

Commentaires

Charles Gaa

L'étude d'Allison Holland présente un intérêt tout particulier dans la mesure où elle décrit une application pragmatique à la politique publique de nombre des notions exposées à ce colloque.

Dans mes remarques, je ferai ressortir quelques-unes des questions essentielles soulevées par Holland :

- J'évoquerai d'abord les différents types de systèmes de négociation électroniques qui sont en place sur les marchés obligataires des divers pays et leurs conséquences sur le plan de la structure du marché.
- Dans ce contexte, je commenterai la réaction du Debt Management Office (DMO) du Royaume-Uni aux défis décrits dans l'étude et tenterai d'établir des parallèles entre cette réaction et les recherches présentées ce matin.
- J'aimerais enfin prendre un peu de recul pour aborder ces questions dans une optique légèrement différente et me pencher sur les systèmes de négociation électroniques sous l'angle de la stabilité financière — l'une de nos préoccupations à la Banque du Canada, outre les questions touchant la gestion de la dette publique, qui nous intéressent au même titre que le DMO.

Les systèmes de transaction sur les marchés de gros de titres d'emprunt

En tout premier lieu, je vais examiner d'un point de vue assez général les transactions électroniques sur les marchés de gros de titres à revenu fixe. Selon la Bond Market Association (qui regroupe les intervenants du secteur aux États-Unis), on compte environ 70 systèmes de ce genre dans le monde.

Est-il possible d'établir des distinctions entre eux et quelles en sont les caractéristiques importantes?

Il y a au moins deux caractéristiques permettant de différencier les systèmes en place sur les marchés de gros de titres d'emprunt :

- **La fonction du marché** : S'agit-il d'un marché qui met en présence les clients et les courtiers — ces derniers ayant pour rôle d'aider les clients à rééquilibrer leur portefeuille — ou d'un marché réservé aux courtiers, où ceux-ci traitent les uns avec les autres afin de limiter les risques auxquels ils s'exposent et de gérer efficacement leur stock de titres? La fonction du marché a des conséquences pour la taille, la fréquence et le contenu informatif des opérations.
- **Le mécanisme d'établissement des prix** : S'agit-il d'un marché dirigé par les ordres (où les participants affichent des offres publiques d'achat ou de vente) ou d'un marché dirigé par les prix (où les participants indiquent les prix auxquels ils sont prêts à conclure une opération)?

On peut ainsi distinguer au moins quatre catégories de systèmes de transaction, mais je me concentrerai ici sur les deux systèmes qui ont connu le plus de succès sur les marchés de titres à revenu fixe dans le monde.

Les systèmes de transaction multicourtiers

Ces systèmes constituent essentiellement une version automatisée du marché de contrepartie bilatéral où les transactions sont effectuées par téléphone. Au lieu d'appeler les courtiers à tour de rôle pour savoir à quel prix ils exécuteraient l'opération souhaitée, le client peut demander simultanément les prix de plusieurs courtiers, puis faire affaire avec celui de son choix. Les clients ne peuvent conclure d'opérations entre eux, et seuls le client et le courtier retenu sont au courant de la transaction effectuée.

Le système TradeWeb, qui a connu beaucoup de succès sur le marché des bons du Trésor américain, a fait son entrée sur les marchés des titres hypothécaires, des titres d'organismes publics, du papier commercial et des titres d'États souverains de la zone euro. TradeWeb traite quelque 20 % du volume des opérations des principaux courtiers en bons du Trésor, avec 18 courtiers et 800 acheteurs potentiels.

BondVision — l'ancien système BondClick, acquis récemment par MTS (Mercato Telematico dei Titoli di Stato) — et TradeWeb semblent être les favoris sur le marché européen. Au Canada, un système multicourtiers baptisé CanDeal pourrait bientôt voir le jour, mais TradeWeb envisage peut-être aussi de s'implanter sur le marché canadien.

Tous ces systèmes sont offerts par des consortiums de courtiers, dont ils concurrencent directement les autres activités de tenue de marché. Leur existence s'expliquerait par le désir des courtiers de ne pas être laissés pour compte lorsque le mouvement de regroupement qui paraît presque incontournable se mettra en branle. Il convient de signaler que, outre qu'ils participent à ces systèmes multicourtiers, la plupart des courtiers en obligations ont maintenant leur propre système électronique de transaction avec les clients.

Les services électroniques de courtage intermédiaire

Représentant un degré d'automatisation encore plus poussé, les services électroniques offerts par les courtiers intermédiaires permettent aux courtiers en valeurs de conclure des opérations de manière anonyme par le recours à un carnet d'ordres. Les courtiers en valeurs peuvent également effectuer entre eux des transactions bilatérales — comme dans le compartiment public du marché faisant appel aux lignes téléphoniques —, bien que ce type d'opérations ait vu son importance décroître avec le temps.

Les courtiers recourent aux services d'intermédiaires afin de gérer le risque auquel les exposent leurs opérations avec les clients. Ces opérations entre courtiers sont très importantes, pouvant représenter jusqu'à la moitié du volume total des transactions.

BrokerTec Global et eSpeed ont remporté un certain succès sur le marché des titres du Trésor américain. MTS a très bien réussi sur les marchés européens des opérations entre courtiers, mais BrokerTec Global pourrait être en train de réaliser une percée. Les marchés intercourtiers sont généralement beaucoup plus transparents que les marchés clients-courtiers. Aux États-Unis, et au Canada le cas échéant, l'information relative aux opérations conclues entre les courtiers est diffusée à l'extérieur du marché.

La segmentation du marché

En combinant les Figures 1 et 2 pour obtenir la Figure 3, nous pouvons illustrer la segmentation du marché en ses deux volets — les opérations entre courtiers et les transactions entre clients et courtiers — ainsi que la relation entre ces systèmes électroniques et la structure du marché des titres d'emprunt. La partie supérieure de la Figure 3 représente le marché des opérations entre courtiers, et la partie inférieure, le marché clients-courtiers. Les deux marchés sont en général tout à fait distincts.

Dans chaque segment du marché, les structures en place se sont adaptées aux besoins des participants. Les systèmes de négociation électroniques qui

Figure 1
Systèmes de transaction multicourtiers
(p. ex. TradeWeb, BondVision, CanDeal)

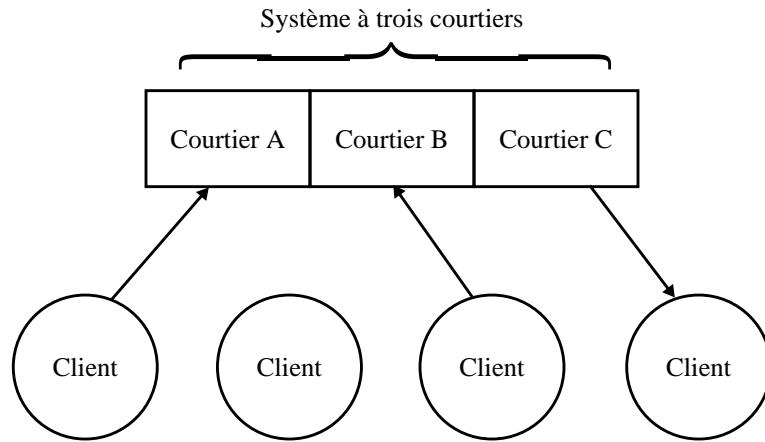


Figure 2
Services électroniques de courtage intermédiaire
(p. ex. BrokerTec Global, EuroMTS ou eSpeed)

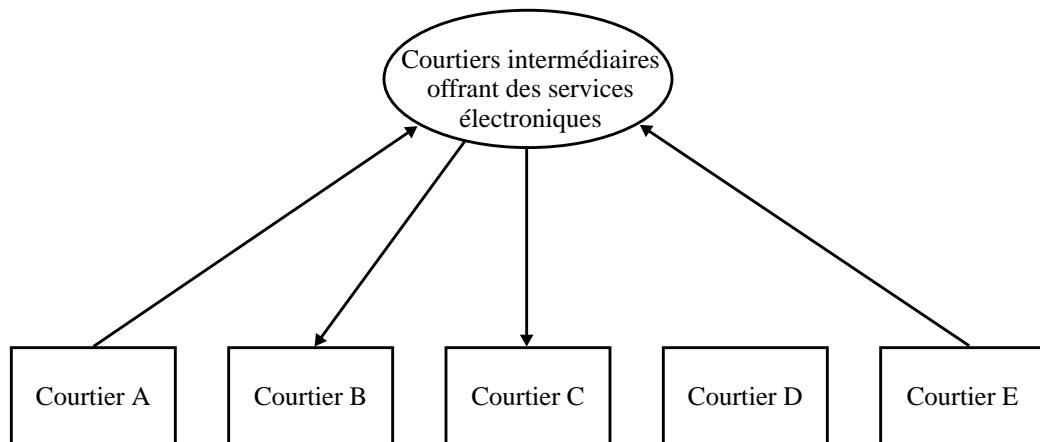
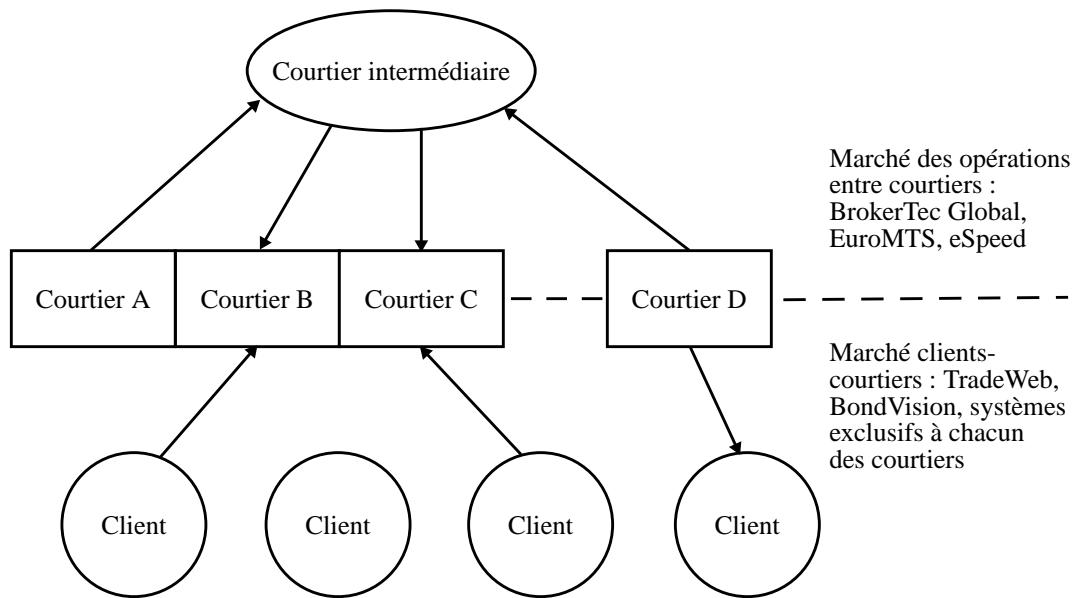


Figure 3
Segmentation du marché



sont apparus dans chaque segment correspondent à la structure dominante du marché. Quelles conclusions pouvons-nous en tirer?

Morcellement ou regroupement?

L'une des craintes que suscitent les systèmes de négociation électroniques, et dont l'étude fait état, tient au risque de fragmentation ou de morcellement du marché. Il y a fragmentation quand la liquidité du marché est divisée entre plusieurs marchés et qu'il n'y a pas de possibilité d'interaction entre les ordres. L'économie des réseaux nous enseigne que, dans le cas des marchés, le tout est plus grand que la somme de ses parties. S'il n'existe pas de possibilité d'interaction entre les opérateurs, la qualité globale du marché en souffre.

À première vue, dans la mesure où les systèmes de négociation électroniques abaissent les obstacles à l'entrée sur les nouveaux marchés, ils peuvent favoriser l'apparition de nouveaux mécanismes de transaction concurrentiels, de sorte que les marchés de titres d'emprunt pourraient être menacés de morcellement. Si, par contre, nous considérons les « marchés » (c.-à-d. les marchés de titres d'emprunt, d'actions ou de devises) non comme des entités homogènes, mais comme la somme de sous-marchés disparates, l'effet potentiel des systèmes électroniques est beaucoup moins clair.

Dans le cas des opérations entre clients et courtiers, il n'existe pas à l'heure actuelle de marché centralisé qui serait menacé de fragmentation. Par contre, le marché des opérations entre courtiers est centralisé, et il y a donc lieu de s'inquiéter des risques de morcellement. Ce raisonnement cadre avec la décision du DMO de mettre en place un marché central des opérations entre courtiers principaux où ces derniers ont des obligations à respecter, sans pour autant toucher au marché clients-courtiers.

Transparence

La question de la transparence suscite beaucoup d'intérêt. Les systèmes de négociation électroniques offrent la possibilité d'accroître la transparence du marché, mais il se peut que le degré de transparence approprié dépende du marché considéré, comme l'a indiqué Toni Gravelle (dont l'étude est résumée dans le présent volume). Les caractéristiques des opérations, par exemple leur fréquence, leur taille et leur contenu informatif, paraissent importantes. Au Royaume-Uni, des exigences différentes en matière de transparence ont été formulées par le DMO à l'égard du marché des fonds d'État (ainsi que le montre l'étude de Holland) : i) les opérations effectuées entre les courtiers sont connues uniquement de ces derniers; ii) les transactions entre clients de gros et courtiers ne sont connues que des deux parties à l'opération; iii) les opérations entre clients de détail et courtiers sont rendues publiques.

Les objectifs des autorités et leurs implications

Mais pourquoi donc s'intéresser à ces différentes questions? La structure du marché tire à conséquence pour la liquidité, et, dans ce contexte, l'attention accordée à l'avènement des systèmes de négociation électroniques s'explique par leurs répercussions sur la structure du marché.

Du point de vue de la gestion de la dette publique, une politique favorable à la liquidité du marché est essentielle pour permettre à l'État de se financer au moindre coût possible, compte tenu tout particulièrement de la diminution des besoins d'emprunt des administrations publiques.

Outre son rôle d'agent financier du gouvernement canadien, la Banque du Canada a pour mission de promouvoir la stabilité du système financier, dont les marchés financiers constituent une composante majeure. La Banque est d'avis que les marchés liquides sont plus résilients et robustes que les marchés illiquides en cas de crise financière. Une politique qui favorise la liquidité et le bon fonctionnement des marchés contribue par conséquent de façon non négligeable à la stabilité financière.

Sous l'angle de la stabilité financière, toutefois, les systèmes de négociation électroniques revêtent de l'importance pour des raisons autres que les conséquences qu'ils peuvent avoir sur la liquidité par le biais des changements entraînés dans la structure des marchés.

J'aimerais en conclusion signaler à votre attention les enjeux de politique publique que soulèvent les questions suivantes :

- Comment les systèmes de négociation électroniques réagissent-ils en temps de crise?
- Sont-ils robustes?
- Qu'en est-il des plans de relève et des mesures d'urgence?
- Comment les opérateurs réagissent-ils en temps de crise? Reviennent-ils aux anciennes méthodes? Rappelons qu'après les événements du 11 septembre, les opérateurs ont pu se rabattre sur le téléphone (eSpeed et TradeWeb ne fonctionnaient plus sur le marché des titres à revenu fixe). Que se passera-t-il si les systèmes électroniques entraînent la disparition complète des systèmes moins évolués sur le plan technique?