

Discussion générale*

En réponse à la dernière observation de Charles Gaa, Allison Holland demande ce qui se passerait si, en période de crise, les dispositifs de rechange tels que les mécanismes de transaction par téléphone n'existaient plus. Les teneurs du marché des fonds d'État britanniques tiennent beaucoup à ce que les liaisons téléphoniques soient maintenues avec les courtiers intermédiaires, comme elle l'a mentionné lors de son analyse de l'obligation qui leur est faite d'afficher des cours. Holland s'attend à ce que non seulement les courtiers intermédiaires existants offrent des services de négociation électronique, mais qu'ils conservent leurs liaisons téléphoniques de façon à être mieux à même de traverser les périodes de tension et de crise des marchés. Elle fait observer que, pendant une brève période après le 11 septembre, on a constaté une baisse de la liquidité chez EuroMTS et BrokerTec en Europe, bien que ces deux systèmes soient restés en activité. Ils ont failli à la tâche, en ne permettant pas aux teneurs de marché de gérer leur risque de position aussi efficacement que cela avait été le cas avant le 11 septembre.

Holland revient à l'idée de transparence. À son avis, la direction adoptée favorisera une augmentation de la transparence du marché, en ce sens que certains des courtiers qui communiquent leurs prix à la réserve centrale de liquidité n'auront aucune réticence à fournir des prix analogues sur un marché plus vaste. Cela amène à s'interroger sur l'identité des bénéficiaires, du point de vue financier, de la fourniture de données. Les teneurs de marché au Royaume-Uni ont à ce sujet une opinion bien arrêtée : les prix leur

* Le présent sommaire a été rédigé par Christine Bies.

« appartiennent », et c'est à eux que doit profiter la « vente » de ces prix à Reuters, à Bloomberg ou à qui que ce soit d'autre.

Holland dit quelques mots au sujet de la question de l'accès direct, abordée dans l'étude d'Audet, Gravelle et Yang. Les auteurs envisagent la possibilité de donner aux grands investisseurs institutionnels un accès direct au segment de marché constitué par les courtiers intermédiaires. Holland mentionne une consultation menée en 1998 sur le rôle de ces courtiers et l'élargissement éventuel de leurs services à d'autres opérateurs. Une chose en est ressortie de façon très claire : c'est que les teneurs de marché considéreraient ces nouveaux acteurs — grands investisseurs institutionnels ou autres opérateurs du marché de gros — comme étant disposés à assurer la tenue du marché uniquement quand tout va bien, ce qui offre peut-être une piste pour la modélisation des comportements. Essentiellement, les courtiers en fonds d'État exigeraient qu'on assouplisse leurs obligations de tenue de marché envers ces nouveaux participants. En pareil cas, il reviendrait aux grands investisseurs institutionnels de déterminer si la possibilité de recourir aux courtiers intermédiaires renforcerait la liquidité de leur portefeuille (au prix d'une perte de la liquidité que les teneurs de marché leur garantissent en période difficile) ou s'ils auraient intérêt à conserver cette garantie de liquidité sur le marché secondaire et à laisser les membres de ce club exclusif jouer leur rôle.

Lawrence Schembri fait remarquer que, dans son exposé, Holland a mentionné qu'il y avait dix spécialistes en fonds d'État indexés. Les caractéristiques de ce marché diffèrent-elles de celles des autres marchés?

Holland souligne qu'au Royaume-Uni comme au Canada, le marché des titres indexés se caractérise par la présence d'investisseurs qui gardent leurs titres jusqu'à l'échéance; il est donc encore moins liquide que le marché des titres non indexés. L'offre de titres disponibles est fort réduite, et l'activité se concentre dans les périodes entourant les adjudications, de sorte que l'on observe un pic d'activité pour toutes les valeurs indexées quand un titre d'État indexé est offert aux enchères; le reste du temps, c'est à peu près le calme plat. Les teneurs de marché courent par conséquent beaucoup de risques. S'ils restent engagés sur une position après une adjudication, il leur est très difficile de la liquider, ce qui les oblige à la conserver jusqu'à ce qu'un événement survienne sur le marché. On peut dire que les teneurs de marché au Royaume-Uni gèrent le risque de position de façon très hétérogène; on y trouve des courtiers américains, européens et britanniques, et la démarche de chacun de ces groupes n'est pas exactement la même. À l'évidence, certains courtiers ont en place des contrôles beaucoup plus rigoureux sur les montants mis en jeu et la durée pendant laquelle ils

peuvent rester engagés. Leurs besoins varient donc pour ce qui est de l'efficacité du marché secondaire.

Asani Sarkar fait un parallèle avec la situation aux États-Unis. Il mentionne qu'une question assez semblable s'est posée sur le marché des obligations du gouvernement américain. La difficulté a été résolue par la création de GovPx, un organisme central chargé de faire état de tous les prix, mais sans obligation de fournir des cours. Les autorités britanniques sont allées un peu plus loin que leurs homologues américaines en instaurant un mécanisme d'affichage obligatoire de cours. Sarkar aimerait savoir pour quelle raison.

Holland répond que les autorités britanniques ont effectivement examiné le modèle américain, et que l'un des avantages que présente le marché des obligations du Trésor américain par rapport aux marchés européens est sa profondeur et sa liquidité bien supérieures. Elle ajoute qu'aux États-Unis, les courtiers ne se voient imposer aucune obligation de tenue de marché. Ce rôle est exercé volontairement, tandis qu'en Europe, la fonction de tenue de marché a un caractère obligatoire. Au Royaume-Uni, les autorités ont jugé que le marché ressemblait davantage aux marchés européens qu'au marché obligataire américain. EuroMTS, qui a connu beaucoup de succès, d'abord en Italie, puis sur les autres marchés des obligations souveraines en Europe, repose sur le principe d'une contribution obligatoire à la liquidité du marché des opérations entre courtiers.

John Murray constate que l'optique adoptée a tendance à être strictement nationale plutôt qu'internationale. On pourrait très bien imaginer une réserve internationale de liquidité et des gouvernements de tous ordres émettant simultanément des titres d'emprunt, dans l'intention de réduire au maximum leurs coûts de financement — même si chacun d'eux ne mérite peut-être pas de bénéficier du coût de financement le plus bas dans l'ordre normal des choses. Y a-t-il du danger à aborder cette question d'un point de vue national, sous l'angle d'un segment de marché, plutôt que dans une optique un peu plus globale? Le résultat est-il sous-optimal lorsque chaque État, chaque organisme de réglementation décide d'adopter le système qui convient à « son » marché? Ce qui a amené Murray à se poser ces questions, c'est la volonté européenne d'obliger les intervenants sur les marchés nationaux à adopter une perspective plus large, dans l'espoir de donner naissance à un marché plus vaste et plus efficient. En ce qui concerne le nombre de courtiers, faut-il y inclure uniquement les opérateurs du marché national, ou aussi ceux qui leur font concurrence de façon moins directe? Murray se demande si l'optique n'est pas ici un peu trop provinciale.

Holland trouve intéressantes les remarques de Murray. Elle fait observer que les Britanniques souhaitent promouvoir une plus grande participation internationale à leur marché. Le bassin des investisseurs est essentiellement

national, et le marché est dominé par les caisses de retraite et les sociétés d'assurance nationales. Le marché des fonds d'État est depuis longtemps perçu comme un marché local extrêmement particulier, assorti de certaines modalités de transaction qui lui sont propres. Holland ne croit pas que cette perception soit encore fondée aujourd'hui, les modalités en vigueur s'inscrivant tout à fait dans la norme générale. Elle est d'avis que l'on gagnerait à inciter les teneurs de marché à promouvoir plus activement le marché des fonds d'État auprès de leurs clients étrangers et que, quand des investisseurs hétérogènes entrent sur le marché, celui-ci est naturellement beaucoup plus liquide. On pourrait alors commencer à assouplir certaines des dispositions forçant les courtiers à assurer la liquidité du marché secondaire. Elle espère qu'après quelques années, ces obligations de tenue de marché pourront être supprimées et que, par exemple, la participation éventuelle des courtiers internationaux pourra être considérée par les teneurs de marché davantage comme une occasion à saisir que comme une menace (comme c'est actuellement le cas, certains opérateurs exerçant la fonction de tenue de marché uniquement quand les conditions sont très favorables).

Walter Engert fait remarquer que, d'après Holland, le DMO n'a pas d'objectif particulier en ce qui concerne le nombre de courtiers agréés en fonds d'État, mais que les autorités s'inquiéteraient si ce nombre passait à moins de 10. Il demande à Holland ce qu'elles feraient en pareil cas.

Holland répond que, de toute évidence, cette question n'a pas encore été examinée en profondeur, mais que, si les teneurs de marché étaient en nombre réduit, il se pourrait qu'ils aient un peu trop d'influence sur les décisions de l'émetteur. Elle croit que, si cette situation se présentait, il faudrait envisager une participation directe des investisseurs institutionnels aux adjudications et cesser de recourir exclusivement aux teneurs de marché pour distribuer les titres. Elle termine en disant qu'il est difficile de prévoir quels autres changements pourraient être apportés.

