

L'incidence de l'implantation des plateformes de négociation électroniques sur le marché intercourriers des obligations de référence du gouvernement canadien

Natasha Khan

Le présent article résume l'étude de Khan (2007), qui analyse les répercussions de la hausse de la transparence observée sur le marché des obligations du gouvernement canadien par suite de l'implantation de plateformes de négociation électroniques.

La transparence des marchés financiers réfère à la mesure dans laquelle l'information sur l'activité de négociation, tant en amont qu'en aval des transactions, est accessible au public. La « transparence en amont » désigne la visibilité du meilleur prix auquel un ordre entrant peut être exécuté, tandis que la « transparence en aval » désigne la capacité du public de prendre connaissance du prix d'exécution, du montant des récentes transactions ou des deux.

Hypothèses concurrentes

Intuitivement, une hausse de la transparence devrait entraîner une meilleure diffusion de l'information et, partant, une efficacité et une liquidité accrues (Glosten, 1999)¹. Toutefois, diverses théories avancent qu'un manque de transparence peut se solder par des écarts initiaux plus faibles entre les cours acheteur et vendeur² du fait que les courtiers se disputent le flux d'ordres des clients puis utilisent l'information qu'ils en extraient pour augmenter les profits tirés des transactions suivantes. Si l'information est peu coûteuse ou facilement accessible, les courtiers n'auront pas besoin de se livrer une concurrence au niveau des prix pour l'acquérir, d'où des écarts acheteur-vendeur plus larges (Grossman et Stiglitz, 1980; Bloomfield et O'Hara, 1999).

Les études effectuées à ce jour donnent à penser que l'incidence d'une augmentation de la transparence dépend de la structure du marché³. Dans le cas des titres d'État, un certain degré de transparence semble avoir un effet favorable sur la liquidité du marché, mais il y aurait un point au-delà duquel tout accroissement supplémentaire de la transparence peut réduire la liquidité. Par exemple, si une hausse de la transparence force les teneurs de marché à divulguer leurs opérations avant qu'ils aient eu le temps de liquider ou de couvrir leur position, le risque qu'ils essuient une perte en liquidant celle-ci augmentera, ce qui provoquera un relèvement des coûts de transaction et un recul de la liquidité. La relation entre la transparence et la liquidité ne serait donc pas linéaire, de sorte qu'il existerait un niveau optimal de transparence, qui ne correspondrait pas nécessairement à une situation de transparence totale⁴.

Modification du régime de transparence

Il est difficile d'analyser l'incidence de la transparence sur la liquidité des marchés, car les modifications du régime de transparence sont rares. Au Canada, l'implantation de trois plateformes de négociation électroniques, connues aussi sous le nom de systèmes de négociation parallèles, vers le milieu de l'année 2002 a augmenté le degré de transparence en amont des transactions, principalement dans le segment client-courtier des marchés des titres à revenu fixe⁵. Cette hausse de la transparence a créé une « expérience naturelle » propice à l'examen de la relation entre la transparence et la liquidité des titres d'État canadiens. En raison

1. Par liquidité d'un marché on entend la capacité d'y exécuter rapidement des opérations importantes sans induire de fortes variations des prix. Voir également Bauer (2004) pour une étude fouillée sur l'efficacité des marchés.
2. L'écart entre les cours acheteur et vendeur est une mesure très répandue de la liquidité d'un marché. D'Souza, Gaa et Yang (2003) présentent un exposé détaillé sur la liquidité du marché des obligations du gouvernement canadien.

3. Gravelle (2002) analyse en profondeur les différences entre les marchés de contrepartie portant sur les titres d'État et ceux portant sur les actions. Consulter aussi Zorn (2004) pour un examen de la relation entre la transparence, la liquidité et la structure du marché.
4. Voir Casey et Lannoo (2005), Financial Services Authority (2005 et 2006) et Zorn (2006) pour une recension des recherches sur la transparence des marchés.
5. Ces trois plateformes sont CanDeal, Collective Bid (CBID) et Bloomberg Bond Trader.

des limites inhérentes aux données, l'étude se borne à l'analyse de l'effet que la modification de la transparence dans le segment client-courtier a eu sur le segment intercourtiers.

Données et méthodologie

L'étude exploite les données de CanPX relatives aux obligations de référence à 2, 5, 10 et 30 ans du gouvernement canadien pour la période allant du 25 février 2002 au 28 février 2003. Lancée en 1999, la plateforme CanPX regroupe sur un seul écran les renseignements provenant des courtiers intermédiaires et affiche des données — en veillant à l'anonymat des courtiers participants qui les ont communiquées — sur les transactions et les cours relatifs aux obligations d'État activement négociées.

Fondée sur une approche événementielle, l'étude examine les retombées d'une hausse de la transparence en comparant la liquidité du marché avant et après l'entrée en service des trois systèmes de négociation parallèles, survenue durant la période de trois mois allant de juillet à septembre 2002. La période qui sert de base à la comparaison est constituée des mois de mars, avril, mai et juin 2002. Afin de donner au marché le temps de s'adapter au changement de régime de transparence et d'atteindre son nouvel équilibre, la période postérieure à l'événement considéré a été définie comme la période de cinq mois allant du début d'octobre 2002 à la fin de février 2003.

L'incidence de l'accroissement de la transparence sur la liquidité du marché est estimée par une série de régressions où la variable dépendante est l'une des deux mesures de liquidité retenues et où les variables indépendantes comprennent le volume des transactions, la volatilité et une variable muette qui représente les périodes antérieure et postérieure à l'implantation des trois plateformes. Pour éliminer l'effet immédiat de la plupart des nouvelles d'ordre macroéconomique et des adjudications, les données quotidiennes utilisées dans l'analyse de régression ont été limitées à la tranche horaire comprise entre 10 h 10 et 12 h pour chaque jour ouvrable de la période étudiée.

La première mesure de la liquidité, l'écart acheteur-vendeur en pourcentage, est calculée en divisant la différence entre les cours acheteur et vendeur par la moyenne des deux cours. La seconde mesure, soit le coefficient qui sert à quantifier l'incidence d'une modification du flux d'ordres sur les prix, est estimée à l'aide du modèle de Kyle (1985), en effectuant une régression des variations logarithmiques de la moyenne des cours acheteur et vendeur sur le flux d'ordres. Le flux d'ordres

contient de l'information sur le sens des ordres donnés et influe sur les prix et les rendements. Par exemple, si le nombre des transactions faites à l'initiative de l'acheteur est supérieur au nombre des transactions faites à l'initiative du vendeur, des pressions à la hausse devraient s'exercer sur les prix. Le flux d'ordres est estimé de deux façons : i) par la somme (en dollars) des transactions amorcées par l'acheteur diminuée des transactions amorcées par le vendeur; ii) par la différence entre le nombre des premières et le nombre des secondes.

Une hausse des écarts acheteur-vendeur et des coefficients d'incidence sur les prix implique une baisse de la liquidité et indique que les courtiers sont peu disposés à faire office de teneurs de marché lorsque les prix sont susceptibles de fluctuer fortement.

Résultats

L'étude conclut de manière générale que l'avènement des systèmes de négociation électroniques n'a pas eu d'effet notable sur la liquidité du marché intercourtiers des obligations du gouvernement canadien. Les écarts acheteur-vendeur ne sont pas significativement différents avant et après l'implantation des plateformes électroniques dans le cas des obligations de référence à 2, 5, et 10 ans. L'obligation à 30 ans fait exception, les écarts entre les cours acheteur et vendeur de cette obligation s'étant repliés durant les mois qui ont suivi la mise en place des trois plateformes. Le coefficient qui sert à quantifier l'incidence du flux d'ordres (mesuré en dollars) sur les prix a aussi diminué dans le cas de l'obligation à 30 ans, mais il n'est significativement différent pour aucune des autres échéances.

Comme il est difficile de tenir compte des facteurs propres à une obligation en particulier, il est possible que des facteurs autres que la modification du régime de transparence soient à l'origine de la réduction des écarts acheteur-vendeur et du coefficient d'incidence sur les prix dans le cas de l'obligation à 30 ans.

Il convient de noter que l'étude analyse l'effet, sur le marché intercourtiers, d'un changement survenu sur le marché client-courtier. Les deux marchés semblent liés, puisque les courtiers ont recours au marché intercourtiers pour gérer les stocks qu'ils acquièrent au fil de leurs transactions avec les clients. Toutefois, la vérification empirique aurait été plus robuste si l'on avait pu examiner les répercussions de la modification du degré de transparence du marché client-courtier sur ce même marché. Il se peut donc que les résultats

obtenus dans le cas des obligations à deux, cinq et dix ans soient attribuables à l'angle d'analyse adopté, mais il n'existe pas à notre connaissance de données qui permettraient de mener pareil examen du marché des obligations du gouvernement canadien.

Enfin, signalons que l'étude s'attache à l'incidence d'une modification de la transparence en amont imputable à l'innovation du marché, alors que les récents débats ont davantage porté sur les effets de l'imposition de normes de transparence en aval⁶.

Bibliographie

- Bauer, G. (2004). « Typologie de l'efficience des marchés », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 39-42.
- Bloomfield, R., et M. O'Hara (1999). « Market Transparency: Who Wins and Who Loses? », *The Review of Financial Studies*, vol. 12, n° 1, p. 5-35.
- Casey, J.-P., et K. Lannoo (2005). *Europe's Hidden Capital Markets: Evolution, Architecture and Regulation of the European Bond Market*, Bruxelles, Centre for European Policy Studies.
- D'Souza, C., C. Gaa et J. Yang (2003). « An Empirical Analysis of Liquidity and Order Flow in the Brokered Interdealer Market for Government of Canada Bonds », document de travail n° 2003-28, Banque du Canada.
- Financial Services Authority (2005). *Trading Transparency in the U.K. Secondary Bond Markets*, coll. « Discussion Papers », n° DP05/5, août.
- (2006). *Trading Transparency in the U.K. Secondary Bond Markets – Feedback Statement on DP05/5*, FS06/4, juillet.
- Glosten, L. (1999). « Introductory Comments: Bloomfield and O'Hara, and Flood, Huisman, Koedijk, and Mahieu », *The Review of Financial Studies*, vol. 12, n° 1, p. 1-3.
- Gravelle, T. (2002). « The Microstructure of Multiple-Dealer Equity and Government Securities Markets: How They Differ », document de travail n° 2002-9, Banque du Canada.
- Grossman, S., et J. Stiglitz (1980). « On the Impossibility of Informationally Efficient Markets », *American Economic Review*, vol. 70, n° 3, p. 393-408.
- Khan, N. (2007). « Impact of Electronic Trading Platforms on the Brokered Interdealer Market for Government of Canada Benchmark Bonds », document de travail n° 2007-5, Banque du Canada.
- Kyle, A. (1985). « Continuous Auctions and Insider Trading », *Econometrica*, vol. 53, n° 6, p. 1315-1335.
- Zorn, L. (2004). « Atelier de la Banque du Canada sur la réglementation, la transparence et la qualité des marchés de titres à revenu fixe », *Revue du système financier*, Banque du Canada, juin, p. 43-48.
- (2006). « Enseignements tirés des expériences internationales en matière de transparence des marchés », *Revue du système financier*, Banque du Canada, décembre, p. 22-27.

6. Les Autorités canadiennes en valeurs mobilières ont récemment prolongé jusqu'au 31 décembre 2011 la période durant laquelle les titres d'État sont exemptés de l'application des règles de transparence.