



Les marchés

Randall Dodd

LES MARCHÉS financiers sont des organisations complexes, dotées de leurs propres structures économiques et institutionnelles, et jouant un rôle essentiel dans la «détermination» des prix. Ces facteurs conditionnent également la stabilité et la discipline du marché. Comme l'ont constaté les détenteurs d'obligations structurées adossées à des emprunts à risque et les détenteurs de certains dérivés dans les mois qui ont suivi le début de la tourmente, en août 2007, certains types de marchés peuvent très vite devenir instables, désordonnés ou défaillants.

Schématiquement, deux modes d'organisation des marchés financiers sont possibles : la bourse et le gré à gré — encore que certaines innovations électroniques brouillent un peu les distinctions traditionnelles.

Les bourses

Qu'il s'agisse d'actions ou de dérivés, les bourses ont d'abord été des lieux où s'effectuaient les transactions. La plus connue est celle de New York (NYSE). La Bourse de commerce de Chicago (CBOT), où les contrats à terme s'échangent depuis 1851, a fusionné récemment avec son rival historique, le Chicago Mercantile Exchange (CME), donnant naissance à la première place mondiale de négociation de produits dérivés. On dénombre plus d'une centaine de bourses d'actions et de dérivés dans le monde développé et le monde en développement.

Mais les bourses ne sont pas que des lieux physiques. Elles fixent également les règles institutionnelles qui encadrent les transactions et fournissent les canaux d'information et les mécanismes de compensation nécessaires à la négociation et aux opérations post-marché. Une bourse centralise la communication des cours vendeur et acheteur à tous les intervenants, qui peuvent réagir à une cotation en vendant ou en achetant ou en donnant une autre cotation. Selon les places, le mode de communication peut être vocal, gestuel ou électronique. Lorsque deux parties tombent d'accord, le prix d'exécution de la transaction est communiqué à l'ensemble du marché. Les participants étant sur un pied d'égalité, chacun peut acheter à un cours aussi bas ou vendre à un cours aussi haut que n'importe quel autre intervenant, à condition de respecter les règles boursières.

Depuis l'avènement de la cotation électronique, les bourses n'ont plus la contrainte du lieu physique. Nombre de salles des marchés ont fermé et les ordres sont donnés et exécutés exclusivement par voie électronique. La Bourse de Londres (LSE) et le NASDAQ sont entièrement dématérialisés, comme l'Eurex, la première bourse de contrats à terme du monde. Tout en abandonnant progressivement la salle des marchés classique, de nombreuses autres places proposent encore la cotation à la criée et la cotation électronique. La NYSE, dont la part de

cotation électronique augmente, a racheté la plateforme Archipelago. Des bourses de dérivés comme la brésilienne BM&F et le groupe CME continuent de faire coexister la corbeille et le tableau électronique.

Les marchés de gré à gré

Contrairement aux bourses, les marchés de gré à gré n'ont jamais été des lieux physiques. Souvent bien organisés, mais assez informels, ces réseaux de relations entre négociants sont centrés sur un ou plusieurs opérateurs, qui font office de teneurs de marché en communiquant leurs prix vendeur et acheteur à d'autres opérateurs et à leurs clients. Ils ne donnent pas forcément les mêmes cotations aux opérateurs et aux clients ni les mêmes cotations à tous les clients. Qui plus est, les opérateurs négociant des titres de gré à gré peuvent cesser d'animer un marché, faisant tarir la liquidité (possibilité d'acheter ou de vendre un titre). En somme, les marchés de gré à gré sont moins transparents et moins réglementés que les bourses. Tous les titres et dérivés concernés par la crise financière actuelle se négociaient sur ce type de marchés.

Les opérateurs communiquent les prix acheteur et vendeur et négocient les prix d'exécution au téléphone, soit directement, soit par messages instantanés, l'efficacité de la procédure étant souvent rehaussée par l'utilisation de tableaux électroniques où s'affichent les cotations. La négociation par téléphone, de client à opérateur ou entre opérateurs, est strictement bilatérale puisque seuls les deux intervenants concernés suivent les cotations et l'exécution des ordres en direct. Les autres acteurs ne sont pas dans la confiance, même si certains marchés intermédiés publient les prix d'exécution et le volume des positions. Mais tout le monde n'a pas accès aux écrans des courtiers et tous les intervenants du marché ne peuvent négocier à ce prix. Bien que les transactions bilatérales soient souvent très automatisées, le dispositif n'est pas assimilé à une bourse, les conditions d'accès n'étant pas les mêmes pour tous les participants.

Les marchés de gré à gré ont essentiellement deux volets : sur le **marché clients**, les transactions bilatérales s'effectuent entre les opérateurs et leurs clients, particuliers ou fonds spéculatifs. Sur le **marché interprofessionnel**, les opérateurs échangent des cotations et peuvent facilement se décharger sur d'autres d'une partie des risques liés aux contrats conclus avec des clients, par exemple en augmentant leurs positions sur un titre en particulier. Les opérateurs peuvent avoir des lignes téléphoniques directes les reliant à d'autres opérateurs ou à de gros clients, de sorte qu'un intervenant peut appeler un opérateur pour une cotation, raccrocher, en appeler un autre, puis un autre, «couvrant» ainsi plusieurs opérateurs en quelques secondes. Un investisseur peut multiplier les appels

de gré à gré

pour se faire une idée du marché côté clients. En revanche, les clients restent exclus du marché entre spécialistes.

Certains marchés de gré à gré, et surtout le segment interprofessionnel, ont des courtiers en prix qui aident les participants à avoir une vision plus globale du marché. Les opérateurs envoient des cotations au courtier, qui diffuse l'information par téléphone. Les courtiers utilisent souvent des tableaux d'affichage électroniques pour permettre à leurs clients (les opérateurs) de communiquer instantanément des cotations à tous les autres opérateurs du réseau du courtier. Ces tableaux indiquent les prix acheteur et vendeur, voire les prix d'exécution. D'ordinaire, les écrans des courtiers ne sont pas consultables par les clients finals, lesquels sont rarement informés des variations de prix et de l'écart vendeur-acheteur sur le marché interprofessionnel. Les écrans permettent parfois aux opérateurs de négocier, mais ont plutôt une fonction simplement informative et l'opérateur doit passer par le courtier ou appeler d'autres opérateurs pour exécuter un ordre. Les opérateurs peuvent aussi appeler directement le courtier et d'autres opérateurs pour communiquer des cotations et se renseigner sur celles n'apparaissant pas sur les tableaux d'affichage électroniques des courtiers.

Grâce aux progrès des plateformes de courtage électronique, la négociation de gré à gré a évolué au point de brouiller parfois la ligne de démarcation entre bourses et marchés de gré à gré classiques. Certaines plateformes permettent aux opérateurs et à certains non-spécialistes de présenter les cotations et d'exécuter directement les contrats par un système électronique. Cette démarche s'apparente à une négociation multilatérale, caractéristique d'une bourse, mais uniquement pour les intervenants directs. À la différence d'une bourse, qui est accessible à n'importe quel participant, ces systèmes électroniques peuvent traiter différemment les participants selon notamment leur taille ou leur cote de crédit. En outre, la compensation et le règlement incombent toujours à l'acheteur et au vendeur, alors que dans une bourse, il incombe plutôt à celle-ci d'apparier les ordres et de garantir les transactions.

Les marchés de gré à gré et la crise financière

L'architecture des marchés de gré à gré explique en partie pourquoi les obligations structurées adossées à des emprunts — qui divisent le risque des actifs sous-jacents en plusieurs tranches, chacune étant vendue séparément — et certains autres titres structurés ont pâti de la crise actuelle. Il en est de même des dérivés de crédit, des billets de trésorerie, des obligations

municipales et des prêts étudiants titrisés. Tous s'échangeaient sur les marchés de gré à gré, qui, en temps normal, sont liquides et efficaces. Mais la crise a révélé leur vulnérabilité : ils ont perdu leur liquidité et n'ont plus bien fonctionné, ce qui a entraîné deux graves complications, à savoir l'impossibilité pour un intervenant de valoriser les titres de son portefeuille et l'impossibilité de les négocier.

En l'absence de marchés liquides et ordonnés, il n'y a pas de processus de détermination des prix et donc pas de moyen facile et définitif de valoriser les titres ou les dérivés. L'un des problèmes qui subsistent au sein d'institutions financières comme les banques commerciales et les sociétés d'investissement est la difficulté de satisfaire aux exigences d'information et de publication en l'absence de prix de marché permettant d'évaluer les positions en actifs et en dérivés. Non seulement il n'y a pas de prix de marché, mais il n'y a pas non plus de prix de référence (prix d'actifs comparables). En conséquence, les actifs qui étaient jusque-

là valorisés au prix du marché (ou au moins à un prix de référence comparable) le sont désormais à partir de modèles ne disposant pas des données appropriées. Le recours de plus en plus fréquent à de telles méthodes ne fait qu'éroder davantage la confiance, les intervenants n'étant plus sûrs de la valeur de leurs avoirs ou des avoirs détenus par d'autres.

Les opérateurs, confrontés à une forte diminution des ressources dans leurs bilans et détenant trop d'actifs non liquides, se retirent des marchés. Le regain de volatilité a fait de la tenue de marché un exercice très risqué et coûteux. Le départ des opérateurs a mis fin aux échanges de titres, notamment d'obligations structurées adossées à des emprunts, d'obligations municipales et de dérivés de crédit. Faute d'acheteurs, les investisseurs n'ont pas pu réduire leurs pertes en se séparant de leurs positions perdantes, ni les vendre pour répondre aux appels de marge visant à mieux garantir les prêts finançant d'autres placements. C'est ainsi que l'illiquidité des marchés de gré à gré a contribué à aggraver et amplifier la crise financière.

Nombre de ces marchés attendent encore le retour à la normale. Les banques centrales ont alimenté le marché (liquidité de financement), mais elles ne peuvent pas directement redonner aux acheteurs et aux vendeurs l'envie d'échanger des titres (liquidité de marché). À moins que les autorités n'améliorent les pratiques d'intermédiation sur les marchés de gré à gré, il faudra peut-être attendre longtemps une situation permettant de retrouver le niveau de liquidité de marché d'avant l'été 2007. ■

Randall Dodd est conseiller au Département des marchés monétaires et de capitaux du FMI.