



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

**Discours prononcé par Stephen S. Poloz
gouverneur de la Banque du Canada
devant l'Economic Club of New York
New York (New York)
le 11 décembre 2014**

Réflexions sur l'avenir de la finance

Introduction

Je vous remercie de m'avoir invité à prendre la parole ici aujourd'hui. C'est toujours un plaisir pour moi de me retrouver à New York, en particulier devant un auditoire aussi distingué.

J'aimerais aborder avec vous la question de l'avenir de la finance. Je sais que dans cette salle, je n'ai à convaincre personne de l'importance de l'intermédiation financière. Tout comme il n'y a pas d'éclairage sans lignes électriques, il n'y a pas de croissance économique sans intermédiation financière.

Vous n'êtes pas sans savoir non plus qu'au cours des cinq dernières années, les organismes de réglementation financière ont mis en place des réformes financières dans la foulée de la crise de 2008. Il est hors de doute que ces réformes pèseront sur l'avenir de la finance, mais aucun d'entre nous ne sait vraiment de quelle façon.

L'intermédiation financière se transforme déjà sous l'effet des réformes. Et selon moi, il est utile de mener une réflexion sur l'évolution future de ces tendances. La seule hypothèse que j'avance est la suivante : on ne peut mettre fin aux forces de la concurrence, même en multipliant les règlements. Véritable force de la nature, la concurrence se manifestera d'une manière ou d'une autre, car beaucoup d'argent est en jeu.

Les mesures réglementaires face à la crise : excès ou insuffisance?

Au sommet du G20 à Brisbane, les dirigeants ont reconnu que nous avons respecté les principaux engagements pris en réponse à la crise financière.

Bien sûr, il reste encore certains points importants à régler, surtout en matière de cohérence dans la mise en œuvre des réformes, mais pour l'essentiel, le noyau dur du système financier mondial est bien plus sûr aujourd'hui.

Selon le point de vue adopté, ces réformes sont trop drastiques ou trop modérées. Alors qu'une banque d'importance systémique remarque les coûts élevés de la réforme, le chômeur, lui, subit encore ceux de la crise.

En tant que banquier central, j'adopte un point de vue macroéconomique. Je peux vous dire qu'à la fin de l'an dernier, les pertes cumulatives de production en raison de la crise se chiffraient à l'échelle du globe à quelque 10 billions de dollars américains, ce qui correspond à près de 15 % du PIB mondial. Plus de 60 millions d'emplois ont été perdus.

Nous avons pris, avec raison, le ferme engagement de nous attaquer aux failles les plus importantes révélées par la crise afin de réduire nettement la probabilité et la gravité de futurs marasmes économiques. Bref, nous aimerions faire en sorte que cette situation ne se reproduise plus. Sans aucun doute, la vaste portée et la complexité de ces réformes font dire à certains que la nouvelle architecture de réglementation est bien trop stricte, du moins à première vue.

Évidemment, personne n'a jamais dit qu'il serait facile d'optimiser la portée et la force de la réglementation. La nouvelle architecture de réglementation est le fruit d'un processus politique qui a nécessité de nombreux compromis et fait ressortir des différences marquées entre les systèmes financiers. Par conséquent, les principes qui sous-tendent les réformes importent plus que les règles elles-mêmes. Et ces principes s'accompagnent d'un haut degré de vigilance de la part des autorités de surveillance.

Le fait est acquis : le monde de la finance est un domaine dynamique auquel la concurrence est inextricablement liée, peu importe la structure des marchés. La réglementation financière fondée sur des principes impose des exigences élevées qui permettent encore aux forces de la concurrence de favoriser l'innovation financière – une innovation plus susceptible de profiter à la société que de simplement contourner les normes.

Au Canada, une surveillance active et vigilante va de pair avec l'approche de la réglementation fondée sur des principes. Pour mieux surveiller les éventuels risques émergents, nous disposons d'un système complet de détection qui allie une surveillance, des indications et l'application des règles. Les Canadiens estiment que cette utilisation complémentaire de la réglementation et de la surveillance est propice à l'innovation financière responsable.

Les réformes financières adoptées par le G20 visent notamment un objectif important, celui de veiller à ce que la mise en œuvre des normes soit cohérente entre les différents pays, sans pour autant trop entraver l'innovation financière.

Selon moi, cette innovation dans l'intermédiation financière est essentielle pour favoriser l'équilibre réglementaire entre le maintien de la stabilité financière, d'une part, et le soutien des forces concurrentielles sur le marché, d'autre part. À mesure que les acteurs du secteur financier mettent au point de nouvelles façons de faire (on parle parfois d'« arbitrage réglementaire », terme qui a bien sûr une connotation négative), leurs innovations favorisent un retour à l'équilibre. Elles incitent en effet la réglementation à s'adapter au progrès de l'intermédiation financière.

Les intervenants du secteur sont naturellement portés vers l'innovation financière, car les enjeux financiers pour ceux qui parviennent à innover sont importants. Les enjeux pour la macroéconomie sont également énormes, puisque le retour à une croissance économique durable à l'échelle mondiale exige la poursuite de l'innovation dans le domaine financier. La réglementation doit permettre à ces forces naturelles de s'exercer, mais en toute sécurité.

Où les forces vives pourraient-elles nous mener?

Dans ce contexte, essayons d'imaginer l'avenir de l'intermédiation financière. Comment les forces de la concurrence se feront-elles sentir dans les années à venir?

Commençons par les banques. Certaines d'entre elles décideront peut-être de renoncer aux secteurs d'activité dont les rendements ajustés du risque sont relativement faibles. Les activités sur les marchés de capitaux pourraient notamment diminuer à mesure qu'augmente la pondération des risques qui leur sont associés. Ce processus est d'ailleurs enclenché : depuis 2007, les banques mondiales ont déjà liquidé des actifs et des opérations pour plus de 700 milliards de dollars américains, dont près de la moitié vise des opérations à l'étranger.

Par ailleurs, en réaction aux nouvelles exigences en matière de résolution des défaillances, certaines grandes banques simplifieront peut-être leurs structures organisationnelles.

Je ne sous-entends pas que les grandes banques universelles disparaîtront. Elles continueront probablement d'exister, du moins en raison des fortes économies d'échelle liées aux paiements et aux taux de change. Les grandes banques resteront aussi en place, car il faudra continuer de répondre aux besoins des clients d'envergure internationale.

Quant aux banques de plus petite taille et de moindre complexité, elles mettront probablement davantage l'accent sur les services bancaires classiques.

Ces prédictions ne sont pas infaillibles, car nous ne savons tout simplement pas comment les forces de la concurrence agiront dans ce nouveau contexte. Cela dit, il serait surprenant qu'au final, l'offre de crédit ne s'en trouve pas réduite. Si des imperfections existaient sur les marchés financiers auparavant, certaines d'entre elles devraient être encore plus flagrantes dans le nouveau contexte réglementaire. Je n'invente rien : cette idée sort tout droit de votre premier manuel d'économie.

Il va sans dire que la réduction de l'offre de crédit agirait comme un vent contraire sur la croissance économique. Et si les difficultés de financement que le système connaît déjà dans les meilleures conditions s'aggravent un peu plus avec le nouveau cadre réglementaire, elles se retrouveront probablement dans tous les domaines habituels : le crédit aux nouvelles entreprises ainsi qu'aux petites et moyennes entreprises, le financement des transactions commerciales et le financement de l'infrastructure, pour ne citer qu'eux.

Ces domaines délaissés par les banques pourraient offrir des possibilités intéressantes aux autres intermédiaires du secteur financier. Il est facile d'imaginer plusieurs canaux différents où s'exerceraient les forces de la concurrence, des canaux qui pourraient émerger simultanément.

Premièrement, il y a le financement de marché. Les banques réduisant leur prise de risques, nous pouvons nous attendre à ce que ce mode de financement joue un rôle plus important qu'à l'heure actuelle. Une telle transition est déjà amorcée.

Tout d'abord, dans certains marchés, les entreprises ont de plus en plus recours à l'émission d'obligations pour se procurer des fonds. Aux États-Unis, alors que les opérateurs bancaires ont fortement réduit leurs stocks d'obligations de sociétés, les établissements de prêt non bancaires ont accru les leurs. Qu'ils prennent la forme de gestionnaires d'actifs, d'assureurs, de sociétés financières non bancaires ou d'investisseurs individuels, ces groupes tirent parti de la situation et comblent le vide laissé par les banques traditionnelles.

La titrisation est un autre canal du financement de marché susceptible de prendre une réelle expansion dans ce nouveau contexte. Certes, la notion même de titrisation a été ternie par la crise, mais il me semble qu'une nouvelle catégorie de produits titrisés peu risqués et de haute qualité pourrait se démarquer des erreurs passées.

De telles innovations doivent être favorablement accueillies pour autant qu'elles soient mises en place sans faire peser de nouveaux risques ou des risques croissants sur le système financier, par exemple une pénurie de liquidité en période de tensions. Fait notable, le financement de marché peut même être un facteur de stabilité économique si les intermédiaires concernés réagissent différemment des banques en cas de perturbations sur les marchés. En effet, les pays où les sources de financement sont diversifiées sont peut-être mieux placés pour surmonter les chocs économiques.

Il est cependant peu probable que le financement de marché gomme toutes les imperfections de notre futur système financier. En particulier, il n'est pas très efficace pour réduire les asymétries d'information, si bien qu'il ne remédiera vraisemblablement pas aux difficultés de financement que connaissent les nouvelles entreprises ou les petites et moyennes entreprises.

« Dame Nature » a sans doute un plan pour compenser ces lacunes avec le temps, et une source de financement probable est le crédit privé et le capital-investissement, qui représentent un second canal par lequel les forces de la concurrence devraient se manifester.

D'importants progrès ont été accomplis dans le domaine de la technologie et ils influenceront indéniablement sur l'offre de capitaux privés à l'avenir. Un exemple notable à cet égard est le financement participatif, qui établit un contact direct entre les prêteurs et les emprunteurs individuels grâce à Internet. Un élément important de ce modèle tient à l'absence d'intermédiaire et aussi au fait qu'il n'implique aucune transformation de la liquidité ou des échéances à la manière du financement offert traditionnellement par les banques ou sur le marché.

Bien qu'il soit encore au stade embryonnaire, le financement participatif est déjà en train de transformer la mobilisation des capitaux privés et connaît une croissance rapide au Royaume-Uni, aux États-Unis et en Chine. Ce type de financement qui, au départ, était axé sur des fonds communs provenant de petits investisseurs est de plus en plus dominé par les grandes institutions et les fonds de couverture de large envergure, environ deux tiers des sommes prêtées étant

fournies par des investisseurs institutionnels. Cette évolution modifie déjà considérablement le paysage du financement participatif.

Par rapport à l'intermédiation bancaire habituelle, le financement participatif présente un avantage remarquable sur le plan des coûts et, compte tenu de l'importance des montants en jeu, les forces de la concurrence ne manqueront pas, comme d'habitude, de s'exercer. La vérification de la solvabilité étant automatisée et les banques ne prenant aucun risque, les charges opérationnelles liées au financement participatif représentent, par exemple, le tiers des charges opérationnelles des banques traditionnelles.

Grâce à cet avantage, le financement participatif permet aussi bien aux épargnants qu'aux emprunteurs de profiter d'une aubaine. Mais qui ne risque rien n'a rien, et le coût de cette « bonne affaire » réside dans le risque considérable que prennent les participants.

Malgré les risques, il est facile d'imaginer un monde où le financement participatif est florissant. Ce mode de financement a déjà commencé à s'étendre dans toute une gamme de nouveaux secteurs, comme les prêts pour étudiants, l'immobilier, les opérations de couverture, les prêts automobiles, le financement d'équipements, les prêts médicaux et le crédit interentreprises. Avec le temps, nous pourrions voir le financement participatif s'internationaliser, et également assister à l'essor d'un vaste marché secondaire des prêts participatifs titrisés.

Si j'ai raison et que l'offre de crédit bancaire classique diminue, il n'est pas exagéré de penser que les jeunes entreprises, les petites et les moyennes entreprises et les entreprises à risque commenceront à passer par le canal du financement participatif pour se procurer le crédit recherché.

Cette évolution pourrait jouer un rôle déterminant dans le retour éventuel d'une croissance économique durable, car je suis convaincu que, pour renouer avec la croissance naturelle – et non pas une croissance qui repose sur les politiques publiques –, la création d'entreprises doit reprendre, soutenue par une intermédiation financière novatrice.

Une montée en puissance du financement participatif fera-t-elle peser de nouveaux risques sur le système financier? C'est possible. Ces risques seront-ils de nature systémique? Nous n'avons pas encore de réponse définitive à cette question, mais étant donné la participation grandissante des investisseurs institutionnels dans ce secteur et la part de marché croissante du financement participatif, il pourrait y avoir des conséquences sur la stabilité financière.

Et qu'arriverait-il si le financement de marché ou le financement de source privée apporté par Dame Nature ne corrigeait pas toutes les imperfections de notre système financier? Le financement public est le troisième canal susceptible de jouer un rôle accru dans un monde où le crédit est limité.

Les intermédiaires financiers du secteur public sont actifs dans des domaines comme les prêts aux petites et moyennes entreprises et le financement des transactions commerciales, dont la demande pourrait augmenter dans les années à venir. Mais c'est probablement le secteur des investissements dans les infrastructures qui aura le plus besoin d'une solution émanant du secteur public. L'« infrastructure verte » est particulièrement vulnérable à une défaillance du

marché, puisqu'elle souffre à la fois du problème fondamental du parasitisme et d'une sous-évaluation sociale – ce qui représente en quelque sorte une double lacune du marché.

Les partenariats public-privé ont prouvé qu'ils étaient de plus en plus efficaces pour financer ces investissements, mais ils n'ont pas réglé tous les problèmes, et ils n'échappent pas à la nécessité d'une plus grande innovation financière.

La mise à l'essai de moyens novateurs de partage des risques associés aux projets d'investissement ne peut être que profitable – par exemple, des structures de financement novatrices qui offrent une garantie de l'État, dans lesquelles ce dernier s'expose à un risque budgétaire éventuel plutôt que d'engager des dépenses initiales considérables. Nous devons encourager activement les intermédiaires du secteur privé, les fonds de pension et les fonds souverains à élaborer et à proposer de telles innovations. Encore une fois, il y a beaucoup d'argent en jeu.

Vous l'aurez compris, je suis résolument en faveur des forces du marché. Une innovation financière fructueuse dans les secteurs du financement de marché et du financement participatif apportera probablement des avantages énormes, tant du point de vue des innovateurs que de celui des spécialistes de la macroéconomie. La croissance économique future a besoin que ces forces de la concurrence s'épanouissent, dans le cadre d'une réglementation fondée sur des principes qui vise la protection du système financier. En adaptant l'intermédiation financière émanant du secteur public, on devrait pouvoir corriger les autres imperfections du marché.

Mais toutes ces structures existent déjà sur les marchés, et il n'est pas très difficile d'imaginer leur avenir. C'est pourquoi je me demande si quelque chose d'important nous a échappé. Mais jusqu'où voulons-nous pousser la créativité? Y a-t-il quelqu'un à part moi qui se demande à quoi ressemblera le système bancaire dans l'univers de Star Trek?

Et que dire du modèle corporatiste de la finance mis en scène par Margaret Atwood dans son roman *Le Temps du déluge*? Voilà qui illustre une réflexion sans frontières : les gens travaillent pour une mégaentreprise, ils vivent dans le complexe de la firme, fréquentent ses restaurants et participent aux activités qu'elle organise, et ils effectuent leurs opérations bancaires avec un intermédiaire financier détenu à 100 % par leur employeur, lequel investit les fonds déposés dans la croissance de son entreprise.

Ce modèle est sans doute extrême, mais selon moi il montre bien que ce monde ne comporte effectivement aucune limite. Je vous ai présenté ce matin toute une série de possibilités, mais il existe une multitude d'autres avenir possibles pour la finance.

La stabilité financière est une responsabilité commune

Un avenir prospère suppose un système financier sûr et efficient – et novateur. La réglementation financière doit être conçue de manière à permettre aux forces de la concurrence de s'exercer et à l'innovation de se manifester.

Comme je l'ai dit plus tôt, l'équilibre parfait entre la réglementation et l'innovation est très difficile à établir. De fait, les autorités publiques ne peuvent y parvenir

seules. Cet équilibre est le produit de la réglementation et des forces sous-jacentes de la concurrence dont j'ai parlé plus tôt.

Le fait est que l'intermédiation financière est généralement une activité menée à grande échelle. On le sait bien, exercer une activité de vaste envergure entraîne pour le marché un risque de défaillance ou des imperfections. Par conséquent, l'intermédiaire financier qui exerce ce type d'activité doit le faire en vertu d'un permis social d'exploitation, ce qui bien entendu va de pair avec la réglementation.

En bref, il s'agit d'un contrat. Or les contrats sont le plus efficaces quand les deux parties respectent non seulement la lettre, mais aussi l'esprit de l'entente. Je vous ai demandé d'imaginer des avenir possibles pour la finance. À présent, pouvez-vous envisager un monde où les acteurs réglementés du système financier se conforment non seulement aux termes du nouveau cadre de réglementation mondial mais aussi à sa visée?

Ce que je propose, c'est que l'industrie soit à l'avant-garde d'une évolution positive et qu'elle embrasse délibérément l'esprit de la réglementation financière. Mettez à profit cette réaction positive et faites-en votre image de marque pour regagner la confiance du public, en particulier de monsieur et madame Tout-le-monde. Et, en même temps, démontrez l'efficacité d'une réglementation financière fondée sur des principes, qui ouvre la porte à la concurrence et à l'innovation dans une optique de croissance économique.

Conclusion

Permettez-moi de conclure.

La réglementation financière a des coûts, mais ceux-ci font pâle figure face aux séquelles de la crise financière. Nous en payons encore le prix. La réforme de la réglementation à l'échelle mondiale était absolument indispensable. Nous devons donc travailler de concert pour l'améliorer. Fort heureusement, l'équilibre entre la réglementation et l'innovation est dynamique et non statique, et ce, grâce aux forces de la concurrence.

L'économie mondiale se trouve à un moment décisif. Nous avons traversé un cycle économique destructeur et devons poursuivre nos politiques expansionnistes tant que les vents contraires hérités de cette période n'auront pas faibli et que la phase de reconstruction ne se sera pas réellement entamée. Cette phase nécessitera en particulier une forte reprise de la création d'entreprises et la survie des jeunes entreprises, ce qui favorisera la création d'emplois. L'intermédiation financière novatrice est essentielle à ce processus de reconstruction.

Au Canada, nous avons connu un cycle moins difficile que dans la plupart des autres pays, en partie grâce à la résilience de notre système financier. Toutefois, notre secteur des exportations, le pilier de notre économie, a subi d'importantes pertes. Nous attendons une reprise de la croissance des exportations, qui sera suivie par le réveil des esprits animaux, un regain des investissements dans de nouvelles capacités de production et de nouvelles sociétés, puis le retour de la création d'emplois. Et on dirait que cet enchaînement naturel est enfin engagé. Nous avons une bonne marge pour prendre de l'expansion, mais il faudra encore

quelques années avant que notre économie puisse connaître une croissance soutenue et naturelle, accompagnée d'une inflation qui se maintienne à la cible de manière durable.

C'est ce retour à la croissance naturelle que nous souhaitons tous. Mais il ne s'effectuera pas sans une intermédiation financière dynamique et novatrice. Il nous faut donc adhérer à notre nouvelle architecture de réglementation et poursuivre notre travail.