

La liquidité du marché canadien des changes et la dynamique des taux de change

Chris D'Souza

Un marché financier liquide est un marché où l'offre et la demande peuvent être équilibrées à faible coût. Il est important que le marché canadien des changes soit très liquide, car un marché des changes peu efficace engendre des coûts additionnels pour les entreprises qui commercent avec l'étranger ou y investissent et, par conséquent, nuit à l'économie. La liquidité du marché des changes peut être analysée sous l'angle de sa « microstructure », concept qui englobe les mécanismes de négociation et les pratiques en vigueur sur un marché donné.

Le marché canadien des changes consiste en un réseau d'institutions financières reliées les unes aux autres par un système de communication à grande vitesse. Les acteurs de ce marché comprennent les cambistes, les clients et les courtiers. Les cambistes transmettent continuellement des cours acheteur et vendeur aux clients et aux autres cambistes. Durant la journée, ils se tiennent prêts à acheter ou à vendre des devises et à contribuer ainsi à la liquidité du marché. Les courtiers sont des intermédiaires qui jumellent les meilleurs ordres d'achat et de vente des cambistes. Contrairement à ces derniers, qui spéculent parfois sur les devises, les courtiers sont de purs intermédiaires. Au Canada, la plupart des opérations sur le marché des changes au comptant sont exécutées par les grandes banques canadiennes, par l'entremise de leurs services de change. Les clients sur ces marchés sont les sociétés financières ou autres qui ont besoin de devises pour financer le commerce international, investir à l'étranger, effectuer des opérations de couverture sur devises ou mettre à profit certaines occasions de placement à court terme, ainsi que les sociétés qui ont des stocks de devises.

Les cambistes distinguent les opérations avec la clientèle¹ des transactions qu'ils effectuent pour leur propre compte. Les clients qui souhaitent ra-

juster leur position en devises attachent une grande importance à l'exécution rapide de leurs ordres. Les cambistes jouent auprès d'eux ce rôle fondamental de pourvoyeur de liquidité. Ce faisant, ils peuvent toutefois s'exposer à des risques de change non désirés. Les opérations que le cambiste effectue pour son propre compte visent le rajustement de sa position en devises. C'est par ce moyen qu'il espère dégager un profit de sa gestion du risque de change. Les opérations pour compte propre sont généralement fondées sur l'information dont le cambiste dispose concernant l'évolution probable des taux de change. Pour atteindre ses objectifs de placement, il doit s'assurer que ses renseignements sont au moins aussi bons que ceux qu'a en main sa contrepartie, car faire affaire avec un agent mieux informé que soi est imprudent.

Pour recueillir de l'information sur le marché, les cambistes peuvent observer le flux d'ordres. Celui-ci peut être mesuré en comparant la valeur totale des ordres d'achat exécutés ou placés en attente à celle des ordres de vente. Un excédent des ordres d'achat (de vente) de dollars canadiens indique que les opérateurs sont optimistes (pessimistes) quant à l'évolution future du dollar canadien à la lumière de l'information qu'ils possèdent. Les cambistes peuvent se renseigner sur le flux d'ordres grâce à leurs opérations avec la clientèle et à leurs communications avec les courtiers. Certains d'entre eux ont accès aux terminaux électroniques que les courtiers mettent à la disposition des cambistes et par lesquels transite une partie du flux d'ordres.

Le flux d'ordres constitue un élément clé dans l'analyse de la microstructure d'un marché financier². On constate qu'il est à la source d'une grande partie des variations à court terme (quotidiennes, hebdomadaires et même trimestrielles) des taux de change nominaux. Alors que les modèles traditionnels de taux de change expliquent les fluctuations de ces taux par l'évolution des taux d'intérêt, de l'offre de monnaie, des taux d'inflation, du produit intérieur brut, du solde de la

1. La clientèle des banques comprend la Banque du Canada, les entreprises commerciales et les institutions financières peu actives sur le marché des changes. Les banques canadiennes concluent également des opérations entre elles.

2. Voir O'Hara (1995) pour un tour d'horizon des modèles de microstructure.

balance commerciale et des cours des produits de base, entre autres facteurs, le flux d'ordres reflète plutôt les modifications des attentes du marché à l'égard de l'évolution de ces variables. Par conséquent, il parvient souvent mieux que ces variables à rendre compte, empiriquement, des fluctuations à court terme des taux de change.

D'après les résultats préliminaires fournis par de récentes analyses empiriques de la microstructure du marché des changes, l'information véhiculée par le flux d'ordres aiderait à expliquer les fluctuations des taux de change; toutefois, les déterminants fondamentaux de ce flux et le comportement des cambistes qui assurent la liquidité du marché n'ont pas fait l'objet de tests explicites. Selon la théorie de la microstructure, la liquidité est influencée par les caractéristiques institutionnelles du marché des changes et l'information qui y circule. Il serait donc intéressant d'examiner si la volonté d'une banque d'assurer la liquidité du marché canadien des changes est conditionnée par l'obtention d'information privilégiée par le biais de ses opérations avec la clientèle ainsi que par la gestion de ses propres positions en devises.

Certains chercheurs (dont Lyons, 1997) ont avancé que les opérations avec la clientèle jouent le rôle de catalyseur dans l'élaboration par les cambistes de stratégies lucratives. Nos recherches indiquent que ceux-ci réagissent de façon similaire à tous les types de transactions, peu importe leur provenance. Ainsi, l'information privilégiée que recueille les cambistes sur les variables fondamentales susceptibles d'influencer le taux de change ne proviendrait pas uniquement de leurs opérations avec les clients. Il semble plutôt que les cambistes exploitent l'information relative à leurs stocks de devises, qui fluctuent notamment en fonction de leurs transactions avec la clientèle, pour spéculer sur le marché des opérations entre cambistes.

Cette conclusion a des implications directes pour le degré de liquidité du marché des changes. En assurant la liquidité du marché pour leur clientèle, les cambistes se voient offrir l'occasion de spéculer entre eux. Plus ces opérations spéculatives sont lucratives, plus la concurrence entre les cambistes s'intensifiera pour attirer les ordres des clients, ce qui fera diminuer les écarts entre cours acheteur et vendeur pour la clientèle. De plus, il ressort de nos recherches que la liquidité du marché canadien des changes ne dépend pas du type de transaction conclu avec le cambiste, c'est-à-dire qu'elle repose tant sur les opérations avec la clientèle que sur les opérations entre cambistes.

Les pratiques de gestion du risque et les opérations de couverture quotidiennes des banques actives

sur le marché des changes méritent également d'être examinées. L'analyse de l'évolution des positions nettes au comptant et à terme de chaque cambiste durant la journée porte à croire que ces institutions financières gèrent leur risque de change de façon semblable. Par exemple, les banques ne couvrent pas sur le marché à terme tous les risques auxquels elles s'exposent sur le marché au comptant. L'étendue de leur couverture dépend de la volatilité du marché, de leur degré d'exposition au risque et des avantages comparatifs dont elles jouissent à l'égard du risque couru, en particulier comparativement à leurs clients.

Il existe plusieurs sources d'avantages comparatifs. Premièrement, les accords de réciprocité entre les banques qui effectuent des opérations de change garantissent à ces teneurs de marché un accès à la liquidité. Les clients ne jouissent pas d'une telle garantie. Deuxièmement, les banques répartissent le capital entre leurs différents secteurs d'activité afin de diversifier le risque et le rendement. Elles peuvent donc assumer des risques plus élevés que les clients des institutions non financières spécialisées dans un nombre relativement faible de secteurs³. Selon nos recherches, le degré de couverture des cambistes dépendrait de leur capacité globale à prendre des risques et de l'accès de chacun de ceux-ci à l'information véhiculée par le flux d'ordres. En outre, la liquidité du marché au comptant et celle du marché des produits dérivés de change seraient interdépendantes, les cours de ces marchés étant corrélés et les cambistes étant en mesure de couvrir leurs positions sur un marché par des opérations sur un autre marché.

En analysant les données relatives aux opérations de change à l'aide de modèles de microstructure, il est possible de caractériser certains des déterminants de la liquidité du marché des changes. D'après les résultats obtenus à ce jour, les cambistes qui disposent d'occasions plus profitables de spéculer et qui sont plus tolérants à l'égard du risque contribuent davantage à la liquidité du marché. De façon plus générale, la prise en compte des caractéristiques institutionnelles du marché qui déterminent sa dynamique nous apparaît essentielle pour mieux comprendre les sources de sa liquidité. Les décideurs publics et les chercheurs peuvent se servir des outils utilisés dans le domaine de la microstructure des marchés financiers pour cerner les effets sur la liquidité de divers facteurs, dont l'essor des systèmes de courtage électroniques, la diminution du nombre d'accords réciproques de

3. D'Souza et Lai (2002) ont montré qu'une fonction décentralisée de répartition du capital peut réduire le risque global d'une institution financière si les flux monétaires des divers secteurs d'activité de celle-ci sont corrélés.

liquidité entre les banques actives sur le marché des changes, la possibilité de fusions bancaires et la participation accrue des cambistes étrangers au marché canadien des changes.

Bibliographie

- D'Souza, C. (2002a). « A Market Microstructure Analysis of Foreign Exchange Intervention in Canada », document de travail n° 2002-16, Banque du Canada.
- (2002b). « How do Canadian Banks that Deal in Foreign Exchange Hedge Their Exposure to Risk? », document de travail n° 2002-34, Banque du Canada.
- D'Souza, C., et A. Lai (2002). « The Effects of Bank Consolidation on Risk Capital Allocation and Market Liquidity », document de travail n° 2002-5, Banque du Canada.
- Lyons, R. (1997). « A Simultaneous Trade Model of the Foreign Exchange Hot Potato », *Journal of International Economics*, vol. 42, p. 275-298.
- O'Hara, M. (1995). *Market Microstructure Theory*, Cambridge (Massachusetts), Blackwell Business.