



## ACTES DE COLLOQUE



### **Structure et dynamique des marchés financiers**

Les 29 et 30 novembre 2001, la Banque du Canada a tenu un colloque portant sur la structure et la dynamique des marchés financiers. Les études présentées se rattachent pour la plupart à une branche relativement nouvelle de l'économie financière, la « microstructure des marchés », qui vise à expliquer comment la demande et l'offre latentes d'actifs financiers se concrétisent par des transactions et déterminent ainsi la dynamique du prix des actifs. Les actes du colloque ont été publiés en décembre 2002. La Banque ne distribue pas de tirés à part des études présentées à ses colloques.

#### **Différences de microstructure entre les marchés d'actions et les marchés de titres d'État multicourtiers**

*Toni Gravelle (Banque du Canada)*

L'auteur compare, en soulignant leurs différences, les structures des marchés d'actions et de titres d'État multicourtiers et les pratiques qui y ont cours. Il démontre qu'il existe des distinctions subtiles mais importantes entre ces deux types de marché, très similaires à première vue. Il fait ressortir les différences intrinsèques entre les deux catégories de titres et entre les investisseurs ainsi que dans le degré de centralisation et les règles de transparence en place. De l'avis de Gravelle, ces différences structurelles sont de nature à influencer de façon importante sur les activités des teneurs de marché et, par conséquent, sur leur apport à la liquidité du marché.

#### **Existe-t-il une structure de marché optimale?**

*Nicolas Audet (University of Michigan), Toni Gravelle (Banque du Canada) et Jing Yang (Banque du Canada)*

Pour étudier la question de la structure optimale du marché, les auteurs élaborent un modèle dans lequel les clients peuvent opter pour un marché de contrepartie ou un marché fondé sur un carnet d'ordres à cours limité. D'après leurs résultats, les investisseurs préfèrent le marché de contrepartie quand les transactions sont de montant élevé et que leur fréquence est irrégulière, de même que

s'ils subissent des chocs de portefeuille relativement importants. Ces conclusions cadrent avec l'observation selon laquelle les marchés dominés par un nombre relativement faible d'investisseurs institutionnels tendent à revêtir la forme de marchés de contrepartie.

### **L'apparition de nouveaux systèmes de négociation sur le marché des fonds d'État britanniques : leçons et implications**

*Allison Holland (United Kingdom Debt Management Office)*

L'auteur examine les implications de l'arrivée de systèmes de négociation électroniques sur le marché des fonds d'État britanniques, ainsi que la stratégie adoptée par l'administration chargée de la gestion de la dette publique face aux défis que leur implantation soulève. La décision d'instaurer un marché central dont des courtiers sont tenus d'assurer la liquidité, tout en ne modifiant à peu près pas le marché des clients ni le degré général de transparence du marché des fonds d'État, a été prise à la lumière d'une évaluation des différences fondamentales entre les différents segments de marché.

### **Liquidité, coûts de transaction et réintermédiation sur les marchés électroniques**

*Ian Domowitz (Investment Technology Group Inc. et Pennsylvania State University)*

L'auteur analyse la relation entre les coûts de transaction, la technologie et le rôle des intermédiaires sur les marchés financiers. Il montre que la recherche d'économies au chapitre des coûts de transaction a entraîné l'apparition de nouveaux mécanismes de transaction automatisés et de nouveaux lieux d'exécution pour les ordres, d'où un risque de désintermédiation pour certains intermédiaires (dont les courtiers traditionnels actifs sur le marché de détail et les

bourses de valeurs mobilières). Il analyse la tendance qui favorise les marchés avec carnet d'ordres à cours limité. L'auteur fait toutefois remarquer que cette évolution s'accompagne d'un nouvel ensemble de défis, touchant par exemple la gestion des liquidités des opérateurs, de sorte que les entités victimes de la désintermédiation ont la possibilité de se réinventer ou de se « réintermédiaire ».

### **Les marchés de titres devraient-ils être transparents?**

*Ananth Madhavan (Investment Technology Group Inc. et University of Southern California), David Porter (University of Wisconsin) et Daniel Weaver (Baruch College)*

Les auteurs étudient l'effet que le renforcement, en avril 1990, de la transparence en amont des transactions à la Bourse de Toronto a eu sur la liquidité du marché. Contrairement à l'hypothèse selon laquelle une transparence accrue améliore la qualité des marchés, les auteurs constatent que ce changement a entraîné une détérioration de la liquidité du marché.

### **Les effets des regroupements dans le secteur bancaire sur l'allocation du capital de risque et la liquidité des marchés**

*Chris D'Souza et Alexandra Lai (Banque du Canada)*

Les auteurs examinent une autre source possible de modification de la structure du marché : les regroupements entre teneurs de marché. Ils démontrent que, si l'entité issue de la fusion possède une plus grande capacité de risque que les entreprises qui existaient avant (grâce à une plus grande diversification des secteurs d'activité), le regroupement peut entraîner une augmentation nette du capital de risque affecté aux activités de tenue de marché et améliorer ainsi



la liquidité du marché et le bien-être des investisseurs.

#### Détection de la contagion sur les marchés de devises et d'obligations

*Toni Gravelle (Banque du Canada), Maral Kichian (Banque du Canada) et James Morley (Washington University in St. Louis)*

Les auteurs élaborent une technique devant leur permettre de déterminer, à partir d'un modèle, les périodes de forte et de faible variance, dans le but d'établir si les corrélations entre les prix du marché augmentent de façon systématique en période de crise (phénomène appelé *shift contagion* en anglais). Leur méthode présente l'avantage supplémentaire de ne pas nécessiter la connaissance du pays d'origine de la crise. Les auteurs constatent l'existence d'une contagion de ce type sur les marchés des changes des pays développés, mais non sur les marchés obligataires des économies de marché émergentes.

#### Le processus de détermination des prix en période de tensions financières : le comportement du marché des titres du Trésor américain à l'automne 1998

*Craig H. Furfine et Eli M. Remolona (Banque des Règlements Internationaux)*

S'attachant à l'évolution du marché intercourriers des titres du Trésor américain pendant la crise causée par l'effondrement de Long-Term Capital Management, à l'automne 1998, les auteurs analysent la spécificité du mécanisme de détermination des prix dans un marché agité. Ils constatent que les flux de transactions ont plus d'effet sur les prix en période d'activité intense et d'asymétrie de la profondeur du marché. Leurs résultats indiquent aussi que le poids de la négociation sur les prix est plus élevé pendant une crise, même lorsqu'on neutralise l'incidence de l'asymétrie et de l'intensification de l'activité.

#### Équilibre de portefeuille, effet du flux d'ordres sur les prix et interventions secrètes

*Martin D. D. Evans (Georgetown University) et Richard K. Lyons (University of California, Berkeley)*

Les auteurs évaluent l'incidence des transactions de gros sur les cours pratiqués sur les marchés des changes. À en juger par les résultats qu'ils obtiennent, les opérations de rééquilibrage de portefeuille ont des effets tant temporaires que persistants (et importants sur le plan économique) sur les cours du change. Les auteurs constatent aussi que ces effets sont plus marqués lorsqu'il y a beaucoup de nouvelles d'ordre macroéconomique. En ce qui concerne les interventions sur les marchés des changes, les résultats impliquent que celles-ci auront des répercussions sensibles sur les prix si elles sont stérilisées, secrètes et neutres quant à l'orientation de la politique monétaire, et que leur effet sera maximal lorsque les marchés réagissent aux nouvelles d'ordre macroéconomique. Les auteurs présentent une méthodologie permettant d'estimer l'incidence des interventions dans le cadre du modèle spécialisé qu'ils utilisent.

#### Séance de clôture

##### Premier commentaire

*John Chant (Banque du Canada)*

Dans le bilan qu'il dresse du colloque, Chant s'attarde à deux thèmes : la nature de l'intérêt des banques centrales pour la structure et la dynamique des marchés financiers et la façon dont les études présentées les aident à mieux comprendre les enjeux liés aux marchés financiers. Il souligne que le colloque a mis en lumière des questions d'intérêt vital pour les banques centrales à titre de garantes de la stabilité des prix et de la stabilité financière.

**Deuxième commentaire**

*Dino Kos (Federal Reserve Bank of New York)*

Kos examine les raisons pour lesquelles les banques centrales doivent se soucier de la liquidité des marchés. Il décrit pourquoi les autorités peuvent difficilement favoriser un accroissement de la liquidité d'un marché une fois qu'elles ont éliminé tous les obstacles susceptibles d'entraver le développement de ce dernier. Le marché doit atteindre de lui-même le niveau de liquidité qui lui convient, ce qu'il fait d'ailleurs, même si ce processus ne se déroule pas toujours sans heurts.

**Troisième commentaire**

*Richard K. Lyons (University of California, Berkeley)*

Lyons mentionne que le colloque a permis de jeter un pont entre la microéconomie et la macroéconomie. Les macroéconomistes commencent à prendre conscience qu'il existe une autre façon d'aborder certaines questions, qui pourrait se révéler utile tant pour l'étude de la politique macroéconomique que pour celle de la politique microéconomique. Les modèles de microstructure peuvent servir à comprendre les événements de nature tout à fait macroéconomique. Lyons traite aussi des questions de politique publique que les conférenciers ont soulevées et des pistes de recherche qui se sont dégagées des discussions.