

## Deuxième commentaire

---

*Dino Kos*

J'aimerais remercier la Banque du Canada de m'avoir invité à vous adresser la parole et d'avoir choisi un sujet aussi intéressant. De nombreux forums ont porté au fil des ans sur les aspects macroéconomiques des marchés financiers, mais très peu se sont attachés à leurs aspects microéconomiques. C'est un domaine où il reste beaucoup à faire, et le présent colloque joue certainement un rôle très utile à cet égard.

Avant de passer à des points particuliers, je voudrais formuler quelques observations d'ordre général. Premièrement, je tiens à préciser que mes remarques sont celles d'un praticien et non celles d'un économiste. Deuxièmement, je n'ai pas l'intention de commenter chacune des études très riches qui nous ont été présentées. À cet égard, je m'estime privilégié de succéder à John Chant, qui nous a déjà livré ses impressions sur nombre d'entre elles. Je me concentrerai plutôt sur quelques questions, notamment la liquidité et les raisons pour lesquelles les banques centrales doivent s'en soucier. Troisièmement, je désire remercier les organisateurs du colloque d'avoir rassemblé une telle brochette de théoriciens et de praticiens. Ces deux groupes ont parfois de la difficulté à se comprendre, mais le courant est très bien passé cette fois-ci.

À un colloque comme celui-ci, vous pouvez vous attendre à deux remarques de la part de la plupart des participants à propos des marchés financiers et des interventions de la banque centrale : les marchés devraient être les plus transparents possible et les interventions des banques centrales ne sont pas assez transparentes. J'ai donc été fort étonné qu'une étude porte sur la question de savoir si les marchés de titres devaient être transparents. Le simple fait de poser la question constituait une nouveauté. L'on nous a aussi présenté des résultats voulant que les interventions « secrètes » sur les

marchés des changes, si souvent tournées en dérision par les chercheurs durant la dernière décennie, pourraient être un outil tout à fait valable.

J'aimerais maintenant dire quelques mots sur la liquidité. Je commencerai par la définir, puis j'expliquerai pourquoi elle est importante et je conclurai par ce que nous pouvons ou devrions faire à son sujet. Dans mon esprit, un marché est liquide s'il peut absorber des ordres d'assez grande taille aux prix en vigueur ou aux environs de ceux-ci. Pour évaluer la liquidité d'un marché, on peut examiner les écarts entre les cours acheteur et vendeur, sa profondeur et la continuité des cours. La façon dont j'ai défini la liquidité n'est en rien liée au volume des opérations, au nombre de courtiers ni même au type de marché, à savoir s'il s'agit d'un parquet traditionnel, d'un marché électronique ou d'un marché animé par des courtiers, pour ne prendre que trois exemples.

J'examinerai en quoi la liquidité est importante aux yeux des trois groupes intéressés du côté des pouvoirs publics : i) les responsables de la régulation de l'économie; ii) les organismes de surveillance des institutions financières; iii) les dirigeants de banques centrales chargés d'appliquer les politiques définies par le premier groupe de décideurs. Premièrement, pour les décideurs ayant une perspective globale ou macroéconomique, la liquidité des marchés fait partie intégrante du mécanisme de transfert et de dilution des risques. Des marchés liquides permettent aux agents qui ne sont pas disposés à assumer certains risques de les transférer à d'autres qui le sont, ce qui est l'une des conditions de l'affectation efficiente des ressources.

Deuxièmement, du point de vue des organismes de réglementation, comme Gerald Goldstein, du Bureau du surintendant des institutions financières, l'a succinctement expliqué hier, la liquidité, c'est la capacité des institutions réglementées, et même des institutions non réglementées, à se procurer des fonds de façon efficiente. J'ajouterais que la liquidité comprend aussi la capacité de ces institutions de modifier rapidement leur profil de risque au moyen d'opérations sur les marchés de produits dérivés ou de titres. Pour ces organismes, la liquidité est une notion centrée sur les institutions financières.

Troisièmement, la liquidité revêt une grande importance pour les banques centrales chargées de l'application de la politique monétaire, ainsi que le gouverneur David Dodge nous l'a décrit avec éloquence hier soir. Les marchés financiers influent sur la façon dont cette politique est mise en œuvre. Il est essentiel que les marchés soient suffisamment profonds et liquides pour que la banque centrale puisse augmenter ou réduire la taille de son bilan sans perturber les prix relatifs des actifs financiers. Cette caractéristique est parfois appelée « neutralité »; les banques centrales ne désirent pas que leurs interventions modifient les prix relatifs des actifs

financiers et qu'elles favorisent ainsi un groupe d'émetteurs au détriment d'un autre.

Il y a dix ans, les banques centrales, dont la Réserve fédérale américaine, ne se posaient pas de questions sur la composition de leur portefeuille, pas plus que sur la profondeur et la liquidité des marchés. Comme les gouvernements accumulaient des déficits budgétaires importants et que leur endettement se creusait, il ne manquait pas de titres à acheter et les marchés étaient généralement très liquides. La situation a bien changé. Les gouvernements dégagent des excédents, non seulement aux États-Unis, au Canada et en Australie, mais aussi dans d'autres pays de l'OCDE. Certains pays ont même commencé à rembourser leur dette. Mais même une simple baisse des déficits peut réduire la liquidité. Si le montant total à investir augmente à un rythme donné mais que la dette publique croît à une cadence inférieure à ce dernier, la proportion des actifs financiers sûrs diminuera. Ce phénomène est amplifié lorsque le niveau absolu de la dette recule, comme c'est le cas actuellement aux États-Unis et au Canada. Il existe un certain point à partir duquel les banques centrales doivent se soucier des conséquences de cette évolution sur la liquidité et l'activité des marchés.

Si sa capacité à acheter ou à vendre des titres d'État sans influencer sur les marchés est entravée, la banque centrale doit revoir ses façons de faire. Les autres possibilités qui s'offrent à elle sont pour la plupart peu attrayantes, surtout si elle a été habituée à un marché des titres d'État très profond et très liquide. Pour maintenir son portefeuille de titres d'État, elle pourrait toujours acquérir des obligations souveraines émises à l'étranger. Toutefois, ainsi que je l'ai déjà mentionné, de nombreux pays ont entrepris de réduire leur dette, et ces titres présentent en outre un risque de change. La banque centrale pourrait aussi acheter des titres d'autres émetteurs au pays, mais, comme ceux-ci sont plus risqués, la liquidité diminuera tout de même.

Quelles autres catégories d'actifs financiers pourraient donc convenir? La réponse à cette question pourra varier selon les pays et les situations; au nombre des possibilités figurent les titres d'emprunt de municipalités, d'organismes publics et de sociétés, ainsi que les titres adossés à des créances hypothécaires. Chacune de ces catégories comporte des avantages et des inconvénients, notamment du point de vue du risque de crédit, de la liquidité ou de la fiscalité. Il s'ensuit que la banque centrale doit très bien connaître les caractéristiques de la liquidité de chaque marché lorsqu'elle prend ses décisions quant à l'avenir. Certains arbitrages entre des critères antagonistes, par exemple la qualité du crédit et la liquidité, seront inévitables, et il faudra faire un choix.

Si les banques centrales en viennent à recourir à d'autres marchés — une possibilité qui a été sérieusement envisagée dans de nombreux pays —, la

liquidité des marchés revêtra une importance encore plus grande pour les banques centrales. Ce qui nous amène à la question suivante, soulevée hier : si la liquidité compte aux yeux des autorités, que peuvent-elles faire pour favoriser la profondeur et la liquidité des marchés? D'abord, ne pas nuire, conformément au serment d'Hippocrate. En d'autres termes, les pouvoirs publics pourraient commencer par retirer les obstacles qui gênent actuellement la fluidité et la flexibilité des marchés.

Les obstacles en question incluent les règles à respecter pour les legs, lesquelles limitent le volume des opérations et la liquidité, et surtout les règles fiscales telles que les taxes applicables aux transactions et les retenues à la source, qui entravent le commerce des valeurs mobilières ou le chassent hors du pays. Il peut aussi exister des barrières juridiques, comme l'incertitude entourant la validité des contrats conclus. Les pouvoirs publics peuvent aider à remédier à ce problème en favorisant l'élaboration de conventions cadres dont la validité juridique ne fait pas de doute, comme par exemple au Japon, où les autorités ont décidé d'éliminer les retenues fiscales dans le cas des opérations de pension visant les obligations d'État et où l'on est à mettre au point une convention cadre. Toutefois, les autorités fiscales nippones envisagent de taxer certaines opérations de pension transfrontalières, ce qui découragerait ce genre de transactions.

Comment les pouvoirs publics pourraient-ils renforcer la liquidité des marchés? Outre un solide cadre juridique, des marchés profonds et liquides exigent un système de compensation et de règlement robuste. Nous pourrions citer de nombreux cas où ces systèmes ont causé des problèmes. Dans la mesure où les incertitudes entourant la compensation et le règlement des opérations ou la garde des titres éloignent les opérateurs des marchés, on doit s'efforcer d'améliorer ces systèmes.

Si l'on a fait tout cela, que l'on dispose d'un marché ouvert, d'un cadre juridique adéquat et de systèmes de règlement efficaces et qu'il n'y a pas d'autres obstacles, que peut-on faire de plus? Pas grand-chose. Mais il ne faut jamais perdre de vue, du moins à mon sens, que la liquidité n'est pas binaire. Elle ne bascule pas du noir au blanc ou inversement. La liquidité évolue constamment et s'adapte à la situation, au contexte et aux occasions de gain sur les marchés.

Prenons par exemple le marché des titres du Trésor aux États-Unis au milieu des années 1980. Le déficit du gouvernement fédéral américain enflait alors rapidement, et l'offre de titres de dette aussi. Les taux d'intérêt étaient volatils, le volume des transactions augmentait, tout comme la liquidité. Il était possible d'effectuer des opérations de très fort montant sans que les cours ne varient de façon importante, et les occasions de gain étaient jugées intéressantes et nombreuses. Le nombre de négociants principaux a même

atteint 45. La situation s'est passablement modifiée ces dernières années par suite de la baisse de l'encours de la dette. Les possibilités de gain aussi. Des courtiers ont renoncé à leur statut de négociant principal, et d'autres ont pris leur place, mais, en raison des regroupements, il ne reste plus que 24 négociants principaux. L'un des commentateurs a avancé que leur nombre traduisait le niveau actuel des possibilités de gain. La liquidité a-t-elle diminué? Il semble à tout le moins certain que des aspects de celle-ci ont changé. Des opérations de grande taille peuvent encore être exécutées sur le marché. Toutefois, la capacité de ce dernier s'est ajustée à la nouvelle quantité de risque ayant besoin d'être transférée et aux progrès technologiques, qui ont accru la productivité des courtiers.

Ma conclusion est que les autorités peuvent difficilement accroître ou favoriser la liquidité d'un marché une fois qu'elles ont éliminé tous les obstacles susceptibles d'entraver le développement de ce dernier. Le marché doit atteindre de lui-même le niveau de liquidité qui lui convient, ce qu'il fait d'ailleurs, même si ce processus ne se déroule pas toujours sans heurts.

Je conclurai par quelques réflexions que m'a inspirées la discussion très intéressante de ce matin concernant les périodes de tensions sur les marchés et la contagion. Beaucoup de travaux ont été effectués au sein d'organismes publics, tels que le Fonds monétaire international et la Banque des Règlements Internationaux, et d'universités en vue de détecter la contagion et de trouver des moyens de l'empêcher. Je ne sais trop si l'on viendra un jour à bout de ce problème très difficile, d'autant plus qu'il existe bien des formes de contagion. Plusieurs des idées avancées pour éviter qu'un choc ne se propage impliquent des contraintes sur le fonctionnement des marchés, lesquelles pourraient entraver les flux de financement à destination des marchés émergents. Mais il reste utile de comprendre les mécanismes de la contagion. Si un choc survient dans un pays tout de suite après un choc semblable dans un pays voisin, il serait bon de savoir si la situation interne de ce pays explique le changement de perception ou si le pays a simplement subi le même sort que son voisin parce que les investisseurs ont le réflexe immédiat de reprendre leurs billes. La réponse à cette question est importante car elle influe sur la formulation des politiques. Quoi qu'il en soit, il resterait encore à régler le problème très difficile de la prévention *ex ante* de la contagion.

Cela signifie-t-il que nous ne pouvons rien faire? Je ne crois pas. Nous pouvons travailler au renforcement des intermédiaires financiers et du secteur financier. L'un des enseignements de la crise de 1998, lorsque les principaux acteurs du système financier mondial ont essuyé des pertes se chiffrant en dizaines de milliards de dollars, est que le système financier a relativement bien résisté aux fortes pressions qu'il a subies. Je tiens à

souligner que c'est fort encourageant, mais cela n'a été possible que parce que les institutions étaient bien dotées en capital et capables d'encaisser le choc.

Par contraste, à la fin des années 1980 et au début des années 1990, une économie américaine en récession s'est heurtée aux contrecoups d'un étranglement du crédit, car les institutions financières n'étaient tout simplement pas aussi solides à l'époque. Autrement dit, dès lors que l'on reconnaît que la contagion est difficile à prévenir, il est important de veiller à ce que les marchés aient une infrastructure suffisamment robuste pour absorber les chocs susceptibles de se produire.