

Mot d'ouverture

Ron Parker

Je vous souhaite la bienvenue à la Banque du Canada et vous encourage vivement à participer aux discussions qui auront lieu au cours des deux prochaines journées. J'espère que nous contribuerons à jeter des ponts entre les diverses catégories de participants représentées à ce colloque — universitaires, opérateurs du marché et décideurs publics — car nous sommes confrontés à des marchés en mutation rapide et à des enjeux complexes de politique qui nécessitent la mise en commun de l'expertise de tous.

Mes observations porteront essentiellement sur deux points : premièrement, les raisons pour lesquelles la Banque du Canada, comme probablement la plupart des banques centrales, s'intéresse à la microstructure des marchés et, deuxièmement, les enjeux de politique qui ont surtout retenu notre attention jusqu'ici.

D'une façon très générale, la Banque du Canada s'intéresse à la microstructure des marchés parce que ceux-ci sont un rouage important de l'allocation efficiente du capital. Des marchés qui fonctionnent bien, en un mot des marchés liquides, sont l'un des fondements d'une économie bien rodée. La circulation efficiente de l'information à l'intérieur des marchés constitue un bien public extrêmement important.

Les marchés jouent un rôle de plus en plus grand dans l'allocation du capital au sein de nombreuses économies industrialisées. Bien que les banques et les autres intermédiaires financiers demeurent des sources de fonds non négligeables, la proportion du financement recueilli sur les marchés d'actions et de titres de dette a considérablement augmenté. De fait, on dit souvent que l'expansion de ces marchés a accru la stabilité financière, en offrant une source de financement de rechange.

Le bon fonctionnement des marchés est crucial pour au moins trois autres raisons, qui ont toutes trait à l'efficience.

Premièrement, l'existence de marchés efficients peut avoir une incidence sur le désir des investisseurs nationaux et étrangers de participer aux marchés, de là l'importance de la qualité de la réglementation et des codes de déontologie guidant le comportement des opérateurs.

Deuxièmement, le bon fonctionnement des marchés a des implications directes pour la mise en œuvre de la politique monétaire, car celle-ci repose sur la transmission efficiente de l'information concernant le taux d'intérêt directeur aux prix des autres actifs financiers.

Troisièmement, le degré d'efficience de la structure des marchés durant les périodes de tension tire à conséquence pour la stabilité financière. En effet, il y a tout lieu de se demander si la transmission des chocs entre les marchés peut nuire à la stabilité de l'ensemble du système financier.

C'est pourquoi les banques centrales se soucient du bon fonctionnement des marchés. Il reste à savoir de quelle façon elles peuvent contribuer aux débats concernant les structures de marché.

Je pense que les banques centrales peuvent apporter une contribution unique en s'attachant à l'étude des incitations économiques à la base d'un ensemble donné de structures de marché. Le caractère incitatif des structures et l'aléa moral sont deux questions qui intéressent au premier chef les dirigeants de banques centrales et qui mobilisent depuis longtemps leur réflexion. Les banques centrales abordent également ces questions d'un point de vue macroéconomique ou systémique plutôt que sectoriel ou réglementaire. Surtout, elles possèdent un bagage d'expériences pratiques et de recherches appliquées utiles à la compréhension de certains marchés, en particulier les marchés de titres à revenu fixe et les marchés des changes.

J'aimerais maintenant aborder le second point, à savoir les enjeux de politique sur lesquels ont été centrées nos recherches concernant la microstructure des marchés.

Il y a quelques années, le département des Marchés financiers a commencé à examiner de près la microstructure des marchés dans le cadre de son programme de recherche, lorsqu'il est devenu clair que le rythme des mutations touchant l'organisation et le fonctionnement de ceux-ci s'accélérerait. Nous avions besoin de mieux comprendre l'incidence de ces chocs sur les marchés canadiens.

Les mutations suivantes ont retenu notre attention.

- Les innovations technologiques et leurs effets considérables sur les marchés. Signalons en particulier la chute rapide des coûts du matériel informatique et de télécommunication, qui a eu des répercussions appréciables sur l'organisation des marchés. Il est devenu beaucoup plus important d'appartenir au réseau par lequel circule l'information ou à celui qui fournit une gamme particulière de services aux clients. La Banque s'intéresse tout spécialement aux incidences possibles de ces changements technologiques sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire et sur l'emplacement futur des marchés.
- Le lancement de l'euro et l'harmonisation des lois et des règlements en Europe.
- Les modifications du cadre réglementaire, comme l'évolution des normes relatives aux fonds propres et les nouvelles méthodes de gestion des risques financiers.
- Les regroupements de plus en plus nombreux d'intermédiaires financiers et d'investisseurs sont une autre tendance que nous surveillons. Bien que cette tendance soit sans doute favorisée par d'autres facteurs comme les économies d'échelle et la dilution plus efficace des risques maintenant permises par la technologie, elle soulève, du point de vue de la formulation des politiques publiques, de nombreuses questions touchant la concurrence et les structures de marché.

Nous avons aussi étudié les incidences des systèmes de négociation électroniques sur la structure des marchés de titres de dette. Cette question est abordée dans plusieurs travaux présentés par la Banque au colloque. Deux grands thèmes sont ressortis de nos recherches.

Premièrement, l'adoption de normes de transparence communes à tous les types de marchés de titres de dette pourrait être contre-productive, surtout dans le cas des marchés de gros. Par exemple, il existe des différences structurelles notables entre les marchés dirigés par les ordres et ceux dirigés par les prix. Le niveau approprié de transparence peut aussi dépendre du degré de développement des marchés, notamment la facilité avec laquelle l'information est assimilée et le risque transféré. Les règles de transparence devraient aussi tenir compte des types d'opérations; les opérations de détail qui n'ont pas d'effet sur les marchés et recèlent peu de renseignements sont très différentes des opérations de gros qui véhiculent beaucoup d'information.

Deuxièmement, une transparence accrue des marchés n'est pas forcément souhaitable. Une plus grande transparence sur les marchés des obligations d'État ou des autres obligations pourrait réduire la liquidité, en diminuant la

capacité des courtiers à gérer leur risque de position et en empêchant ainsi une répartition efficiente des risques entre tous les opérateurs.

Ces observations nous amènent à conclure que, du point de vue de la formulation des politiques publiques, il ne serait pas optimal d'assujettir tous les marchés aux mêmes règles.

Nos recherches ont mis en évidence le fait que toute modification de la microstructure des marchés donne lieu à de nombreux arbitrages, avec leur lot de gagnants et de perdants — de sorte qu'il n'existe pas de mécanisme d'échange « optimal », comme l'ont pertinemment souligné Helen Allen de la Banque d'Angleterre et ses coauteurs de la Banque des Règlements Internationaux (2001). Cette remarque est encore plus valable dans le cas de marchés qui, comme ceux du Canada, sont dominés par un nombre relativement restreint de courtiers importants et de gros investisseurs. Notre programme de recherche vise à déterminer quels changements ne seront pas nuisibles, comme le préconise M. Greenspan, et je ne doute aucunement que les études présentées au colloque ainsi que les discussions des deux prochains jours contribueront de manière importante aux décisions à venir.

Bibliographie

Banque des Règlements Internationaux (2001). « The Changing Shape of Fixed Income Markets », document de travail n° 104, Groupe d'étude BRI sur les marchés à revenu fixe.