

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

Allison Holland

Introduction

Le recours aux mécanismes de négociation électronique s'est répandu sur les marchés d'actions. Ces systèmes occupent également une place croissante sur certains marchés d'obligations d'État, notamment celui des titres du Trésor américain, mais ils ne jouent pas encore un rôle important sur le marché des obligations du gouvernement britannique¹.

Nous étudions ici les enjeux de politique liés à l'apparition possible de systèmes de négociation électroniques sur le marché des fonds d'État britanniques, ainsi que la réaction de l'administration chargée de la gestion de la dette publique (le U.K. Debt Management Office, dénommé ci-après DMO) à ce phénomène.

1. D'après le plus récent sondage effectué par la Bond Market Association, 74 systèmes offraient des services de négociation électronique sur les titres à revenu fixe.

* La version intégrale du document est accessible (en anglais seulement) à l'adresse <http://www.dmo.gov.uk>.

1 Aperçu du marché des fonds d'État britanniques

1.1 Cadre général

Le marché des fonds d'État est entré depuis longtemps dans sa phase de maturité, le premier titre négociable du gouvernement britannique ayant été émis au XVIII^e siècle. La structure actuelle du marché s'est mise en place en 1986, après le « Big Bang »; elle n'a guère changé depuis.

Les fonds d'État britanniques font l'objet de transactions beaucoup moins fréquentes que, par exemple, les actions faisant partie de l'indice FTSE-100. Le nombre quotidien des opérations sur actions représente en moyenne plus de 26 fois celui des transactions sur les fonds d'État à Londres, mais le montant moyen de ces dernières est plus de 80 fois supérieur à celui des opérations sur actions. On voit ainsi que les opérateurs se comportent de façon bien différente sur les deux marchés et que les structures qui se révèlent efficaces dans un cas ne conviennent pas nécessairement dans l'autre.

1.2 Le rôle d'émetteur

En avril 1998, le DMO a pris en charge l'émission des titres de l'État britannique. Son objectif premier est d'aider l'État à réduire au maximum ses coûts de financement, compte tenu du risque. Le DMO a en outre pour objectifs stratégiques le maintien de marchés ordonnés et efficaces ainsi que la promotion de la liquidité du marché des fonds d'État. Un marché liquide des fonds d'État devrait permettre aux autorités de se financer au moindre coût possible en diminuant certains des risques auxquels les investisseurs sont exposés et, par voie de conséquence, les primes de risque susceptibles d'être exigées sur ces titres.

Voici les principes généraux qui inspirent la ligne de conduite du DMO face à l'apparition de nouveaux mécanismes de transaction :

- i) liquidité et efficacité du marché des fonds d'État : le DMO s'inquiéterait si le marché devait devenir par trop morcelé ou si sa liquidité devait être sensiblement réduite;
- ii) conditions ordonnées : le DMO tient à ce que les opérations sur titres d'État se déroulent dans des conditions ordonnées et réglementées, qui assurent un degré minimal de protection aux investisseurs;
- iii) entrée et sortie des teneurs de marché : aucun facteur extérieur ne devrait influencer sur la capacité du DMO de conférer à une institution financière le statut de courtier ou négociant principal ou de le lui retirer;

- iv) intérêts des investisseurs particuliers : il faut aussi tenir compte de la manière dont les nouveaux mécanismes de transaction influeraient sur la capacité des petits investisseurs d'obtenir les meilleures conditions d'exécution de leurs ordres et répondraient à leurs besoins de transparence.

1.3 Le rôle des négociants principaux

Comme beaucoup d'autres marchés d'obligations d'État, celui des titres émis par le Royaume-Uni se caractérise par la présence de courtiers ou négociants principaux (désignés dans ce pays sous le nom de *gilt-edged market-makers*). En raison des particularités du marché secondaire des fonds d'État britanniques, où seulement une minorité d'investisseurs se livrent à des opérations chaque jour, il est peu probable qu'on assiste à un flux régulier d'ordres d'achat et de vente. C'est pourquoi le DMO considère qu'un système constitué de pourvoyeurs de liquidité chargés de combler l'écart entre l'offre et la demande, de façon à réduire le risque d'exécution, est bénéfique pour le marché secondaire.

En contrepartie de cette fonction de tenue de marché, les négociants principaux jouissent de privilèges particuliers lors des adjudications. En outre, le DMO fait appel exclusivement à eux pour l'exécution d'un certain nombre d'opérations sur le marché secondaire².

L'émetteur bénéficie également de la présence de négociants principaux tenus à certaines obligations de participation au marché primaire. Le risque auquel s'expose l'État en optant pour la transparence dans l'émission de ses obligations se trouve ainsi atténué³. Les négociants principaux peuvent aussi fournir à l'émetteur toutes sortes de renseignements utiles sur l'état du marché et jouer un rôle efficace de distribution, facilitant ainsi la transmission des titres de l'émetteur aux investisseurs finals.

Le DMO estime qu'il est avantageux de disposer d'une liste de négociants principaux désignés, du point de vue du marché tant primaire que secondaire. Il est donc probable que les privilèges dont jouissent les négociants principaux sur le marché primaire continueront d'être liés (dans

2. Le lecteur trouvera plus de détails à ce sujet dans un document daté de novembre 2001 intitulé « Official Operations in the Gilt-Edged Market: Operational Notice by the U.K. Debt Management Office ».

3. On s'attend à ce que les négociants principaux participent activement aux adjudications, à hauteur de leur part des opérations sur le marché secondaire. Dans le cas des adjudications d'obligations indexées, les négociants principaux actifs dans ce compartiment se voient attribuer au minimum 3 % des titres émis.

un avenir prévisible) à la prestation de certains services sur le marché secondaire.

Il existe à l'heure actuelle 16 négociants principaux agréés sur le marché des fonds d'État britanniques.

1.4 Le rôle des courtiers intermédiaires

Une autre caractéristique du marché des fonds d'État est l'existence de courtiers qui travaillent uniquement comme intermédiaires entre les négociants principaux. Presque toutes les opérations entre négociants principaux passent par un courtier de ce genre. Ces opérations représentent environ 40 % de l'ensemble des transactions faites sur le marché des fonds d'État au Royaume-Uni⁴.

Les courtiers intermédiaires ont pour fonction de permettre aux négociants principaux de liquider les positions qu'ils ont prises dans le cadre de leur fonction de tenue de marché mais qu'ils ne veulent pas garder, le tout dans le milieu clos des négociants principaux. Ces courtiers assurent la contrepartie des transactions afin de protéger l'anonymat des opérateurs situés en aval. Les renseignements concernant ces transactions ne sont pas communiqués au reste du marché par les négociants principaux.

On compte à l'heure actuelle trois courtiers intermédiaires agréés sur le marché des fonds d'État britanniques.

2 Le marché des fonds d'État et les systèmes de négociation électroniques

2.1 Mutations en cours

Un certain nombre de teneurs de marché participent à divers systèmes électroniques spécialisés dans la négociation de titres à revenu fixe (terminaux reliant les négociants entre eux, systèmes donnant aux clients l'accès à un éventail de ceux-ci, etc.).

Cette évolution est positive dans la mesure où elle améliore le fonctionnement du marché ainsi que l'accès des clients à la liquidité. Par contre, lorsqu'elle risque de nuire à la liquidité fondamentale du marché, les autorités se doivent de réagir.

4. D'après les données publiées par les négociants principaux pour l'exercice 2000-2001.

2.2 Réaction des autorités

En janvier 2000, le DMO a publié un document de consultation qui sollicitait l'avis des intéressés sur la manière dont il devait réagir, le cas échéant, à l'apparition de systèmes de négociation électroniques sur le marché des fonds d'État britanniques⁵. Dans ce document étaient envisagées diverses options, dont : le statu quo; la mise en place d'un système de cotation centralisé; l'instauration d'un marché centralisé des opérations entre négociants principaux assorti d'obligations de cotation; l'établissement d'un marché de contrepartie entièrement électronique.

Un large éventail d'opérateurs ont exprimé leur point de vue. Après en avoir pris connaissance, le DMO a énoncé, dans un document publié en juin 2000, l'approche qu'il privilégiait.

Comme un certain nombre d'opérateurs, le DMO craignait que le statu quo n'aggrave les effets négatifs d'un éventuel morcellement du marché. C'est pourquoi il a décidé de mettre en place un marché où les négociants principaux seront tenus d'afficher des prix fermes d'achat et de vente à leurs homologues sur un nombre restreint d'obligations de référence. L'affichage presque continu de prix d'achat ou de vente nécessitera l'adoption d'un système de négociation électronique.

Ce genre de mécanisme s'apparente au système d'engagements qui assure la liquidité de la plupart des marchés d'obligations d'État en Europe. Le DMO estime qu'un marché central où les opérateurs ont des engagements à tenir bénéficiera à l'ensemble du marché, en assurant l'efficacité des prix et un degré minimal de liquidité sur certains titres; les négociants principaux pourront alors s'acquitter en toute confiance de leurs activités plus globales de tenue de marché. Un tel mécanisme présente un intérêt tout particulier lorsqu'il existe un certain nombre de plateformes de transaction susceptibles de s'exclure mutuellement. Le DMO espère que, grâce à ce modèle, les barrières que doivent franchir à l'entrée les négociants désireux d'être agréés demeureront à un niveau acceptable, ce qui maintiendra une forte concurrence dans la prestation de services de tenue de marché. Les avantages découlant du nouveau système devraient ainsi se répercuter sur les services fournis aux investisseurs par les négociants principaux.

Un groupe de travail formé de représentants élus parmi les négociants principaux et d'un porte-parole du DMO s'est penché sur la façon dont les offres de prix devraient être communiquées au marché. Ce groupe a conclu que la meilleure solution consistait à permettre à chaque négociant principal de transmettre ses prix à un courtier intermédiaire agréé. La prestation de

5. Voir « The Secondary Market for Gilts: A Consultation Paper », janvier 2000.

services de courtage intermédiaire continuera ainsi à faire l'objet d'une certaine concurrence. Cela signifie que les courtiers seront incités en permanence à maintenir des services de qualité, ce qui favorisera l'innovation technologique.

Le DMO se propose d'appliquer ces obligations de cotation au début de l'exercice 2002-2003. Ainsi qu'il a été indiqué, étant donné la concurrence qui caractérise la fonction de tenue de marché, tout accroissement de la liquidité dans les opérations entre négociants principaux qui résultera des nouvelles obligations devrait bénéficier à l'ensemble du marché.

Conclusion

La mise en place de nouvelles structures dans un marché existant soulève des questions différentes de celles qui se posent dans un nouveau marché. L'effet d'inertie et la peur du changement peuvent se traduire par des coûts considérables de conversion; il convient d'en tenir compte lorsqu'on examine la manière dont les autorités doivent réagir à la mise en place d'un système de négociation électronique.

Du point de vue de l'émetteur, un réseau de négociants principaux offre un bon moyen d'atténuer le risque d'exécution. Étant donné que le DMO attache toujours de l'importance au rôle des négociants principaux, il doit veiller à ce que l'arbitrage coût-risque soit maintenu à un niveau qui assure la participation soutenue d'un nombre suffisant de négociants.

L'initiative du DMO sur le marché des opérations entre négociants principaux prend appui sur la structure de courtage intermédiaire déjà en place, mais elle créera, on l'espère, des conditions propices à l'apparition naturelle de mécanismes plus transparents et efficaces, tels que des systèmes reliant les clients à plusieurs négociants. Il reste que le DMO n'a aucune intention d'imposer des changements de ce genre.

S'il est vrai que certains négociants principaux restent sceptiques quant aux chances de l'initiative du DMO d'améliorer la liquidité du marché internégociants, d'autres opérateurs, forts de leur expérience des marchés européens de titres à revenu fixe, sont plus optimistes. Le nouveau mécanisme permettra à un négociant principal de liquider sans difficulté une position, à un prix connu d'avance. Cela devrait faciliter la gestion du risque, de même qu'améliorer la transparence du marché, où peu de prix sont affichés à l'heure actuelle.