

Commentaires

Gerald Goldstein

J'aborde ce sujet sous un angle légèrement différent. Mon point de vue est celui d'un organisme de réglementation, pour qui la « liquidité » s'envisage à l'échelle de l'institution financière. La question est dans ce cas de savoir si chacune des banques peut générer suffisamment de fonds pour rester solvable si les gens retirent leurs dépôts. Mais la situation où elles se trouvent tire aussi à conséquence pour la liquidité du marché, puisque les banques peuvent s'adresser à ce dernier, entre autres sources à leur disposition, pour obtenir les fonds nécessaires. Mais avant de commencer, je tiens à dire que je comprends le point de vue d'Ian Domowitz. D'Souza et Lai semblent dégager toutes sortes d'implications appelant l'intervention des pouvoirs publics, alors que l'on pourrait très bien s'en remettre simplement au marché. Par conséquent, si quelques-uns de mes commentaires portent sur les répercussions théoriques de l'étude, je ne suis pas certain de leur pertinence sur le plan empirique.

L'étude traite de l'idée reçue selon laquelle une diminution du nombre de courtiers se traduirait par une réduction de la liquidité. Elle montre par un raisonnement astucieux que cela peut ou non être le cas, au moyen de ce qui constitue le seul outil clé dont nous disposons en théorie financière, la diversification. C'est là que réside le pouvoir dans le domaine financier. La diversification est synonyme de résultats. D'Souza et Lai ont bien montré que, si une banque — ou une autre institution financière — fusionne avec une institution dont les activités présentent une covariance négative avec celles de la banque, vous aurez une institution plus forte et, peut-être, une intensification de l'activité souhaitée. C'est là un résultat digne d'intérêt.

J'aimerais situer ce résultat dans son contexte. L'étude s'inscrit dans un cadre de statique comparative et d'équilibre partiel, ce qui permettra à D'Souza et Lai d'apporter éventuellement des prolongements intéressants à

leur analyse. Si nous avons au départ un monde sans contraintes, les entreprises cherchant la maximisation du profit viseraient une combinaison optimale d'activités. Les auteurs optimisent un sous-ensemble d'activités J et K. Cependant, comme l'a indiqué Lai, J est aussi une variable de décision. Or, les deux auteurs l'ont considérée comme donnée. J étant une variable de décision, la question est de savoir comment les activités se répartissaient, à l'équilibre, avant la situation que les auteurs décrivent. Quel était l'équilibre sous contrainte?

Il est clair qu'une contrainte a été assouplie dans le modèle. On a autorisé les banques à acquérir des maisons de courtage en valeurs mobilières. Toutefois, la révélation des préférences a une implication sur le plan empirique. Si, en fait, l'état du monde avant la situation que traitent D'Souza et Lai se caractérisait par l'absence de fusions entre courtiers, c'est qu'il n'y avait pas d'économies de gamme entre ces derniers. Il n'existait pas non plus d'économies de gamme entre les courtiers et le secteur non réglementé.

Il y a là quelques questions ou conséquences empiriques intéressantes à dégager. Si les banques ont pris le contrôle de certains courtiers, par exemple, c'est que d'autres avant elles ne l'avaient pas fait.

En outre, bien que le montant des fonds propres que les banques sont tenues de détenir soit une proportion fixe de celui des portefeuilles en jeu, ainsi que le font observer les auteurs, les entreprises maintiennent souvent le niveau de leurs fonds propres au-dessus de ce montant pour financer leurs activités. Cependant, le niveau de risque que choisit une banque est également endogène. Alors que les organismes de réglementation fixent un niveau de fonds propres permettant d'assurer une qualité minimale du point de vue des investisseurs, les banques choisissent de façon endogène les fonds propres qu'elles souhaitent détenir pour leur exploitation, ce qui influe sur les risques auxquels elles s'exposent et sur la manière dont elles traitent ce risque. Ainsi, les banques actives à l'échelle internationale maintiennent des fonds propres supérieurs aux normes établies parce qu'elles sont présentes dans des secteurs qui sont réglementés par le marché — par Standard & Poor's, Moody's, Fitch IBCA, lesquels sont plus exigeants et les obligent à garder davantage de fonds propres si elles veulent traiter entre elles. Le problème d'optimisation s'élargit donc encore. Mais il devient également endogène.

Encore une fois, je tiens à souligner que nous devrions y réfléchir à deux fois avant de conclure à la nécessité d'accroître le champ d'intervention des pouvoirs publics. Le modèle est configuré (et le texte est rédigé) de telle façon que le fait de disposer d'un marché liquide pour certains titres présente un avantage pour la collectivité; les marchés de titres d'État jouent plusieurs rôles importants, qui dépendent de leur grande liquidité. Cela

revient à dire que les décisions privées des courtiers ont des effets externes non négligeables. Nous pouvons même aller plus loin. Il s'agit ici du cas extrême où le bien public pur est à l'origine de fortes externalités parce que personne ne peut être privé des avantages que celui-ci confère et qu'il existe un produit sans concurrence — ce qui implique un niveau sous-optimal d'intervention gouvernementale sur ce marché. Cependant, si l'on peut démontrer qu'une politique publique efficace nécessite des marchés de contrepartie efficaces, la fonction objectif, dans cette étude, n'est qu'un optimum privé, qu'il faut reformuler si l'on veut atteindre un optimum social. Il est très important d'établir sur le plan empirique si l'on a effectivement besoin de marchés de contrepartie efficaces pour appliquer la politique publique. Mais si cela est réellement le cas, nous ne réalisons pas un optimum social.

Le raisonnement des auteurs repose essentiellement sur la covariance négative entre le flux de trésorerie dégagé par une activité en particulier et celui d'une autre activité. Il serait intéressant d'en connaître un peu plus long sur la source de cette covariance. La littérature consacrée à la liquidité du marché fait état de deux motifs pour les courtiers : l'un est l'asymétrie de l'information, l'autre est la gestion des stocks. Quels genres d'activités présentent une covariance avec la fonction de tenue du marché dans une banque? Huberman et Halka (2001) se sont efforcés d'estimer le rendement et le risque systématiques; ils n'ont pas eu beaucoup de succès, mais au moins ils ont essayé. Ils soulèvent une question intéressante dans leur étude, et je les cite : « Bien que, dans les modèles actuels, les teneurs de marché jouent un rôle central dans l'explication des écarts observés et de la profondeur des marchés, l'effet réel de leur présence sur ces deux variables n'est pas clair. Par exemple, les cours acheteur et vendeur et les quantités affichés par les spécialistes de la Bourse de New York n'émanent pas nécessairement de ces derniers, mais bien souvent d'autres négociateurs qui n'ont pas de statut particulier sur le marché. » [*traduction*] Nous ne savons donc pas trop comment traiter certains aspects de cette question sur le plan empirique.

Comme c'est un domaine que je connais mal, j'ai lu un certain nombre d'études pour me familiariser avec le sujet, notamment celle de Maureen O'Hara (2001). Elle formule une remarque intéressante, qui est applicable à l'étude de D'Souza et Lai : « Les liens entre des marchés multiples induisent des effets complexes et souvent contradictoires sur la liquidité du marché et le comportement des opérateurs. Il n'est même pas certain qu'un équilibre pourra être maintenu sur un marché segmenté. » [*traduction*] Donc, nous revenons à la question de l'équilibre partiel. Lorsqu'une entreprise est active dans différents marchés, un équilibre de marché est-il viable? La plupart des études se placent dans un cadre de

statique comparative, et le processus de tâtonnement auquel cela donne lieu est fascinant. Mais il devient très difficile de modéliser implicitement les phénomènes qui se déroulent sur le marché.

Je terminerai par une observation sur les banques et leur comportement face aux normes de fonds propres. Les banques cherchent à maximiser leurs profits et, si vous leur imposez une réglementation, elles trouveront une manière d'atteindre leur optimum tout en respectant la réglementation. Cela ne signifie pas toujours qu'elles se lanceront dans de nouvelles activités. Bien souvent, elles se délesteront de certains secteurs d'activité pour contourner les contraintes qui leur sont imposées. Elles créeront aussi de la liquidité. L'une des choses que nous oublions souvent est l'inventivité dont font preuve les institutions privées dans la création de liquidité. Les institutions financières ont appris à transformer un produit, disons un titre d'État, en différents produits finaux. Elles prennent le rendement du produit en question et l'échangent. Elles font de même avec la volatilité. Elles échangent aussi le produit lui-même contre autre chose. La création de liquidité revêt de nombreuses formes. Cependant, je demeure quelque peu sceptique lorsqu'on me dit que le rôle que joue un courtier ou un réseau de courtiers dans l'accroissement ou la diminution de la liquidité constitue une question qui intéresse au premier chef les pouvoirs publics. Il s'agit à mon avis d'une question fascinante pour les chercheurs, mais je me demande s'il faut y voir un enjeu de politique publique.

Bibliographie

- Huberman, G., et D. Halka (2001). « Systematic Liquidity », *The Journal of Financial Research*, vol. 24, n° 2, p. 161-178.
- O'Hara, M. (2001). « Overview: Market Structure Issues in Market Liquidity ». In : *Market Liquidity*, actes d'un atelier de la Banque des Règlements Internationaux tenu en avril 2001, Bâle, BRI, p. 1-8.