

# Commentaires

---

## ***Jos R. Heuvelman***

Mes commentaires ne seront pas de nature scientifique; ils doivent plutôt être considérés comme des observations qui, je l'espère, fourniront certaines pistes aux chercheurs qui s'intéressent à la microstructure des marchés financiers.

Dans son étude, Toni Gravelle examine les différences de microstructure entre les marchés d'actions et les marchés de titres à revenu fixe. La littérature consacrée aux premiers marchés, que ceux-ci reposent sur l'intermédiation de courtiers ou sur un mécanisme d'enchères, est abondante, mais on a beaucoup moins étudié les seconds. Il n'y a là rien d'étonnant, compte tenu du volume limité de données disponibles. Les marchés de titres à revenu fixe sont des marchés de contrepartie, de sorte qu'ils pourraient ressembler à certains marchés d'actions, le Nasdaq par exemple.

Il convient donc de se demander si les modèles et les résultats des recherches portant sur les marchés d'actions sont applicables aux titres à revenu fixe. L'étude vise à répondre à cette question en analysant les différences entre les deux types de marchés.

Gravelle fait valoir qu'une importante différence tient à l'existence de renseignements d'initiés sur les marchés d'actions et à leur absence des marchés de titres à revenu fixe. Je suis d'accord dans le deuxième cas : il n'y a à peu près aucun renseignement privé sur le second type de marché, mis à part certaines données sur les flux de transactions que les courtiers tirent de leurs activités sur le marché secondaire. J'ai été toutefois étonné d'apprendre que les renseignements d'initiés jouent un rôle dominant sur le marché des actions. Les avis diffèrent évidemment selon les parties, mais j'ai peine à croire que la possession d'information non divulguée soit le

principal motif des transactions, en particulier si l'on tient compte de l'importance relative des investisseurs particuliers sur les marchés boursiers.

Gravelle traite aussi de la différence de nature des titres. Étant donné qu'à la différence des actions, les obligations ont une échéance déterminée, elles attirent une certaine catégorie d'investisseurs : ceux qui conservent jusqu'à l'échéance les titres achetés. La présence de ces investisseurs réduit l'offre effective qui est disponible pour le marché secondaire et rend plus difficile la tenue d'un carnet pour les teneurs de marché. Il vaut la peine de souligner qu'une situation analogue existe sur les marchés d'actions, même si c'est pour des raisons différentes (principalement d'ordre stratégique). Pas plus tard que cette semaine, Morgan Stanley Capital International a même apporté un changement fondamental à ses indices pour tenir compte du fait que l'offre effective peut être sensiblement différente du montant émis à l'origine. Dans certains pays, celle-ci est inférieure à 50 %, alors que la moyenne est de 85 % !

Une différence de nature peut-être plus fondamentale entre les actions et les obligations tient au fait que le profil de risque d'une obligation n'est pas constant dans le temps. Une obligation à dix ans, par exemple, deviendra une obligation à neuf ans dans douze mois. Une action particulière, par contre, sera la même dans un an que maintenant, c'est-à-dire que ses caractéristiques de risque ne changent pas. Étant donné que les teneurs de marché gèrent l'exposition au risque plutôt que les titres considérés individuellement, ce facteur influe sur la manière dont ils gèrent leurs stocks d'actions et de titres à revenu fixe.

Les marchés obligataires se distinguent aussi des marchés d'actions par leur décentralisation, laquelle peut se traduire par la coexistence de prix différents pour la même obligation, chose qui est peu probable dans le cas des actions en raison de la centralisation de l'information sur les prix. Il y a lieu toutefois de ne pas exagérer cette différence, pour plusieurs raisons. Les investisseurs du marché obligataire sont généralement des opérateurs avertis, qui disposent de plus d'une source de renseignements sur les prix, et ce phénomène s'accentue depuis l'arrivée des plateformes électroniques affichant les prix de plusieurs courtiers, comme TradeWeb. En outre, les corrélations sont beaucoup plus importantes sur les marchés obligataires que sur les marchés boursiers. Les contrats à terme sur les obligations d'État se négocient en bourse, c'est-à-dire sur un marché entièrement centralisé. Chaque opérateur connaît exactement le prix des contrats à terme, à tout moment. Étant donné les fortes corrélations qui existent sur les marchés obligataires, un investisseur averti a une assez bonne idée du prix auquel devraient se situer les obligations à dix ans, par exemple.

Le dernier point que j'aborderai est celui de la transparence. Gravelle soutient que, vu les différences de nature entre les deux marchés examinés, le niveau de transparence nécessaire doit aussi être différent. De façon générale, on peut affirmer que, lorsque la transparence varie, certains opérateurs y gagnent et d'autres y perdent. Par conséquent, ceux qui ont des intérêts établis sont fortement incités à s'opposer au changement. Le niveau actuel de transparence sur les marchés boursiers résulte principalement de la réglementation. À l'opposé, la plupart des marchés obligataires ne sont guère réglementés à ma connaissance. Or, le milieu des courtiers n'est probablement pas le plus susceptible d'œuvrer pour une plus grande transparence. L'impulsion en faveur d'une transparence accrue est surtout venue de Michael Bloomberg et de ses associés. Par conséquent, une différence importante entre les marchés obligataires et les marchés boursiers est le niveau de réglementation. Il ne faut pas négliger ce facteur lorsqu'on évalue la transparence des deux marchés.

Je suis d'accord avec la conclusion de l'étude selon laquelle il existe de nombreuses différences entre les marchés obligataires et les marchés d'actions, même ceux qui sont fondés sur l'intermédiation de multiples courtiers. Il faut donc faire preuve de prudence avant d'appliquer aux marchés obligataires les conclusions des recherches portant sur les marchés d'actions. J'ajouterais cependant une observation : les marchés obligataires font l'objet d'un mouvement de centralisation. Nous nous trouvons actuellement dans une situation hybride. Il serait intéressant d'avoir des avis sur la direction que prend ce processus et les facteurs qui en détermineront l'issue. Peut-être pouvons-nous tirer certains enseignements des marchés d'actions.

Enfin, l'étude repose sur l'hypothèse que les organismes de réglementation ont un rôle à jouer sur les marchés de titres à revenu fixe. Mais a-t-on besoin réellement de leur intervention, ou devons-nous laisser le jeu de la concurrence créer des conditions de négociation optimales sur ces marchés?