre sur pied la banque visée. Grâce à ces cadres, les autorités nationales réussiront soit à préserver les opérations essentielles de la banque de manière à lui faire retrouver sa viabilité, soit à liquider l'institution à un coût minimal pour les contribuables.

---

<sup>4</sup> Voir T. Ahnert (2014), *Rollover Risk, Liquidity and Macroprudential Regulation*, document de travail n° 2014-23, Banque du Canada.

<sup>5</sup> Voir Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2013), *Bâle III : Ratio de liquidité à court terme et outils de suivi du risque de liquidité*, janvier, et (2014), *Bâle III : Ratio structurel de liquidité à long terme*, octobre, ainsi que T. Gomes et C. Wilkins (2013), « Le point sur les normes de liquidité de Bâle III », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 41-48.

La dernière intervention officielle que j'aimerais mentionner, ce sont les mesures prises afin d'assurer, en période de tensions, le fonctionnement des marchés les plus importants pour la liquidité de financement, comme le marché des pensions sur titres d'État. Nous l'avons vu avec Lehman Brothers : lorsqu'une institution financière est remise en doute, d'autres évitent parfois de négocier avec elle. Si jamais une banque n'arrive pas à obtenir du financement, elle peut alors demander le remboursement de ses prêts ou réduire ses lignes de crédit. Et les entreprises en souffrent directement.

Pour améliorer la résilience des marchés financiers, y compris les marchés des pensions, il est possible, par exemple, de mettre en place un service de contrepartie centrale. Le Canada a créé son propre service de contrepartie centrale, ici à Montréal<sup>6</sup>. La Banque du Canada, qui considère ce service comme étant d'importance systémique, s'occupe de sa surveillance, en collaboration avec l'Autorité des marchés financiers, la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario et la British Columbia Securities Commission. La Banque est mandatée pour surveiller toutes les infrastructures de marchés financiers d'importance systémique.

## Les implications

Ces interventions des autorités aux niveaux mondial et national ont entraîné des changements profonds. Globalement, ces réformes rendent le système financier international plus sûr. Mais cette sécurité n'est pas exempte de coûts. Comme toute réglementation, les normes de Bâle sur les fonds propres et la liquidité engendrent des coûts directs et indirects. Par exemple, les institutions financières doivent prendre des décisions pour répartir au mieux leurs fonds propres. Plus elles détiennent d'actifs, et plus ces actifs sont risqués, plus l'exigence de fonds propres est élevée. Elles doivent alors subir une baisse de leurs profits ou répercuter ces coûts supplémentaires sur leurs clients, parfois en relevant quelque peu les taux d'intérêt sur les prêts ou en resserrant les conditions de crédit, voire en réduisant tout bonnement certains secteurs d'activité.

D'autre part, les réformes influent sur la liquidité de marché à plusieurs égards<sup>7</sup>. Certaines institutions financières ont freiné leur activité habituelle de teneurs de marché pour la négociation d'obligations. Aux États-Unis, les stocks d'obligations de sociétés détenus par les courtiers ont chuté de plus de la moitié par rapport à leurs niveaux d'avant la crise<sup>8</sup>. En outre, les actifs sûrs font l'objet d'une

---

<sup>6</sup> Ce service est exploité par la Corporation canadienne de compensation de produits dérivés. Il assure également la compensation des contrats de produits dérivés négociés à la Bourse de Montréal et de certains produits dérivés négociés de gré à gré.

<sup>7</sup> Voir Comité sur le système financier mondial (2014), *Market-Making and Proprietary Trading: Industry Trends, Drivers and Policy Implications*, coll. « CGFS Papers », n° 52.

<sup>8</sup> Voir I. Fender et U. Lewrick (2015), « Shifting Tides—Market Liquidity and Market-Making in Fixed Income Instruments » (Liquidité de marché et tenue de marché – changements de tendance observés sur le segment des instruments à revenu fixe), *Rapport trimestriel BRI*, mars, p. 97-109.

demande accrue. Les normes de Bâle sur les fonds propres et la liquidité font augmenter la demande d'actifs de qualité, comme les obligations d'État.

Mais ce n'est pas uniquement une question de réglementation. Ces mêmes obligations sont achetées et détenues par de nombreuses institutions pour des raisons bien distinctes. Certaines banques centrales stimulent leur économie en achetant des actifs. Des banques centrales et des fonds souverains accumulent pour leur part des réserves. Selon les estimations du Fonds monétaire international, les réserves officielles de liquidités internationales dans le monde auraient quadruplé entre 2003 et 2013, pour atteindre onze mille milliards de dollars américains. Ces acquisitions ont pour effet d'abaisser la réserve d'obligations pouvant être négociées ou remises en nantissement. De plus, les institutions financières font désormais preuve d'une prudence accrue en général, et dépassent même les exigences réglementaires associées à la constitution d'un volant d'actifs de qualité.

Par ailleurs, au dire de nombreux commentateurs, la liquidité diminuerait aujourd'hui sur les marchés obligataires secondaires, surtout dans le cas des obligations de sociétés. La taille moyenne des transactions s'est rétrécie et les taux de rotation sont inférieurs à leurs niveaux d'avant la crise. En outre, les écarts acheteur-vendeur restent plus importants qu'en 2006<sup>9</sup>.

Sur les marchés d'obligations d'État, on observe des signaux contradictoires<sup>10</sup>. D'une part, les écarts acheteur-vendeur aux États-Unis et en Europe sont très proches de leurs niveaux d'avant la crise; mais, d'autre part, il se peut qu'en certains cas, la taille moyenne des transactions soit plus petite qu'auparavant et que le marché ne soit pas aussi profond.

La liquidité dépend aussi des joueurs sur le marché. Le système bancaire parallèle gagne actuellement en taille et en influence<sup>11</sup>. Je fais référence ici à des institutions, comme des fonds spéculatifs, qui prennent part à l'intermédiation du crédit en dehors du système bancaire classique. Les banques parallèles ont un rôle important et positif à jouer dans l'économie, et leur influence grandit au même rythme que la quantité d'actifs sous leur gestion. Elles ont de plus lancé une série d'innovations et de nouveaux produits financiers.

Si le secteur bancaire parallèle est relativement peu important au pays par rapport à d'autres régions du monde, le Canada contribue néanmoins étroitement aux efforts de surveillance menés par la communauté internationale<sup>12</sup>. Le Conseil de stabilité financière s'occupe de coordonner tous ces efforts et publie régulièrement des rapports de suivi. Le Canada participe en outre activement à l'examen thématique par les pairs portant sur le secteur

---

<sup>9</sup> *Ibid.*

<sup>10</sup> *Ibid.*

<sup>11</sup> Voir Z. Pozsar (2012), « A Macro View of Shadow Banking: Do T-Bill Shortages Pose a New Triffin Dilemma? », *Is U.S. Government Debt Different?*, sous la direction de F. Allen et autres, Philadelphie, FIC Press, p. 35-44.

<sup>12</sup> Voir T. Gravelle, T. Grieder et S. Lavoie (2013), « Surveillance et évaluation des risques émanant du secteur bancaire parallèle au Canada », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 59-68.

bancaire parallèle et supervisé par le Conseil. Je dirige d'ailleurs l'équipe chargée d'effectuer cet examen.

Prenons un exemple du genre de risque qu'il convient de surveiller. À l'échelle mondiale, les fonds institutionnels sont en expansion. C'est le cas notamment des fonds, tels les fonds communs de placement à capital variable et certains fonds négociés en bourse, qui permettent aux investisseurs de vendre ou de se faire rembourser leurs placements à court préavis, et ce, même lorsque les actifs détenus par les fonds sont relativement peu liquides. La question fondamentale est la suivante : qu'advierait-il si un grand nombre de fonds devaient rembourser beaucoup d'investisseurs en même temps? Il est à craindre que les gestionnaires de fonds ne disposent pas de suffisamment de liquidités et soient contraints de subir de grosses pertes en vendant des actifs pour répondre aux demandes de remboursement<sup>13</sup>. Les résultats de certains tests de résistance donnent à penser que les gestionnaires de fonds détiennent assez de liquidités pour faire face à tous les chocs de remboursement sauf les plus graves<sup>14</sup>, mais il est loin d'être évident que les investisseurs et les épargnants aient conscience des risques de liquidité et de remboursement associés à certains fonds. Je ne voudrais pas faire l'amalgame entre tous ces fonds, mais tout le monde, me semble-t-il, devrait connaître les risques d'investir, y compris les risques de liquidité.

Au final, l'ensemble de ces réformes permettra de mieux évaluer les risques liés aux transactions financières. La liquidité de financement et de marché s'en trouvera légèrement plus onéreuse. Un sacrifice bien mince en comparaison des coûts d'une autre crise<sup>15</sup>.

## **Le filet de sécurité**

La Banque du Canada a un rôle à jouer pour favoriser la stabilité et la résilience des marchés de financement essentiels, en temps normal comme en période de tensions exceptionnelles sur les marchés. Elle publie aujourd'hui deux documents de consultation dans le but d'expliquer son intention d'adapter ses opérations sur les marchés financiers et ses politiques d'aide d'urgence. Ces deux documents se trouvent dans son site Web<sup>16</sup>. La semaine prochaine à Vancouver, ma collègue, la sous-gouverneure Lynn Patterson, exposera en détail les initiatives afférentes aux opérations de la Banque sur les marchés. Je

---

<sup>13</sup> Voir M. Feroli, A. K. Kashyap, K. L. Schoenholtz et H. S. Shin (2014), *Market Tantrums and Monetary Policy*, coll. « Chicago Booth Research Papers », n° 14-09.

<sup>14</sup> Voir Morgan Stanley et Oliver Wyman (2015), *Wholesale & Investment Banking Outlook*, coll. « Blue Papers », 19 mars.

<sup>15</sup> Voir Conseil de stabilité financière et Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2010), *Assessing the Macroeconomic Impact of the Transition to Stronger Capital and Liquidity Requirements*, rapport final du groupe d'évaluation macroéconomique, décembre (Internet : <http://www.bis.org/publ/othp12.pdf>), ainsi que Banque du Canada (2010), *Renforcement des normes internationales de fonds propres et de liquidité : évaluation de l'incidence macroéconomique pour le Canada*, rapport spécial, août (Internet : <http://www.banqueducanada.ca/wp-content/uploads/2010/09/rapport.pdf>).

<sup>16</sup> Internet : <http://www.banqueducanada.ca/2015/05/consultations-publiques-cadre-regissant-operations-marches-financiers/>.

vais vous en présenter les points saillants, mais je tiens à préciser que ces propositions ne reflètent en rien l'orientation actuelle ou future de la politique monétaire.

Premièrement, la Banque se propose de réduire le montant des obligations d'État de référence qu'elle acquiert pour son propre bilan lors d'adjudications d'obligations d'État. Cette mesure aura un effet positif sur la liquidité, les autres acheteurs ayant alors accès à une plus grande quantité de titres de référence nouvellement émis. Pour sa part, la Banque achètera, sur le marché secondaire des obligations d'État, certains des actifs dont elle a besoin. Deuxièmement, la Banque étudie les changements à apporter à son programme de prêt de titres non seulement de manière à appuyer les négociants principaux qui, contraints d'emprunter des titres, contribuent tout de même à la liquidité du marché, mais aussi en vue d'encourager le marché à trouver son équilibre. Enfin, la Banque entend également créer un programme régulier de prise en pension à plus d'un jour, afin de mieux gérer son bilan et de s'informer plus rapidement sur les conditions de liquidité dans les marchés du financement à court terme.

Ces mesures aideront les marchés en temps normal. Cela dit, il faut aussi être fin prêt à affronter les situations inhabituelles. Nous profitons de cette période de calme relatif pour affûter les outils que nous pourrions utiliser en période de tensions.

Pendant la crise, la Banque a mis sur pied un mécanisme temporaire de prise en pension à plus d'un jour, qui a permis de réduire les difficultés de financement à court terme rencontrées par les négociants principaux et, de ce fait, d'améliorer les conditions du marché<sup>17</sup>. À son maximum, ce mécanisme a atteint 42 milliards de dollars. Outre le programme régulier évoqué plus tôt, la Banque propose maintenant la création d'un mécanisme conditionnel de prise en pension à plus d'un jour qu'elle pourra décider d'activer en cas de problèmes de liquidité graves dans l'ensemble du marché. Ce mécanisme offrirait des liquidités pour des périodes maximales d'un mois. Il serait mis à la disposition des négociants principaux et, dans certains cas, d'autres institutions si la Banque le juge nécessaire pour la stabilité du système financier.

En plus de ce mécanisme destiné à faire face aux tensions exceptionnelles sur l'ensemble du marché, la Banque propose d'apporter des changements à sa façon de composer avec les problèmes de liquidité dans telle ou telle institution. Il s'agit là de son rôle traditionnel de prêteur de dernier ressort. À ce titre, elle agit comme filet de sécurité pour éviter qu'une pénurie de liquidités en un endroit ne menace le système tout entier. La Banque n'a pas revu ce rôle en profondeur depuis 2004, et le moment est venu de tenir compte des leçons de la crise.

L'aide d'urgence était traditionnellement destinée aux institutions financières qui n'avaient pas accès à des liquidités, mais étaient néanmoins jugées encore solvables. En situation d'urgence, cependant, il s'avère parfois très difficile de faire la différence entre l'insolvabilité et l'illiquidité. C'est pourquoi la Banque

---

<sup>17</sup> Voir E. Eneajor, A. Sebastian et J. Witmer (2012), « An Assessment of the Bank of Canada's Term PRA Facility », *The North American Journal of Economics and Finance*, vol. 23, n° 1, p. 123-143; document de travail n° 2010-20, Banque du Canada.

réservera désormais l'aide d'urgence aux institutions ayant mis en place des cadres crédibles de redressement et de résolution. L'aide s'inscrira ainsi dans un effort concerté entre les autorités et l'institution en difficulté, selon les besoins, pour en rétablir la viabilité. Et si l'institution échoue à se redresser d'elle-même, les autorités pourront intervenir pour la restructurer ou la liquider, tout en préservant les fonctions essentielles au système financier et en protégeant les contribuables contre les pertes.

La Banque précise aussi que, dans certaines conditions, elle accorderait une aide d'urgence à des institutions provinciales comme les caisses populaires et les coopératives de crédit, ainsi que leurs centrales. Étant donné que ces institutions peuvent obtenir des liquidités auprès de leur centrale provinciale, la Banque limiterait l'aide d'urgence aux situations critiques pour le système financier canadien. De plus, la Banque est prête à octroyer une aide d'urgence pour régler les problèmes de liquidité dans les principales infrastructures de marché canadiennes dont elle surveille les activités. Ce point est essentiel, car les infrastructures comme les contreparties centrales prennent de l'importance.

Enfin, la Banque modifie en ce moment la gamme des garanties qu'elle accepterait ultimement en contrepartie d'une aide d'urgence. Les prêts hypothécaires pourraient en faire partie, ce qui permettrait à une institution en difficulté d'obtenir plus facilement une aide d'urgence en cas de besoin. Soyons clairs : ce serait uniquement le cas après épuisement de tous les autres types de garanties.

Précisons que ces politiques visent à répondre à des situations rarissimes. En effet, la Banque n'a pas fait appel à son mécanisme d'aide d'urgence depuis une trentaine d'années. Et les principes directeurs qui président à ces changements sont les mêmes qui ont guidé les interventions de la communauté internationale face à la crise : nous voulons diminuer le risque d'une nouvelle crise systémique tout en évitant que les contribuables aient à payer les frais du redressement ou de la résolution d'une institution financière en difficulté.

## **Conclusion**

Une économie solide passe par une liquidité de financement et de marché qui soit fiable. La crise nous a montré que la liquidité est une amie parfois capricieuse, et que son absence peut exacerber les tensions financières.

Les réformes mises en œuvre à ce jour rendront le système financier plus sûr. Elles visent à réduire le profil de risque des institutions financières essentielles et à accroître la résilience de la liquidité de financement et de marché en période de tensions sur les marchés. La transition amène les acteurs des marchés à ajuster leurs modèles d'affaires à la nouvelle réalité. J'espère que vous comprenez mieux l'importance de la liquidité, pour être à même de prendre les bonnes décisions financières, dans votre intérêt comme dans celui de vos entreprises.

La Banque du Canada continuera de favoriser la prospérité économique des Canadiens en renforçant la stabilité et la résilience du système financier. Elle adapte ses politiques de liquidité afin de contribuer au bon fonctionnement du système financier en temps normal. Et si jamais une autre période de turbulence majeure touche la liquidité, la Banque sera prête à y faire face.



Si nous faisons tous notre part, le système financier s'en trouvera renforcé, pour le bien de ceux à qui il est censé avant tout rendre service : les entreprises et les ménages qui épargnent et empruntent.