

La valeur informative des prix des actifs financiers

Actes d'un colloque tenu à la Banque du Canada en mai 1998

Dangers et attraits du recours aux données de haute fréquence pour la conduite de la politique monétaire

Pierre Siklos

Commentaires

John Murray

Le professeur Siklos a présenté une étude mûrement réfléchie, qui vient à son heure. Depuis quelques années, les décideurs publics et les investisseurs privés recourent de plus en plus à des modèles mathématiques sophistiqués et aux données de haute fréquence, aussi bien pour appuyer leurs activités courantes que pour orienter leurs décisions de nature stratégique. L'étude de Siklos porte sur le recours croissant à ces données, examiné à la lumière de deux questions connexes qui présentent un intérêt évident pour la Banque du Canada : quelle est l'utilité des données de haute fréquence pour la conduite de la politique monétaire et quels dangers présentent-elles?

Bien que Siklos soit plus nuancé dans son analyse, sa réponse aux deux questions précédentes semble être, en bref, que : i) les données de haute fréquence ne sont pas très utiles; ii) elles sont fort dangereuses. Avant d'examiner ses conclusions, cependant, il faut bien comprendre ce que l'auteur entend par « conduite de la politique monétaire » et « données de haute fréquence ».

L'auteur prend soin de préciser que deux grandes responsabilités incombent à la banque centrale : instaurer et maintenir la stabilité des prix, et protéger le système financier contre les défaillances systémiques. Bien que les deux fonctions soient souvent complémentaires, il est possible d'imaginer des cas où une action efficace dans un domaine pourrait nuire aux chances de succès dans l'autre. Un assouplissement du crédit, par exemple, visant à soulager des institutions financières en difficulté pourrait favoriser une hausse de l'inflation.

On peut imaginer des situations où la disponibilité de données à jour pourrait aider les autorités à la fois à stabiliser l'économie dans son ensemble et à protéger le système financier. Dans la plupart des cas, toutefois, ce sont surtout les responsables des fonctions prudentielles exercées par la banque centrale — par opposition à ceux qui veillent à l'instauration et au maintien de la stabilité des prix — que les données de haute fréquence risquent d'intéresser le plus. Étant donné qu'il faut généralement attendre un an ou deux pour ressentir les effets de la politique monétaire, à peu près toutes les séries peuvent être considérées comme des données de fréquence élevée de ce point de vue. Il reste qu'en essayant d'examiner toutes les données, les autorités monétaires risquent de perdre de vue l'essentiel. Je me propose de traiter plus en détail, en m'inspirant de l'étude fort utile de Siklos, des usages et abus possibles des données de haute fréquence.

Utilité des données de haute fréquence

Parmi les exemples les plus anciens d'application de ces données à la conduite de la politique monétaire, mentionnons les analyses de la structure des taux d'intérêt et la poursuite d'objectifs d'expansion de la masse monétaire, qui ont eu leur heure de gloire pendant les années 1960 et 1970 respectivement. Ces pratiques ont toutefois été supplantées par des techniques plus évoluées, qui font largement appel aux données relatives aux produits dérivés. Les risques de retournement (*risk reversals*), les volatilités implicites et les distributions de probabilité estimées appartiennent maintenant au vocabulaire courant des banques centrales et ont largement remplacé les grands agrégats de la monnaie et du crédit à titre d'instruments privilégiés de suivi de la conjoncture. Leur attrait tient sans aucun doute en partie au fait que ces données sont disponibles à une fréquence très élevée. Pour qu'elles soient utiles aux décideurs, cependant, il faut qu'elles soient exactes et fiables, et non uniquement à jour.

Malheureusement, les résultats des tests empiriques dont Siklos fait état à la section 3 de son étude ne sont guère encourageants. Les cinq grandes constatations de l'auteur peuvent se résumer comme suit :

1. les variations marquées des prix des actifs et des taux de change signalent uniquement les crises qui sont déjà en cours et qui auraient été détectées de toute façon;
2. peu de variables, à part les écarts de taux de rendement, permettent de prévoir correctement les crises financières dans des analyses probits;
3. les nouvelles d'importance ou la publication de nouvelles données financières n'exercent pas d'influence systématique sur les prévisions de l'inflation dans le secteur privé;
4. les données de haute fréquence ne permettent pas de prévoir l'inflation « persistante » (c'est-à-dire l'évolution tendancielle des prix);
5. l'indice des conditions monétaires dont la Banque du Canada suit l'évolution masque l'information qui pourrait être utile pour détecter les crises.

Dangers des données de haute fréquence

Ayant établi que ces données sont rarement utiles, Siklos entreprend de montrer qu'elles peuvent aussi être nuisibles. Il signale en particulier qu'elles peuvent favoriser un comportement à courte vue, des mesures non pertinentes et une action déstabilisatrice. (Par analogie, on pourrait comparer ce comportement à celui d'une personne à laquelle l'arbre cache la forêt, qui regarde la mauvaise forêt ou qui y met le feu par mégarde.)

Cela veut dire non pas que les données de haute fréquence ne présentent aucun intérêt, mais tout simplement qu'il importe de s'en servir de manière judicieuse. Les données de fréquence élevée et les modèles mathématiques sophistiqués peuvent aider les décideurs à chiffrer les risques de marché, mais ils peuvent aussi leur procurer un sentiment de précision illusoire et leur faire perdre de vue ce qui compte vraiment. Une volatilité supérieure des marchés financiers, par exemple, est souvent considérée comme nuisible et comme un signe annonciateur d'une instabilité macroéconomique future. En pratique, une volatilité accrue a rarement un effet marqué sur l'activité économique réelle. En outre, l'augmentation de la volatilité correspond souvent à des corrections nécessaires du marché et est imputable aux facteurs économiques fondamentaux plutôt qu'aux caprices de la spéculation¹. Des recherches ont même démontré que la volatilité à court terme pourrait avoir des effets bénéfiques, en améliorant à la fois l'efficience économique et le bien-être des consommateurs².

Quelques mesures correctives

Comment les décideurs publics et les investisseurs privés peuvent-ils se prémunir contre les dangers du « pilotage à courte vue » et des données de haute fréquence? Ils se fient habituellement à une combinaison de théorie économique et d'expérience pour se concentrer sur les éléments les plus utiles de l'information qu'ils reçoivent. Depuis peu, cependant, on accorde plus d'attention aux mécanismes institutionnels qui régissent le processus d'élaboration des politiques économiques.

Dans le cas de la politique monétaire, on convient généralement qu'un mandat clair et précis, conjugué à une amélioration du régime de responsabilité et de gestion de la banque centrale, favorise l'obtention de meilleurs résultats. La transparence accrue qui découle de mécanismes institutionnels marqués par une plus grande ouverture non seulement impose une discipline bien utile aux décideurs publics, mais elle contribue à un débat public plus éclairé et plus vigoureux. Les décideurs qui se laissent distraire par des données de haute fréquence non pertinentes ou qui visent des objectifs d'importance secondaire ne tardent pas à faire l'objet de vives critiques dans le public et se voient contraints de justifier leur action. L'adoption de cibles en matière d'inflation fournit un bon exemple de cette conception plus ouverte et plus disciplinée de la formulation et de la mise en oeuvre de la politique monétaire.

Un autre moyen a été proposé pour influer sur le comportement des marchés et imposer une certaine discipline aux décideurs publics : la tenue de réunions selon un calendrier fixé à l'avance. Nombre de banques centrales, notamment la Réserve fédérale des États-Unis, la Bundesbank en Allemagne, la Banque de France et la Banque d'Angleterre, appliquent maintenant un système dans le cadre duquel les hauts

responsables ne se réunissent pour établir la politique monétaire qu'à des dates déterminées au cours de l'année. Exception faite des événements extraordinaires, toutes les décisions importantes de politique monétaire doivent normalement être prises lors de ces réunions. On attribue deux vertus à des dates de décision périodiques et prévisibles. Premièrement, celles-ci devraient inciter les décideurs publics et les investisseurs à envisager l'évolution économique récente avec un certain recul, sans être obnubilés par les données les plus récentes. Deuxièmement, elles devraient aider les marchés à se concentrer sur certaines dates critiques, limitant ainsi les conjectures incessantes que peuvent engendrer des formules plus souples, conçues en fonction des besoins de l'heure. Si les autorités monétaires sont libres de modifier les taux d'intérêt officiels quand bon leur semble, les marchés doivent être constamment sur leurs gardes et peuvent envisager l'évolution économique dans une optique très étroite. Certains observateurs estiment que, parce que le Canada a une petite économie ouverte, la tenue de réunions à dates fixes serait peu pratique ici, mais d'autres voient beaucoup d'avantages à l'adoption d'un tel système.

Ces mesures, parmi d'autres, pourraient offrir une certaine protection contre les dangers que Siklos énumère dans son étude. Au bout du compte, cependant, rien ne saurait remplacer le jugement.

1. Voir Murray, van Norden et Vigfusson (1996).
2. L'un des premiers à le reconnaître a été Frederick Waugh (1944).

Bibliographie

- Murray, J., S. van Norden et R. Vigfusson (1996). *Excess Volatility and Speculative Bubbles in the Canadian Dollar : Real or Imagined?*, Rapport technique n° 76, Banque du Canada.
- Waugh, F. (1944). « Does the Consumer Benefit from Price Instability? », *Quarterly Journal of Economics*, vol. LVIII, août, p. 602-614.