

# Commentaires

---

*Peter Thurlow*

On se trouve face à un dilemme intéressant quand un économiste défend une thèse donnée et qu'un opérateur qui s'engage financièrement en fonction de ses convictions se dit d'un avis opposé. Il est extrêmement rare qu'un économiste mise vraiment de l'argent sur le point de vue qu'il défend — et lorsque c'est le cas, nous devons lui prêter une oreille particulièrement attentive.

L'étude de Domowitz comprend trois grandes parties. La première expose les résultats de travaux empiriques démontrant que la mise en place de systèmes électroniques permet de réduire les coûts de transaction. La deuxième partie traite des conséquences d'une liquidité du marché variable et prévisible, la troisième et dernière étant consacrée à la perspective d'une « réintermédiation ». Je ne m'attarderai guère sur la première partie parce que les résultats présentés sont dans une large mesure intuitifs. De plus, non seulement l'auteur décrit ses propres résultats, mais il cite bon nombre d'autres chercheurs qui parviennent aux mêmes conclusions que lui. Nous pouvons donc considérer comme un fait acquis, je crois, que les systèmes électroniques entraînent une baisse des coûts de transaction. C'est la deuxième partie de l'étude que j'ai trouvée fascinante et sur laquelle je voudrais faire porter l'essentiel de mes commentaires.

Cependant, j'aimerais d'abord formuler quelques observations au sujet de la première section de l'étude. L'auteur montre que, plus la transaction est « difficile », plus l'économie permise par les systèmes électroniques est élevée (les opérations « difficiles » étant en l'espèce les transactions de montant élevé, celles qui portent sur les titres d'entreprises à faible capitalisation ou les transactions effectuées en période de forte volatilité des marchés). J'estime que ces résultats sont conformes à l'intuition si l'on peut trouver des contreparties convenables dans ces circonstances, parce que

c'est justement là que l'illiquidité risque le plus de faire problème. La vraie question est de savoir si les opérations électroniques sont effectuées aussi rapidement que les opérations non électroniques. Si l'on peut observer des différences sur le plan de la qualité de la transaction, la différence de coût pourrait alors, du moins en partie, refléter l'écart de qualité de l'opération, c'est-à-dire le coût de l'activité de tenue de marché.

La deuxième partie de l'étude est consacrée à la gestion stratégique de la liquidité. Cette dernière découle de l'observation selon laquelle l'activité est plus intense à certains moments de la journée, de sorte que le marché est relativement plus liquide. Les opérateurs le savent et, lorsque l'exécution immédiate d'un ordre n'est pas absolument nécessaire, ils en tirent parti. La gestion stratégique de la liquidité consiste à modéliser les éléments prévisibles d'une liquidité variable dans le temps et à déterminer les stratégies optimales d'exécution d'opérations (de montant élevé) données.

Le volet vraiment intéressant de l'étude traite de la réintermédiation. Selon l'auteur, beaucoup de gens croient à tort qu'en raison des économies qu'ils procurent, les systèmes de négociation électroniques ont supplanté les courtiers. Bien que le fonctionnement de la plupart des marchés financiers comporte une forme quelconque de tenue de marché, le rôle central des teneurs de marché se trouve modifié par les systèmes électroniques. L'idée de l'auteur est qu'on assistera à une redéfinition du rôle des courtiers sur le marché. Les entités qui réussiront à négocier le virage de la « réintermédiation » offriront une aide à la gestion stratégique de la liquidité ainsi que des services de recherche, d'analyse et d'exécution des ordres dans différents marchés, au lieu de se contenter de trouver des contreparties convenables. Elles créeront des liens électroniques entre de multiples carnets d'ordres, qui transféreront les opérations aux heures et aux places financières où la liquidité est la plus importante — ce qui renforcera encore les pics de liquidité, au détriment cependant de la liquidité observée le reste du temps. Toutefois, comme un volume d'activité plus élevé serait observé au moment où la liquidité est plus forte, le coût moyen d'exécution des ordres diminuerait, et l'on pourrait s'attendre à une augmentation de l'activité dans l'ensemble.

Bien entendu, les bourses de valeurs mobilières ne resteraient pas les bras croisés durant tout ce temps. Elles aussi procéderaient à une redéfinition de leur rôle. En s'appuyant sur les nouvelles technologies, elles pourraient ajouter à leurs services des activités de collecte et de diffusion des données, d'analyse et de gestion de la liquidité. De plus, grâce à une architecture ouverte, elles pourraient offrir des portails reliés à d'autres marchés et permettre à des opérateurs éloignés d'avoir accès instantanément aux marchés.

Par conséquent, les changements décrits pourraient déboucher non seulement sur l'augmentation et l'amélioration de l'information et des analyses offertes aux opérateurs, mais aussi sur la création de liens plus développés entre les marchés, tant pour ce qui est des types de produits que sur le plan géographique, peut-être même au point d'en arriver à une fusion des divers marchés. Les enjeux de cette évolution pourraient être énormes, ce qui explique bien le vif intérêt que suscitent ces questions et le rythme effréné auquel s'opèrent les changements. Étant donné la rapidité du progrès technique, l'évolution des marchés financiers s'est accélérée. La concurrence est extrêmement intense, et les cycles de vie sont beaucoup plus courts. Il est probable que seules survivront les entités les plus à l'écoute, les plus agiles et les plus innovatrices. Alors que la plupart des économistes s'attendent à ce que le changement technique provoque une période d'intense activité, qui s'apaise ensuite pour faire place à un régime permanent, une transformation rapide risque *d'être* le nouveau régime permanent dans le cas qui nous occupe.

Quelles sont les implications de tout cela pour les décideurs publics? La question est d'abord et avant tout de savoir s'il s'agit d'une bonne chose. En général, et moyennant quelques réserves, je crois qu'il faut répondre résolument par l'affirmative. L'interconnexion et la fusion des marchés nous rapprochent de plus en plus d'un marché financier mondial unique ouvert 24 heures sur 24, sept jours sur sept. Cette évolution aurait pour effet d'unifier la liquidité des marchés existants, ce qui se traduirait par une profondeur et une liquidité supérieures du marché, d'où une amélioration de l'efficacité et de la stabilité financière.

J'ai quelques réserves à formuler. Tout d'abord, les organismes de réglementation et les autorités de surveillance des marchés doivent eux aussi rester sur le qui-vive et se tenir prêts à réagir. Ils ne sont peut-être pas en mesure de montrer la voie, mais ils ne doivent à tout le moins pas se laisser distancer par l'évolution des marchés. Il serait utile d'établir un dialogue avec les marchés de façon à ce que les artisans de leur évolution soient sensibilisés aux préoccupations des organismes de réglementation et aussi pour que ces derniers soient au courant des changements à venir. De plus, les autorités du monde entier devraient entretenir un dialogue nourri, en visant l'harmonisation des réglementations, puisque l'arbitrage à ce niveau devient de plus en plus facile quand les connexions entre les marchés se renforcent. Ensuite, il ne faut pas perdre de vue le risque systémique, à mesure que la nature des marchés et des opérateurs continue de se transformer. En troisième lieu — et il s'agit à l'évidence d'une préoccupation récente —, les infrastructures clés des marchés, notamment les mécanismes de compensation et de règlement ainsi que les systèmes de négociation, doivent être sécurisées contre les catastrophes, qu'elles soient d'origine naturelle ou

autre. Tout cela doit être fait dans le respect de la neutralité sur le plan technologique et de manière, à tout le moins, à ne pas faire obstacle aux innovations souhaitables des marchés.

Du point de vue du Canada, cette évolution paraît bénéfique. Les investisseurs bénéficieront d'un meilleur accès aux marchés internationaux (ainsi que de renseignements et d'analyses de meilleure qualité). De nombreux émetteurs auront sans doute plus facilement accès aux sources de capitaux internationaux et, dans la mesure où les opérateurs canadiens ne restent pas à la traîne et collaborent avec les organismes de réglementation du pays afin de maintenir l'attrait des plateformes de négociation canadiennes, un certain volume d'opérations se maintiendra au Canada. Il reste à savoir si certains segments de marché seront laissés pour compte dans cette évolution et ce que l'avenir leur réserve.

En conclusion, cette étude très intéressante porte essentiellement sur les conséquences que pourraient avoir les systèmes de négociation électroniques sur la structure et l'organisation des marchés financiers. Les changements que laisse entrevoir Domowitz sont positifs, mais ils font naître un certain nombre de questions, dans le domaine de la réglementation et des politiques publiques, qui revêtent de l'importance pour le maintien de marchés financiers (et, en fin de compte, d'une économie) en bonne santé.