

Discussion générale*

Alexandra Lai commence par remercier Gerald Goldstein d'avoir attiré l'attention des deux auteurs sur les limites de l'étude. Elle ajoute qu'ils auraient pu faire état de ces dernières et que toutes les remarques et critiques formulées par Goldstein sont valables. L'étude a été menée dans un cadre d'équilibre très partiel et part d'un équilibre sous contrainte. Elle ne permet pas de trouver le montant optimal de fonds propres qu'une banque choisit de détenir globalement, l'hypothèse étant que celle-ci se conforme aux normes en vigueur pour établir le niveau des fonds propres à maintenir en fonction de son risque global. Lai mentionne qu'il y a bien des façons de généraliser ce cadre, mais que les deux auteurs ont voulu innover en envisageant la question des regroupements et de l'allocation du capital sous l'angle du comportement des courtiers et de l'équilibre sur les marchés de contrepartie.

Richard Lyons fait observer que Goldstein semble considérer l'achat de maisons de courtage par les banques comme une intégration verticale. Il y voit plutôt une intégration horizontale, et c'est comme ça qu'il a abordé l'étude du marché des changes. Par exemple, si J.P. Morgan et Chase s'alliaient, il n'y aurait plus qu'un opérateur sur le marché des changes au comptant plutôt que deux; il s'agit donc bien d'une intégration de type horizontal.

Lyons ajoute que l'équation (1), dans laquelle le rendement ou le flux de trésorerie espéré est fonction de la variance des rendements pour la division

* Le présent sommaire a été rédigé par Nicolas Parent.

considérée, comporte bien des hypothèses implicites¹. En finance, on enseigne le MEDAF² et différents modèles où le rendement n'est pas fonction de sa propre variance, mais de la covariance avec le marché. Par conséquent, si l'on envisageait le problème du point de vue d'un pupitre de négociation opérant pour son propre compte plutôt que d'un teneur de marché (ce que le modèle est assez général pour représenter), pourquoi devrait-on considérer que le rendement est fonction de sa propre variance plutôt que de la covariance comme point de départ du modèle?

Chris D'Souza répond qu'il y a ici deux types de covariance, l'une entre les secteurs d'activité et l'autre à l'intérieur de chaque secteur. Les auteurs ont voulu se livrer à une expérience de contrôle et s'intéresser d'abord à la covariance entre secteurs d'activité, de manière à en étudier l'incidence sur la liquidité du marché. Donc, l'équation (1) exprime la relation positive entre le rendement et le risque, mais la banque tiendrait compte de la corrélation entre les différents secteurs d'activité avant de décider de la manière d'affecter son capital.

Asani Sarkar avance que le modèle retenu se compose dans le fond de deux volets : le premier portant sur l'allocation du capital et le second décrivant le comportement des courtiers. Il demande si le modèle est résolu comme un équilibre imparfait en sous-jeu. Autrement dit, lorsqu'on décide de l'allocation du capital dans un premier temps, tient-on compte de ce qui va se produire dans un second temps sur le marché de contrepartie?

Lai répond que ces deux volets du modèle ne sont pas encore parfaitement intégrés, mais que les auteurs se proposent de résoudre le modèle de cette façon, en partant du deuxième volet pour remonter ensuite au premier.

Randall Powley mentionne à nouveau que, si la corrélation négative se vérifie et que le nombre de courtiers ne diminue pas trop, le résultat net pourrait s'avérer un progrès en définitive. En serait-il encore ainsi si, par exemple, le nombre de banques passait de six à trois?

Lai réplique que tout est possible. La liquidité du marché peut s'améliorer si l'on obtient une baisse de l'aversion pour le risque et que le bassin de courtiers est suffisamment important au départ. Dans l'expérience à laquelle ils se sont livrés, les auteurs ont réduit le nombre de courtiers d'une unité. Cette diminution est évidemment négligeable si l'on part de 1 000 courtiers,

1. Lyons fait allusion à l'équation (1) de D'Souza et Lai, qui se présente ainsi : $E(y_j) = \mu_j(\sigma_j^2)$, $j \in K$, où E est l'opérateur d'espérance mathématique, y_j représente le flux de trésorerie de la division j , σ_j^2 désigne la variance du flux en question, K est l'ensemble des activités menées par la banque et μ_j constitue la fonction de profit de la division j (voir le document de travail n° 2002-5 de la Banque du Canada).

2. Modèle d'équilibre des actifs financiers

mais elle est importante si l'on part de six. Les effets de cette réduction du nombre de courtiers et ses conséquences sur le plan du partage des risques dans le marché considéré seraient donc considérables si l'on avait au départ cinq courtiers. Il est possible cependant que le résultat final représente un progrès si le courtier issu du regroupement a d'importants capitaux de risque à sa disposition.

Allison Holland s'attarde sur l'idée de l'intégration horizontale des courtiers. Un décideur public s'attendrait a priori à ce que les fusions réduisent le montant total des capitaux affectés au marché. Il est tout à fait rassurant de constater que, d'après la démonstration des auteurs, il n'en va pas nécessairement ainsi. Mais Holland a deux remarques à formuler à ce sujet. D'abord, elle se demande, à l'instar d'Audet, Gravelle et Yang, si le regroupement de courtiers débouche sur une plus grande homogénéité et quels en seraient les effets sur la liquidité du marché. Ensuite, elle aimerait savoir si une diminution du nombre de courtiers peut se traduire par un accroissement de la collusion implicite, et comment cet élément de collusion pourrait être pris en compte dans le modèle.

En réponse à la première question, Lai fait observer que, lorsque deux courtiers fusionnent, l'important n'est pas tellement que la maison de courtage issue du regroupement dispose de plus de capitaux que n'en avaient auparavant les deux courtiers mis ensemble; il suffit qu'elle dispose de plus de capitaux que l'un ou l'autre de ces courtiers. Dans ce cas-ci, il n'est pas nécessaire que un plus un égale deux ou plus. Si l'on avait au départ, par exemple, deux courtiers disposant chacun d'une unité de capital et que le nouveau courtier dispose d'une unité et demie de capital, l'effet sur la capacité de risque du marché serait quand même positif.

En ce qui concerne le second point, soit le risque accru de collusion en cas de regroupement, Lai est d'avis qu'il faudrait disposer d'un modèle dynamique pour étudier cette question, mais que celle-ci est intéressante.

Pour ce qui est de l'homogénéité ou de l'hétérogénéité, D'Souza ajoute que lui et sa coauteure voulaient montrer que, même si des courtiers opèrent sur un marché déterminé et se comportent de façon très similaire, ils peuvent être considérés comme hétérogènes en raison de la manière dont la banque est structurée.