
**Allocution prononcée par David Dodge
gouverneur de la Banque du Canada
devant l'Empire Club of Canada
et le Canadian Club of Toronto
Toronto, Ontario
le 9 décembre 2004**

L'efficience du système financier : une nécessité pour le Canada

Bonjour. C'est un privilège pour moi de prendre la parole à l'occasion de cette réunion conjointe de l'Empire Club of Canada et du Canadian Club of Toronto, et je vous remercie de m'en avoir offert la possibilité.

Je suis particulièrement heureux de m'adresser à vous en cette journée toute spéciale pour la Banque du Canada. En effet, nous avons publié aujourd'hui la plus récente livraison de la *Revue du système financier*. Cette publication semestrielle, lancée il y a deux ans seulement, porte sur des enjeux reliés au système financier du Canada. Dans chaque numéro, nous examinons l'évolution récente et les tendances de ce système, ainsi que les questions qui ont une incidence sur son efficience, sa fiabilité et sa solidité. C'est que le rôle général de la Banque à l'égard du système financier consiste justement à en favoriser l'efficience, la fiabilité et la solidité. La livraison d'aujourd'hui renferme un certain nombre d'articles axés sur la promotion de l'efficience et de la stabilité du système financier. Et c'est d'ailleurs de l'efficience de ce système dont je vais vous entretenir.

Je parlerai d'abord brièvement de la façon dont la Banque du Canada contribue à l'efficience du système financier sur le plan macroéconomique. Le reste de mon exposé sera consacré aux aspects microéconomiques de l'efficience, c'est-à-dire les moyens à notre disposition pour améliorer le cadre de fonctionnement des institutions et des marchés financiers au pays.

Mais auparavant, je devrais préciser ce que j'entends par «système financier » et par «efficience ». Je vous expliquerai ensuite pourquoi il est essentiel que le Canada accomplisse des progrès dans ce domaine.

Lorsque je parle du «système financier », je fais bien sûr référence aux institutions et aux marchés, mais aussi à l'infrastructure, aux lois et aux règlements qui les régissent et qui soutiennent leurs opérations, ainsi qu'au cadre macroéconomique dans lequel ils évoluent. Le message que je veux vous livrer est le suivant : il est impératif que le Canada améliore l'efficience de son système financier.

Mais qu'est-ce qu'un marché financier efficient? En termes économiques, un système est dit efficient lorsqu'il contribue à ce que des ressources économiques

limitées soient employées aux fins les plus productives possible, et ce, au moindre coût. L'objectif final est de faire en sorte que les institutions financières et les marchés financiers du Canada canalisent l'épargne des investisseurs vers des investissements appropriés et productifs. Disons, de manière plus directe, que si les Canadiens souhaitent jouir d'une croissance économique et d'une prospérité durables, il faut que notre système financier soit aussi efficient que possible.

Permettez-moi de vous expliquer pourquoi cet enjeu est aussi important. Grâce à un système efficient, les investisseurs peuvent obtenir les meilleurs taux de rendement (corrigés en fonction du risque) du capital investi, et les emprunteurs, réduire au minimum les coûts de financement. À l'inverse, les inefficiencies peuvent créer un fossé entre ce que les emprunteurs payent et ce que les investisseurs reçoivent. Voici quelques exemples de la façon dont les inefficiencies peuvent entraver le processus d'épargne et d'investissement si essentiel à la croissance économique. S'ils ne disposent pas de renseignements adéquats, les investisseurs potentiels ne peuvent déterminer si un investissement donné cadre avec leur degré de tolérance au risque. Si les coûts de financement sont trop élevés en raison des inefficiencies, les emprunteurs ne pourront obtenir les fonds dont ils ont besoin pour se développer. Si la concurrence n'est pas encouragée, les divers acteurs du système financier n'auront pas les motivations voulues pour innover. Voilà pourquoi il est si important que le système financier fonctionne de manière efficiente.

L'efficience et la Banque du Canada

J'aimerais maintenant parler brièvement du rôle que joue la Banque du Canada dans la promotion de l'efficience du système financier. Pour que notre système soit efficient, nous avons besoin avant tout d'un cadre favorable de politiques macroéconomiques qui réduisent au minimum l'incertitude et augmentent la confiance quant à la valeur future de la monnaie. On pense ici à des politiques budgétaires prudentes, qui sont du ressort des ministres des Finances, et à une politique monétaire efficace, qui, chez nous, relève de la Banque du Canada.

L'efficacité de notre politique monétaire tient à notre régime de cibles d'inflation. L'un des principaux avantages qu'offre ce régime est que les attentes d'inflation se sont arrimées fermement à la cible de 2 %, non seulement à court terme, mais aussi à long terme. En conséquence, les primes que les investisseurs exigent des emprunteurs pour faire contrepoids au risque d'inflation sont maintenant beaucoup moins élevées. Ce facteur revêt une importance particulière pour le segment de la courbe de rendement qui se rapporte aux taux à long terme. La réduction de l'incertitude a permis une diminution des coûts pour les emprunteurs et une allocation plus efficiente des ressources.

La promotion d'un système financier fiable, solide et propre à réduire les incertitudes et le risque systémique peut aussi contribuer à une plus grande efficience. Nous travaillons d'ailleurs en partenariat avec des organismes fédéraux et provinciaux, les autorités réglementaires et les opérateurs des marchés afin de promouvoir activement cette fiabilité et cette solidité du système. Nous assumons aussi un certain nombre de

responsabilités particulières à cet égard. La Banque est chargée, notamment, d'exercer une surveillance générale des grands systèmes de paiement, de compensation et de règlement du pays qui sont susceptibles de poser un risque systémique. Ces systèmes sont conçus, d'une part, pour donner l'assurance que les paiements de grande valeur et les opérations sur titres seront réglés en temps réel, et, d'autre part, pour fonctionner avec un volume relativement faible de liquidités par comparaison avec les systèmes d'autres pays, ce qui permet de libérer des ressources et de les affecter à des fins plus productives. La Banque du Canada joue également le rôle de « prêteur de dernier ressort », autrement dit de fournisseur ultime de liquidités au système financier. Nous venons d'ailleurs d'achever un examen de ce rôle, dont les détails sont exposés dans la livraison de la *Revue du système financier* que nous avons publiée aujourd'hui.

Les efforts que nous déployons comportent aussi une dimension internationale. La Banque du Canada collabore avec des partenaires d'autres pays dans le cadre d'initiatives visant à renforcer le système financier international. Ces initiatives ont pour objet de réduire autant que possible le risque qu'une crise financière dans une région du monde ne se propage ailleurs. Mais c'est là le sujet de tout un autre discours.

Pour résumer, je dirai que les politiques macroéconomiques et prudentielles du Canada remplissent généralement bien leur rôle quant au soutien de l'efficience. Mais soyons clairs : nous ne relâchons pas pour autant notre vigilance; nous cherchons constamment des moyens de nous améliorer. Et cette amélioration continue est essentielle.

L'efficience des institutions et des marchés financiers

J'aimerais maintenant discuter plus particulièrement des aspects microéconomiques de l'efficience au sein des institutions et des marchés financiers, y compris la promotion de la concurrence et la mise en place d'un cadre juridique et réglementaire approprié. La concurrence stimule l'innovation et les gains d'efficience. Un cadre juridique et réglementaire approprié fournit à tous les investisseurs un accès équitable aux renseignements nécessaires, tout en réduisant au minimum les coûts de financement.

Comme les faits en témoignent, les institutions et les marchés financiers du Canada se sont révélés généralement efficents par rapport à ceux d'autres pays. Mais les institutions et les marchés financiers ailleurs dans le monde ont gagné en efficience au cours de la dernière décennie, et ils continuent de le faire. Pour demeurer concurrentiel dans ce contexte, le système financier du Canada doit lui aussi réaliser de nouveaux gains d'efficience. Si nous ne nous attelons pas à cette tâche, c'est notre économie qui en pâtira. Le statu quo ne suffit plus.

Quelles devraient être nos priorités? J'examinerai cette question d'abord sous l'angle des institutions financières, puis sous celui des marchés financiers.

L'efficience et les institutions financières

En ce qui concerne les institutions financières, je crois qu'un coup d'œil sur le passé pourrait nous indiquer la voie à suivre. Remontons 40 ans en arrière, soit en 1964, à l'époque de la Commission royale d'enquête sur le système bancaire et financier, connue aussi sous le nom de Commission Porter. Cette commission était en avance sur son temps, grâce à ses analyses et à ses recommandations novatrices en matière de politiques. En cette période d'après-guerre, où le contrôle serré qu'exerçait le gouvernement sur l'économie était encore considéré comme souhaitable, les commissaires se sont prononcés fermement en faveur d'une plus grande concurrence, d'une libéralisation des marchés et d'une réglementation efficace propre à accroître l'efficience.

À la suite de la Commission Porter, le Canada a modifié radicalement certains aspects de sa législation financière. Les banques du pays ont réagi au nouveau climat de concurrence en innovant et en améliorant leur efficience. Les institutions canadiennes sont devenues des chefs de file mondiaux, à un moment où les institutions financières de nombreux autres pays fonctionnaient encore sous des régimes réglementaires plus restrictifs et moins efficaces. Au cours des trois décennies suivantes, le Canada a conservé son avance à l'échelle internationale. Les révisions subséquentes de la législation régissant les institutions financières ont encouragé une plus grande concurrence interpiliers dans certains secteurs, ce qui a entraîné une baisse des coûts et un accroissement de l'efficience. Cependant, les autres pays ont rattrapé leur retard au cours de la dernière décennie et ils continuent d'accomplir des progrès à ce chapitre.

Durant cette période, deux tendances sont venues modifier l'environnement mondial dans lequel évoluent les institutions financières. Premièrement, avec l'expansion du commerce transfrontalier, les marchés nationaux sont devenus véritablement internationaux. Les institutions financières devaient trouver des moyens de fournir des services améliorés à des clients de partout sur la planète. Deuxièmement, d'autres pays — notamment les États-Unis et le Royaume-Uni — ont entrepris d'aligner leurs cadres réglementaires sur la philosophie concurrentielle de la Commission Porter. Les barrières réglementaires qui avaient jusque-là entravé la concurrence, tant sur le plan géographique qu'entre les différents types d'institutions, se sont mises à tomber rapidement.

Cette ouverture et cette concurrence accrues ont donné lieu à une intégration, non seulement entre institutions, mais aussi entre piliers et entre territoires de compétence. Par conséquent, les institutions étrangères ont été mieux en mesure d'exploiter les nouvelles technologies afin d'augmenter leur efficience, et d'offrir à leur clientèle de nouveaux instruments et de nouvelles combinaisons de services. Ces deux tendances ont profité grandement aux consommateurs du monde entier, et elles se poursuivent encore aujourd'hui.

Dans ces circonstances, un défi de taille se pose aux autorités canadiennes. Comment pouvons-nous améliorer notre cadre de politiques pour encourager la concurrence et ainsi stimuler l'innovation, tout en donnant à nos institutions la latitude

nécessaire pour accroître leur efficience? Voilà le problème que doit résoudre le Canada lorsqu'il examine la possibilité de fusions, tant à l'intérieur des piliers qu'entre ces derniers, ainsi que la suppression des barrières à la concurrence étrangère.

Les questions concernant les meilleurs moyens de renforcer la concurrence — soit de trouver l'équilibre entre les mesures favorisant l'efficience et les autres objectifs légitimes des politiques publiques — sont complexes. Et je n'ai pas de réponses simples. Mais l'efficience doit être au cœur du débat, car, au bout du compte, le bon fonctionnement du système financier constitue la clé de l'avenir, non seulement pour les institutions, mais pour l'ensemble de l'économie canadienne.

L'efficience des marchés financiers

Voyons maintenant la question de l'efficience des marchés financiers. De toute évidence, la compétitivité de ces marchés à l'échelle internationale dépend de leur taille, de leur profondeur et de leur liquidité. C'est pourquoi les marchés financiers canadiens — des actions, des titres à revenu fixe, des produits dérivés ou des changes — sont fondamentalement désavantagés par rapport à ceux de New York ou de Londres. Pour compenser, les marchés financiers canadiens doivent donc être relativement encore plus efficents.

Mais que peut faire le Canada pour que ses marchés gagnent en efficience? La question de la réglementation des valeurs mobilières a suscité beaucoup d'attention, non seulement ici, mais dans nombre d'autres pays. Essentiellement, l'objectif visé consiste à réduire autant que possible ce que les économistes appellent les « asymétries d'information ». Autrement dit, notre cadre réglementaire doit faire en sorte que, de façon générale, les prix du marché reflètent toute l'information pertinente et que l'ensemble des parties à une transaction aient équitablement accès à cette information. Nous pouvons améliorer l'efficience en éliminant les asymétries d'information, tant et aussi longtemps que le coût de la conformité aux nouvelles exigences ne l'emporte pas sur les avantages.

À la suite des affaires Enron, Parmalat et Livent, par exemple, il est apparu clairement que les investisseurs ne recevaient pas toujours une information exacte et suffisante. Dans la foulée de ces scandales, beaucoup en sont venus à réclamer des lois qui obligeraient les sociétés cotées en bourse à divulguer tous les renseignements nécessaires. Mais, pressées d'adopter des lois et des règlements, les autorités ont prêté une trop grande attention à la définition détaillée des modalités de divulgation, plutôt que de se concentrer sur la nature de l'information communiquée. Nous avons vu les coûts de la communication financière augmenter considérablement, aux États-Unis surtout, sans que des progrès notables ne soient réalisés sur le plan de la pertinence de l'information divulguée.

La notion d'information pertinente revêt une importance particulière dans un pays comme le Canada, où la gamme des entreprises cotées en bourse va de la très petite société à la grande multinationale. La définition précise de ce que représente une information pertinente varie selon la taille et la complexité de l'entreprise, et les règles en

matière de divulgation de l'information financière devraient en tenir compte. Par exemple, les sociétés complexes et de grande taille devraient être soumises à des règles plus élaborées afin que les investisseurs puissent recevoir l'information appropriée. Dans le cas des petites firmes, en revanche, des règles plus simples — et, de ce fait, des frais de conformité moindres — pourraient se traduire par un rapport coûts-avantages optimal. Les autorités canadiennes en valeurs mobilières ont reconnu ce point au moment de proposer de nouvelles lignes directrices en matière de gouvernance d'entreprise qui sont fondées sur la taille de la firme.

Un autre aspect à considérer est la nécessité, pour certaines entreprises, d'avoir accès aux marchés mondiaux de capitaux. Celles qui désirent s'inscrire à des bourses internationales devront se plier aux règles de divulgation de l'information financière applicables à ces marchés. Et les grandes sociétés canadiennes qui veulent mobiliser des capitaux à l'extérieur du pays ont besoin ici même de règles qui soient reconnues comme étant conformes aux normes internationales. Mais les entreprises plus petites et moins complexes, qui forment la vaste majorité des sociétés cotées au Canada, ne souhaitent pas nécessairement accéder aux marchés de capitaux étrangers. Aussi n'est-il peut-être pas judicieux que les organismes de réglementation canadiens imposent à ces petites firmes les mêmes conditions qu'aux grandes.

Soyons clairs : les *principes* qui sont au cœur du cadre réglementaire canadien doivent être aussi bons, sinon meilleurs, que ceux des autres pays. Nous devons néanmoins garder à l'esprit que les entreprises dites à moyenne capitalisation, au Canada, peuvent être plutôt perçues comme des sociétés à microcapitalisation ailleurs dans le monde. Par le passé, les marchés canadiens de capitaux sont très bien parvenus à financer ces entreprises, et il importe que ce soit encore le cas dans l'avenir. J'estime donc que les règles de divulgation de l'information financière établies au sein de notre cadre de réglementation devraient tenir compte des différences quant à la taille et à la complexité des sociétés.

La règle selon laquelle les chefs d'entreprise doivent approuver par écrit les états financiers de leur société en est un exemple. Le principe à la base de cette règle est d'essayer de faire en sorte que les investisseurs disposent d'une information exacte et suffisante. Une bonne façon d'y parvenir est de faire assumer cette responsabilité aux chefs d'entreprise. Le principe peut s'appliquer aussi bien aux grandes sociétés qu'aux petites. Il faut user de prudence cependant. Dans le cas des sociétés très grandes et très complexes, il peut être utile d'établir des règles détaillées en matière de procédures. Par contre, il est inutile de définir toute une liste de règles élaborées pour indiquer aux chefs de petites entreprises les procédures à suivre avant de pouvoir apposer leur signature sur les états financiers de leur société. Il faut se garder de fixer des règles qui s'appliquent uniquement à la marche à suivre avant la signature de ce document. Il faut plutôt viser la qualité des résultats, de sorte que les états financiers signés par le dirigeant fournissent réellement aux investisseurs une information exacte et suffisante.

Une plus grande efficience exige que le secteur canadien des valeurs mobilières soit régi par des lois et des règlements uniformes, fondés sur des principes

identiques pour tous. C'est pourquoi certains plaident en faveur de la création d'un organisme pancanadien unique de réglementation des valeurs mobilières. Mon but, aujourd'hui, n'est pas d'intervenir dans ce débat. J'affirme simplement que nous devons nous efforcer d'instaurer la meilleure réglementation possible au meilleur coût, quelle que soit la structure des instances dans ce domaine.

Permettez-moi maintenant d'aborder une autre question importante liée à l'information, à savoir la transparence des prix sur le marché. Je veux parler ici de la divulgation en temps opportun des détails concernant les transactions, comme les prix et les volumes. Il n'est pas difficile de voir dans quelle mesure cette information permet une meilleure affectation des ressources.

Mais le degré de transparence approprié peut varier d'un marché à l'autre. En règle générale, plus un marché est liquide, plus le niveau de transparence qu'il peut soutenir est élevé. Avec l'essor des technologies de l'information, cependant, la transparence tend à s'accroître sur tous les marchés du monde. La Banque du Canada se livre à des recherches et collabore avec les participants au marché et les autorités réglementaires afin de trouver des façons de rendre les marchés canadiens plus transparents, et ce, en tenant dûment compte de trois autres facteurs : liquidité, égalité d'accès et équité des règles du jeu. Voilà les ingrédients qui, avec la transparence des prix, contribuent à l'efficience et au bon fonctionnement des marchés.

Il est important que nous nous penchions sur la transparence et la réglementation. Mais nous devons aussi consacrer le temps et les efforts nécessaires afin de tirer le meilleur parti des règles que nous mettons en place, y compris de celles qui existent déjà, en privilégiant diverses initiatives de moindre envergure susceptibles de concourir à une plus grande efficience. Par exemple, les gouvernements provinciaux et territoriaux doivent adopter en priorité la *Loi uniforme sur le transfert des valeurs mobilières*, qui procurerait une assise juridique plus solide pour la possession et le transfert de droits à l'égard de titres détenus sous forme d'écritures comptables, et qui remplacerait l'actuelle mosaïque de règles dans ce domaine. Une autre initiative est l'appariement des opérations proposé par l'Association canadienne des marchés de capitaux comme moyen de promouvoir le traitement direct des valeurs.

Un autre aspect que le Canada doit absolument continuer à améliorer est celui de l'application de la loi. Il existe une perception généralisée selon laquelle les autorités canadiennes ne punissent pas assez sévèrement les fraudeurs et manquent de poigne dans l'application des règles concernant les délits d'initié ou autres. Aussi est-il encourageant de constater que les commissions provinciales des valeurs mobilières, l'Association canadienne des courtiers en valeurs mobilières, les organismes d'application de la loi et le gouvernement fédéral ont pris des moyens pour assurer une observation plus stricte de la loi. Les mesures de ce genre doivent se poursuivre.

Conclusion

Permettez-moi de conclure. Un système financier efficient est essentiel à l'amélioration du bien-être économique et financier des Canadiens et des Canadiennes. La Banque du Canada participe à l'atteinte de cet objectif en soutenant la confiance du public dans la valeur de sa monnaie et en réduisant les risques qui pèsent sur la fiabilité et la stabilité de ce système. La publication de la *Revue du système financier* fait partie de notre travail en ce sens.

Mais les efforts doivent aller bien au-delà du champ d'action de la banque centrale. J'ai soulevé aujourd'hui des enjeux qui, selon moi, revêtent une importance critique au regard de l'amélioration de l'efficience de notre système financier. Aucun de ces enjeux n'est vraiment nouveau, et chacun a été analysé et étudié en profondeur. Mais pendant que le Canada se livrait à ces analyses et à ces études, le reste du monde agissait. C'est maintenant à nous d'agir. Il est temps de s'atteler à la tâche d'accroître l'efficience de nos marchés. Il en va de la santé future de notre économie et de la prospérité de tous les Canadiens et Canadiennes.