

Premier commentaire

John Chant

Le choix du thème du colloque tenu cette année était particulièrement judicieux, puisque le prix Nobel a été attribué à trois économistes qui se sont illustrés en étudiant le traitement de l'information et son rôle dans l'économie. Avant de parler du colloque lui-même, j'aimerais m'attarder un instant à la façon dont les économistes concevaient l'information avant que George Stigler ne devienne le premier économiste à être couronné du Nobel pour ses travaux en économie de l'information.

Beaucoup considéraient que la prise en compte des coûts d'information équivalait à admettre une défaillance du marché, non à reconnaître que des ressources bien réelles sont nécessaires à la production et au traitement de l'information et à la transmission de celle-ci à ceux qui en ont besoin. Cette façon de voir était aux antipodes du traitement des coûts de transport. Nous étions conscients qu'il était coûteux de transporter des ressources productives ou des biens et services d'un lieu à un autre et que les entreprises s'efforçaient constamment de réduire au maximum les coûts subis à ce titre. Nous étions également conscients qu'il pouvait arriver qu'en raison des coûts de transport, certaines transactions n'aient pas lieu, alors qu'elles auraient été possibles en leur absence. Il est à noter que nous n'avions jamais perçu cette possibilité comme une défaillance du marché. Nous estimions plutôt que l'économie cherchait continuellement la manière la plus efficiente de fournir de l'information. Les coûts de transport n'ont jamais donné lieu à la mystique qui, souvent, plaçait les coûts d'information en dehors du champ de l'analyse économique. Heureusement, les économistes ont démythifié la question. Nous étudions maintenant la façon dont les coûts d'information influent sur le comportement des ménages et des entreprises ainsi que sur la manière dont ils organisent leurs activités. Ce

colloque vient donc à point nommé parce qu'il illustre de manière éloquente le fait qu'on ne peut comprendre le fonctionnement et l'organisation des marchés financiers que si l'on tient compte de leur rôle dans la collecte, l'interprétation et la transmission de l'information.

Avant d'aller plus loin, j'aimerais faire ressortir dans toute leur actualité les conséquences de la révolution dont l'information a fait l'objet dans la pensée économique. Au tout début de cette révolution, Grossman, Stiglitz et Hart ont exposé dans différents travaux l'argument renversant selon lequel le libre accès à une information coûteuse pouvait nuire au fonctionnement d'un marché. Ils attribuaient à l'information nombre des caractéristiques d'un bien public, dont les terrains communaux de jadis constituent l'illustration classique. Si les investisseurs peuvent bénéficier gratuitement des efforts déployés par d'autres pour trouver de l'information, personne ne voudra chercher l'information nécessaire à l'efficience du marché. Un marché concurrentiel de l'information pourrait donc ressembler à un monde sans friction — imaginez le chaos qui se produirait si nous étions incapables de nous arrêter en voiture, une éventualité que tout le monde à Ottawa pourrait facilement concevoir. Bien entendu, peut-être serions-nous sauvés par le fait que nous ne pourrions pas non plus faire démarrer notre voiture. Quelques grains de sable peuvent être lourds de conséquences dans le monde actuel. De même, quelques grains de sable qui permettent un accès privé à l'information peuvent contribuer dans une large mesure au bon fonctionnement des marchés financiers. Cependant, comme dans la réalité, les grains de sable n'ont pas tous le même effet. Certains peuvent enrayer un mécanisme et l'empêcher de fonctionner comme il faut, tandis que d'autres fournissent la traction nécessaire à sa bonne marche. Une bonne partie du colloque met ces constats en lumière.

Mes commentaires porteront sur deux sujets. En premier lieu, en quoi la banque centrale est-elle concernée par la structure et la dynamique des marchés financiers? En second lieu, comment les études présentées au colloque aident-elles les banques centrales à mieux comprendre la structure et la dynamique de ces marchés?

Examinons d'abord pourquoi la banque centrale devrait s'intéresser à la structure et à la dynamique des marchés financiers. La Banque du Canada, comme beaucoup d'autres banques centrales, vise deux objectifs principaux : la réalisation d'une inflation faible et stable et le maintien de la stabilité financière. Les banques centrales s'efforcent d'atteindre ces deux objectifs en effectuant des opérations d'un genre ou d'un autre sur les

marchés. La qualité des résultats obtenus par la banque centrale est donc tributaire de celle des marchés financiers.

Sans entrer dans le détail du mécanisme de transmission, disons que les mesures de politique monétaire visant la stabilité des prix produisent leur effet en se propageant des marchés financiers à court terme, où la Banque intervient, aux marchés qui déterminent les taux d'intérêt à plus long terme et les variations du crédit qui importent le plus pour les décisions des ménages et des entreprises en matière de dépense.

Le bon fonctionnement des marchés financiers facilite de diverses manières la mise en œuvre d'une politique monétaire axée sur la stabilité des prix. Des marchés moins liquides sont davantage susceptibles de produire du bruit, que les opérateurs devront s'efforcer de distinguer des interventions de la banque centrale. Lorsque les mesures de politique monétaire modifient les conditions fondamentales du marché, les signaux transmis aux opérateurs sont plus clairs et sont diffusés plus rapidement dans l'ensemble des marchés si ces derniers fonctionnent bien. Des marchés financiers efficaces contribuent également à ce que la politique monétaire ne vise pas un secteur plus que les autres. De par sa vocation générale, la politique monétaire doit influer sur la dépense dans tous les secteurs de l'économie, en fonction de leur sensibilité aux taux d'intérêt. Si le marché ne fonctionne pas bien, les autorités n'obtiendront pas les effets généraux recherchés. Les mesures de politique monétaire seront ressenties davantage par ceux qui se financent sur des marchés qui ne réussissent pas à s'adapter en douceur à l'évolution des conditions monétaires.

De quelle manière les études présentées au colloque ont-elles contribué à une compréhension des marchés financiers qui puisse aider une banque centrale à mettre en œuvre sa politique monétaire dans des conditions normales?

Les marchés évoluent rapidement et continueront de le faire. Cependant, c'est une chose de proclamer que les marchés financiers évoluent, et c'en est une autre de décrire la manière dont ils se transforment et d'analyser les conséquences de ces changements. Dans son étude, Domowitz énonce un constat important, à savoir que la transformation des marchés ne se limite pas à l'informatisation des activités actuellement effectuées par d'autres moyens. Ce sont les rôles, ainsi que les modes de fonctionnement, des bourses de valeurs et des courtiers qui sont modifiés en profondeur. Il est absolument crucial que les banques centrales et les organismes chargés de la réglementation des marchés en soient conscients. Il importe aussi de

replacer ce constat dans son contexte. Les décideurs publics doivent s'intéresser aux principales fonctions des marchés financiers et à la manière dont elles sont exécutées. La restructuration des marchés financiers que décrit Domowitz exige des décideurs qu'ils continuent de concentrer leur attention sur les fonctions sans se laisser distraire par les changements de forme.

On voit de plus en plus les économistes attacher de l'importance au rôle des institutions, à tel point qu'il est souvent difficile de saisir la différence que certains font entre la théorie et l'étude des institutions. La théorie n'a guère de sens hors contexte. Une théorie bien enracinée dans la connaissance des institutions et de leur structure peut grandement nous aider à comprendre les caractéristiques subtiles des institutions réelles — et ces caractéristiques subtiles tirent souvent à conséquence. Leur prise en compte débouche sur un principe important : avant de songer à modifier les institutions, il faut s'assurer de bien les comprendre. Ce principe vaut dans bien des domaines où les économistes étaient portés à conclure à un fonctionnement inefficient du marché et, à ce compte, de l'État et des organismes publics. Ce principe ne veut pas dire qu'il ne faudrait jamais remettre en question les dispositions institutionnelles. Il s'inspire cependant d'une leçon simple que nous a livrée George Stigler : il se peut que la survie soit un signe d'efficience dans un monde en évolution. Les dispositions qui régissent de manière durable les marchés ont résisté à l'épreuve du temps et ne devraient pas être condamnées *a priori*, même si certaines de leurs caractéristiques peuvent paraître contraires à l'intuition.

Les questions liées à ce principe ont été analysées et illustrées au cours de la première journée du colloque. La différence entre les flux d'ordres sur les marchés d'actions et de titres à revenu fixe pourrait sembler relativement insignifiante. L'étude que Gravelle consacre à la microstructure des marchés de contrepartie aboutit à une conclusion différente, à savoir que les structures actuelles des marchés d'actions et de titres d'État différeraient pour de bonnes raisons. Il s'agit d'une belle illustration du principe de Grossman-Hart-Stiglitz sur les conséquences d'un excès d'information. Il se peut que les dispositions en place dans un marché préservent la valeur de l'information pour les intermédiaires de marché et permettent à ceux-ci de se comporter d'une manière qui assure la liquidité du marché pour les autres participants. L'idée est poussée plus loin par Audet, Gravelle et Yang, qui se penchent sur les facteurs sous-jacents qui favorisent telle ou telle structure de marché. Les deux études soulignent le fait que des ordres massifs et peu fréquents peuvent exiger des institutions différentes de celles qu'on trouve

dans un marché où les ordres sont fréquents et de montant moins élevé. Il serait intéressant de voir si un prolongement de l'analyse pourrait déboucher sur la coexistence des deux types de marchés, moyennant des hypothèses appropriées en matière de coûts. Dans leur étude, D'Souza et Lai développent un thème tout à fait voisin en montrant comment un changement de la structure des opérateurs peut modifier le fonctionnement du marché, de même que ses résultats. Tous ces auteurs s'appuient sur la théorie pour justifier leurs conclusions, mais ces dernières sont plus que des possibilités théoriques : elles sont aussi pertinentes d'un point de vue empirique.

Madhavan, Porter et Weaver analysent une expérience naturelle à l'issue manifestement concluante et prévisible — voire si évidente que beaucoup ne jugeraient même pas utile de l'étudier. L'augmentation de la transparence de la Bourse de Toronto par suite du renforcement des règles de divulgation devrait à coup sûr améliorer la liquidité du marché. Et pourtant, les auteurs aboutissent à la conclusion inverse, ce qui conforte l'analyse théorique présentée dans les communications précédentes. Holland complète bien le tableau en exposant un point de vue plus pratique, sous la forme d'un examen des choix auxquels sont confrontés les décideurs lors d'un changement. Le statu quo était exclu : son étude illustre bien l'exercice d'équilibre auquel se sont livrées les autorités britanniques en matière d'objectifs lorsqu'elles ont dû faire face au changement.

Permettez-moi maintenant de passer au second objectif d'un grand nombre de banques centrales : le maintien de la stabilité financière. Celle-ci suppose également des marchés bien rodés, et ainsi mieux à même d'absorber les nouvelles informations sans perturbation des transactions ni fluctuations extrêmes des prix. De tels marchés peuvent, en cas de tensions, assurer aux participants une liquidité suffisante pour qu'ils cherchent moins à se désengager, ce qui diminue les risques de « ruée vers la sortie » auxquels donnent naissance ces situations d'incertitude. Les problèmes d'instabilité paraissent donc moins probables dans les marchés à la fois vastes et profonds.

La qualité des marchés influe d'une autre façon importante sur l'objectif de stabilité financière. L'efficacité du moyen dont disposent les banques centrales pour parer à l'instabilité, à savoir l'injection de liquidités, dépend de la qualité du marché. C'est ce qu'illustre bien la controverse relative à la fonction de prêteur de dernier ressort. Certains prétendent que les banques centrales peuvent maintenir la stabilité financière en se contentant de fournir des liquidités aux marchés soumis à des tensions. Les institutions qui ne sont

plus liquides mais restent solvables s'en sortiront en tirant parti de l'accroissement général de la liquidité du marché. Poussé à l'extrême, ce raisonnement gomme toute distinction entre l'insolvabilité et l'illiquidité. L'incapacité de faire face à ses obligations courantes est tout simplement un signe d'insolvabilité. D'autres, assurément bien plus nombreux, croient que la banque centrale doit avoir le pouvoir d'accorder directement des prêts aux institutions en difficulté pour prévenir ou contrer l'instabilité financière. Ils estiment qu'il n'est peut-être pas suffisant d'assurer un accroissement général de la liquidité du marché pour protéger des entreprises illiquides, mais quand même solvables. Les prêts doivent être octroyés directement si l'on veut qu'ils profitent aux entreprises en difficulté mais solvables.

Ces points de vue opposés ressortissent à deux visions fort différentes de la qualité des marchés. Il existe cependant une autre dimension clé : la qualité des marchés à un moment donné n'est pas forcément un bon indicateur de leur qualité en cas de tensions. Tout comme l'instabilité financière, les conditions de marché auxquelles on est confronté en présence d'une telle instabilité sont peu fréquentes. C'est là que les études présentées fournissent des aperçus utiles aux banques centrales.

Le terme souvent utilisé de contagion désigne les changements que subissent les relations entre entités (institutions ou pays) en période de tensions. Le sens exact que les chercheurs attribuent à ce terme n'est toutefois pas toujours clair. Ce sens ne se limite certainement pas au fait que différentes économies ou différentes institutions sont soumises aux mêmes forces au même moment. L'étude de Gravelle, Kichian et Morley nous permet de mieux comprendre la question en nous proposant une définition réaliste de la contagion, qui s'avère utile pour évaluer la possibilité qu'une contagion soit observée au niveau international après un choc. De même, les travaux de Furfine et Remolona montrent que les marchés financiers réagissent différemment aux transactions en période de tensions. Les banques centrales doivent savoir si les relations qui ont cours en temps normal se vérifient ou non lorsque les marchés subissent des chocs. Ces recherches sont un premier pas dans l'approfondissement de notre connaissance du comportement des marchés en période de tensions.

La dernière étude, celle d'Evans et Lyons, opère un rapprochement entre les deux courants d'analyse exposés dans les précédentes, tout en adoptant une voie distincte. Elle se distingue par son propos, qui est d'examiner la validité du modèle de portefeuille sur le marché des changes, une question d'ordre macroéconomique, mais dans un cadre de micromarché qui présente des liens avec les analyses portant sur la structure des marchés et ses

conséquences. Le modèle des auteurs décrit en deux étapes le processus de négociation sur le marché des changes, les opérations se déroulant dans un premier temps entre les cambistes, d'une part, et le public et la banque centrale, d'autre part, et dans un second temps uniquement entre les cambistes. Evans et Lyons se concentrent sur la question — qui relève de la microstructure du marché — de savoir comment le processus de négociation se traduit par deux effets d'information : un effet observé strictement durant la journée, qui reflète l'aversion des cambistes pour le risque, et un effet s'étalant sur plus d'une journée lié au rééquilibrage du portefeuille des autres opérateurs. L'analyse se rattache aux autres études traitant de la réaction des marchés en période de tensions lorsqu'elle conclut que l'influence du flux d'ordres sur le marché n'est pas invariante, mais dépend de l'état de ce dernier, et plus particulièrement du flux de nouvelles macroéconomiques.

En résumé, quel bilan peut-on tirer de ce colloque? Celui-ci a permis d'aborder des questions d'une importance cruciale pour les banques centrales, à titre de garantes de la stabilité des prix et de la stabilité financière. Un ensemble équilibré d'aperçus théoriques, empiriques et pratiques est venu éclairer les questions essentielles que les banques centrales doivent bien comprendre. Le colloque a fait ressortir, et je m'en réjouis, l'importance des questions microéconomiques dans la pratique du métier de banquier central en montrant que la réaction d'un marché à des influences extérieures est fonction à la fois de la structure des institutions qui le composent et des conditions qui y règnent. Les banques centrales doivent se préoccuper non seulement des leviers dont elles disposent pour mener leur politique, mais aussi des canaux par lesquels cette politique influe sur la conjoncture et la réaction des marchés financiers.

