

ACI Monaco

The Financial Markets Association

COMPANIES & A
FINANCIAL
for



Bienvenue à la XXVIII^e Session des Formations de l'ACI Monaco

26 Septembre 2018 Lycée Technique

ACI Monaco

The Financial Markets Association

COMPANIES & A
FINANCIAL
for



ACI

— MONACO —



THE FINANCIAL
MARKETS ASSOCIATION

Le Marché Monétaire

Franck CIOSI

Ancien Trésorier CFM Indosuez Monaco (Groupe Crédit Agricole)

franckciosi@orange.fr

Marché Monétaire



Le Marché Monétaire est, au sens large, un *marché informel* où les Institutions financières - Trésors nationaux, Banques Centrales, Banques Commerciales, Gestionnaires de Fonds, Assureurs, etc - et les Grandes Entreprises placent leurs *avoirs à court terme (excédents de trésorerie)* ou se procurent des *financements courts (déficits de trésorerie)*.

Par « *court* », on entend, généralement, moins d'un an, parfois moins de deux ans.

Marché Monétaire



Nous serons amenés à étudier :

- Le fonctionnement du marché;
- Les produits - *produits au comptant et produits dérivés;*
- Les Conventions de calcul de taux;
- Les Opérations de la Banque Centrale *Politique monétaire*

Marché Monétaire

Fonctionnement du marché



Les deux marchés monétaires les plus importants de monde sont les marchés monétaires en euros et en dollars américains.

Il existe, sur chacun de ces deux marchés, deux marchés directeurs des taux à court terme :

- Des *taux à très court terme* : *FedFunds* en *USD* et *EONIA* en *EUR*; ils sont fortement influencés par la *politique monétaire* de l'*Institut d'Emission (Banque Centrale)*;
- À plus long terme (3mois), celui des contrats *futures* (contrats standardisés sur marché organisé) sur *Libor* (USD) ou *Euribor* (EUR);

Marché Monétaire

Les Produits au comptant (Cash)



Parmi les *instruments au comptant*, qui sont donc les instruments de bilan (on-balance sheet) directs de *refinancement* (emprunts) et de *placement* (prêts) en *numéraire*, nous trouvons :

- ⊕ Les *prêts interbancaires « en blanc »*, c'est-à-dire non gagée;
- ⊕ Les *prêts interbancaires gagés*, ou *pensions*; sur des actifs identifiés à l'actif du bilan mais non livrés à la contrepartie;
- ⊕ La *pension livrée*, ou *repo*, diminutif de *Repurchase Agreement*, c'est-à-dire l'emprunt de numéraire gagé par la vente au comptant simultanée, avec **livraison** d'actifs financiers négociables (obligations, bons du Trésor, Certificats de dépôt, etc) qui se dénoue, à l'échéance de l'emprunt de numéraire, par le rachat des mêmes actifs;

Marché Monétaire

Les Produits au comptant (Cash)



- ⊕ les *titres de créance négociables* (TCN) à court terme, produits *de facto* à savoir principalement les *Bons du Trésor* émis par les Trésors nationaux (ceux du Trésor français - *Agence France Trésor* - sont les *BTF* et les *BTAN* courts) les *Certificats de dépôts* (CD's) émis par les banques et les *Billets de Trésorerie* émis par les grandes entreprises;
- ⊕ En 2106, une nouvelle appellation commerciale de ces titres : « **Negotiable European Commercial Paper** » (NEU CP prononcé « new CP ») retenue par la Place '(fusion des titres de créances négociables à moins d'un an);
- ⊕ Des *valeurs mobilières*, principalement les *Emprunts d'Etat* (OAT - **Obligations Assimilées du Trésor**) courts, mais également les obligations courtes émises par les collectivités locales ou les entreprises;
- ⊕ Les dépôts en devises;

Marché Monétaire - Les Produits dérivés

Les *produits dérivés (marché à terme)* sont moins nombreux et divers.

Plus liquides généralement que les instruments au comptant équivalents, ils permettent aux intervenants d'ajuster leurs risques de taux d'intérêt sans avoir à sortir des actifs de leur bilan ou sans augmenter leurs risques de contrepartie.

Les premiers d'entre eux, historiquement, et qu'on trouve même sur les marchés monétaires des pays émergents, sont incontestablement :

- Le *change à terme*, ce qui correspond à un prêt virtuel dans une devise et à un emprunt virtuel dans une autre devise;
- Et les *FRA*, acronyme de *Forward Rate Agreement*, contrat de *gré à gré* permettant de fixer un taux interbancaire dans le futur, par exemple un taux à 3 mois dans deux mois.

Marché Monétaire - Les Produits dérivés

- les *swap de taux d'intérêt (IRS)*, c'est-à-dire des contrats d'échange de conditions d'intérêt, généralement d'un taux fixe contre un taux variable, basés :
 - Soit sur des taux au *jour-le-jour* - pour la zone euro, l'*Eonia* - constatés et publiés par une banque centrale ou un organisme professionnel; le nom anglais de ces swaps est *OIS*, pour *Overnight Indexed Swaps*;
 - Soit sur les taux des prêts interbancaires en blanc, les *Libor - Euribor* (Interbank Offered Rates), également constatés et publiés par une banque centrale ou un organisme professionnel;

Marché Monétaire - Les Produits dérivés



- les *contrats à terme* et *options sur contrats à terme* sur des *marchés organisés* (contrats standardisés) comme le *LIFFE*, *EUREX*, le *CME* ou le *CBOT*;
- Les *options sur swaps* de *gré à gré* ou *swaptions*;

Marché Monétaire

Opérations de la banque centrale

Afin de sécuriser le système de paiements interbancaires, il a été mis en place pour la zone euro un noyau officialisé obéissant à des règles très strictes, réservé aux principaux opérateurs du marché monétaire, aux banques centrales nationales et à la BCE, tous reliés par le système informatique TARGET de la BCE.

Ces opérateurs doivent ajuster en permanence et quasiment en temps réel leur solde auprès des banques centrales.

Marché Monétaire

Opérations de la banque centrale

Au-delà de la gestion du système de paiements, une banque centrale utilise le marché monétaire pour :

- **Gérer au quotidien la liquidité** (retirer les excédents de cash ou satisfaire les besoins de cash) du système bancaire, et par osmose, de l'économie en général afin combattre l'inflation ou la déflation par exemple et, en cas de crise financière, fournir suffisamment de liquidités pour éviter un arrêt du système financier, voire des faillites en chaînes - ce qui a été fait notamment le 11 septembre 2001 et surtout depuis 2007/2010 avec la grave crise financière que le monde a traversé et dont les effets se font toujours ressentir;

Marché Monétaire

Opérations de la banque centrale

- **Piloter les taux d'intérêts à court terme**, dans cette même optique d'intervention sur la conjoncture économique;
- **Placer les réserves de change des banques centrales étrangères.**

A la fin des années 1990, celles-ci sont devenues colossales, principalement en Asie, et une partie importante de l'activité des banques centrales américaine et européennes sur les marchés est effectuée pour le compte de banques centrales asiatiques.

Par ailleurs, les banques de la zone euro doivent constituer des **réserves obligatoires (Reserve Requirements)** auprès de la BCE.

Les marchés monétaires

Redéfinition de la politique monétaire

Les conséquences de la crise de 2007/2008 qui perdurent jusqu'à aujourd'hui, ont contraint toutes les banques centrales à adapter leur arsenal d'outils d'intervention et à repenser leur(s) objectif(s).

L'instrument classique (le taux court) et l'objectif classique (la cible d'inflation) étant devenus totalement inopérants dans un univers de taux « négatif » et d'inflation (déflation!) très faible voire négative!

Les marchés monétaires

Redéfinition de la politique monétaire

La politique monétaire se trouve au confluent de trois objectifs :

- la stabilité général des prix (la valeur interne de la monnaie);
 - la stabilité financière (Supervisor, AQR*, LCR**, HQLA*** portfolio);
 - la soutenabilité de la dette publique;
- *AQR : Asset Quality Review, Stress Tests des banques européennes
 - ** LCR : Liquidity Coverage Ratio - Basle III
 - *** HQLA : High Quality Liquid Asset

Les marchés monétaires

Politique monétaire : Quantitative Easing

Mesures de politique monétaire dites non-conventionnelles :

les nouvelles mesures de politique monétaire qu'ont engendrées la crise de 2007/2008, dont les plus connues sous le nom de « **QE** » (pour Quantitative Easing) ou encore « **QQE** » au Japon (pour Quantitative and Qualitative Easing) c'est-à-dire la **rachat** (en terme monétaire, la monétisation) de **dettes** (essentiellement des dettes d'Etat voire de toutes sortes d'actifs pour la BOJ!) ont amené les banques centrales à grossir la taille de leur bilan de manière considérable, c'est-à-dire entre 3 et 4 fois (USD 4,500 milliards FED; EUR 4,500 milliards BCE; JPY 500,000 milliards BOJ)

Pour faire simple (!) : la banque centrale crée de la monnaie (planche à billet) qu'elle espère voir atteindre les circuits de l'économie réelle afin d'éviter un « **credit crunch** ».

Les marchés monétaires

LCR* - HQLA** Portfolio

La détention de High Quality Liquid Assets (cash ou Bon du Trésor - Govies ou Govies Agencies) devraient permettre aux établissements financiers de faire face à leurs engagements à court terme.

Le LCR (**Basle III**) a pour objectif de s'assurer que les institutions financières détiennent ces actifs liquides sur une période de 30 jours.

A l'actif (Assets) du bilan, le régulateur définit un degré de liquidité des classes d'actifs,

Au passif (Liabilities), les règles d'écoulement du passif clientèle (comportement(s) statistique(s)).

* LCR : Liquidity Coverage Ratio

** HQLA : High Quality Liquid Asset

Les marchés monétaires

Politique monétaire : Quantitative Easing et maintenant?



Comment sort-on du Quantitative easing? Ou comment on sèvre le malade de son addiction au poison?

C'est la grande question.

Pour le moment la FED (Jerome Powell) est, au grand de Donald!, en train de « normaliser » ses taux (hausse des taux) face aux données macro économiques;

Monsieur Mario Draghi (BCE) reconnaît « *un redressement relativement vigoureux de l'inflation sous-jacente* » certes, mais ne parle pas de sortie du quantitative easing, tout juste d'arrêt des achats de titres!

Monsieur Kuroda (BOJ) continue pour sa part son QQE avec délectation!

Les marchés monétaires

Politique monétaire : Quantitative Easing

Quels sont les outils à la disposition des Banques Centrales en cas de nouvelle crise financière?

10 ans (11 ans!) après le début de la plus grave crise financière qu'ait traversé le monde moderne depuis 1929/1936,

Tous mes outils ayant déjà été utilisés lors de la dernière crise, il reste, il faut bien le reconnaître, très peu de marge de manœuvre aux banquiers centraux, l'endettement a nettement progressé ces dernières années alors la crise de 2008/2010 était, j'aime toujours à le rappeler, une crise de la DETTE.

L'endettement mondial dépasse de 2,5 fois (plus de USD 150,000 milliards) le PIB mondial, la croissance que nous connaissons a été achetée à crédit, grâce ou à cause du Quantitative Easing!

Marchés Financiers

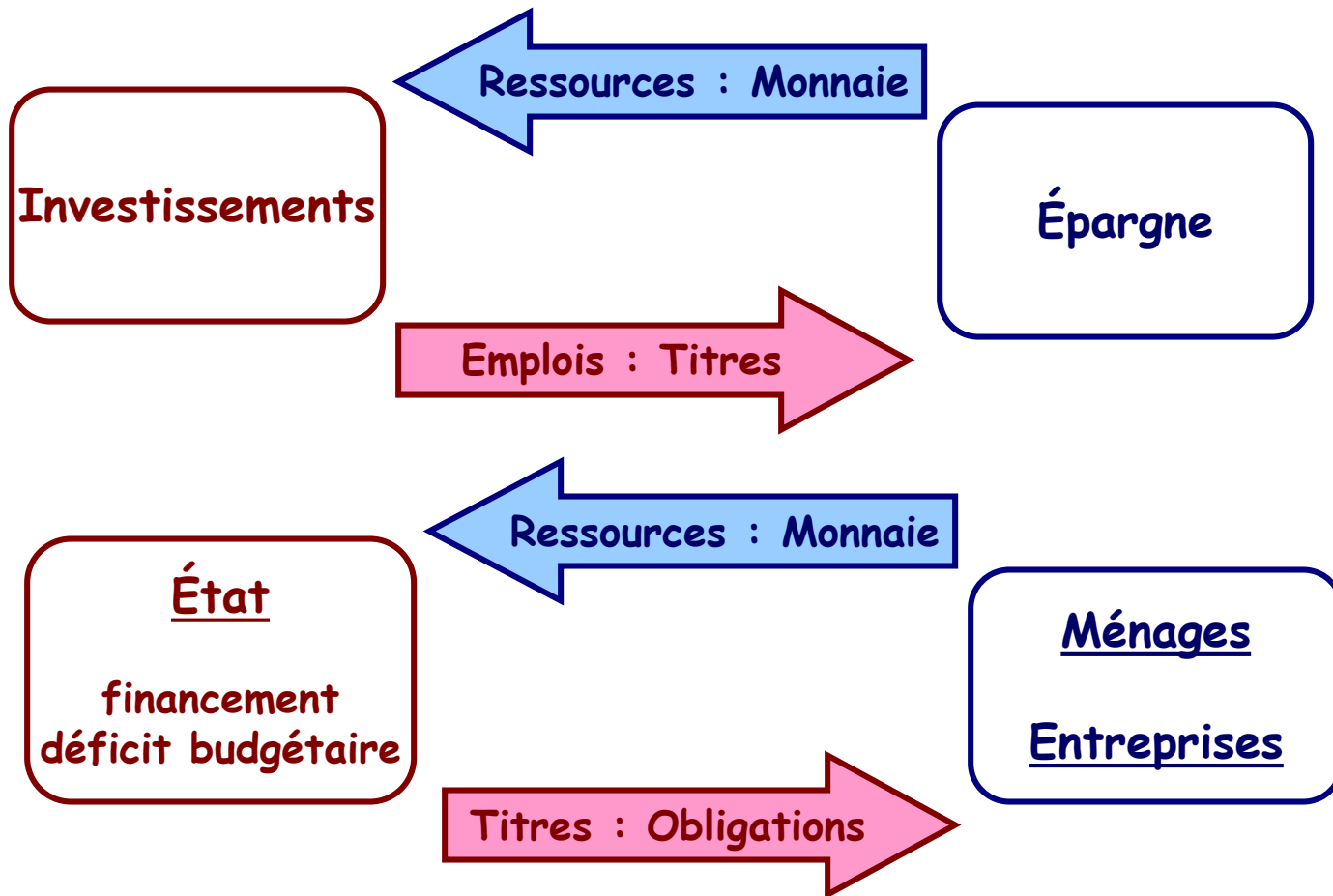
<u>Taux</u>	Taux court terme	Marché Monétaire	Marché Interbancaire de gré à gré	Prêts/Emprunts T.C.N. (Titre de créances négociable)	Banque Centrale Banques Entreprises
	Taux long terme	Marché Obligataire	Marché Organisé & Marché de gré à gré	Achats/Ventes Obligations & Oblig. Convertibles	État Banques Entreprises
<u>Change</u>			Marché Interbancaire de gré à gré	Achats/Ventes de devises	Banque Centrale Banques Entreprises A.M.F.
<u>Actions</u>		Stock Exchange	Marché Organisé Centralisé	Achats/Ventes de titres	Banques Entreprises O.P.C.V.M.
	Marchés à terme	Marchés Organisé	Contrats standardisés	Chambre de compensation Dépôt de garantie Appel de marge	Taux, court, long; Change; Actions; Indices boursiers
<u>Dérivés</u>		Marchés de gré à gré	Marchés Interbancaire	Swap de taux (Forward Rate Agreement)	Taux, court, long; Change;
	Marchés à terme conditionnels Options	Marchés Organisé	Marchés de gré à gré	Option vanille Option à barrière	Taux, court, long; Change; Actions; Indices boursiers

Marchés Organisé = Exchange Traded Market

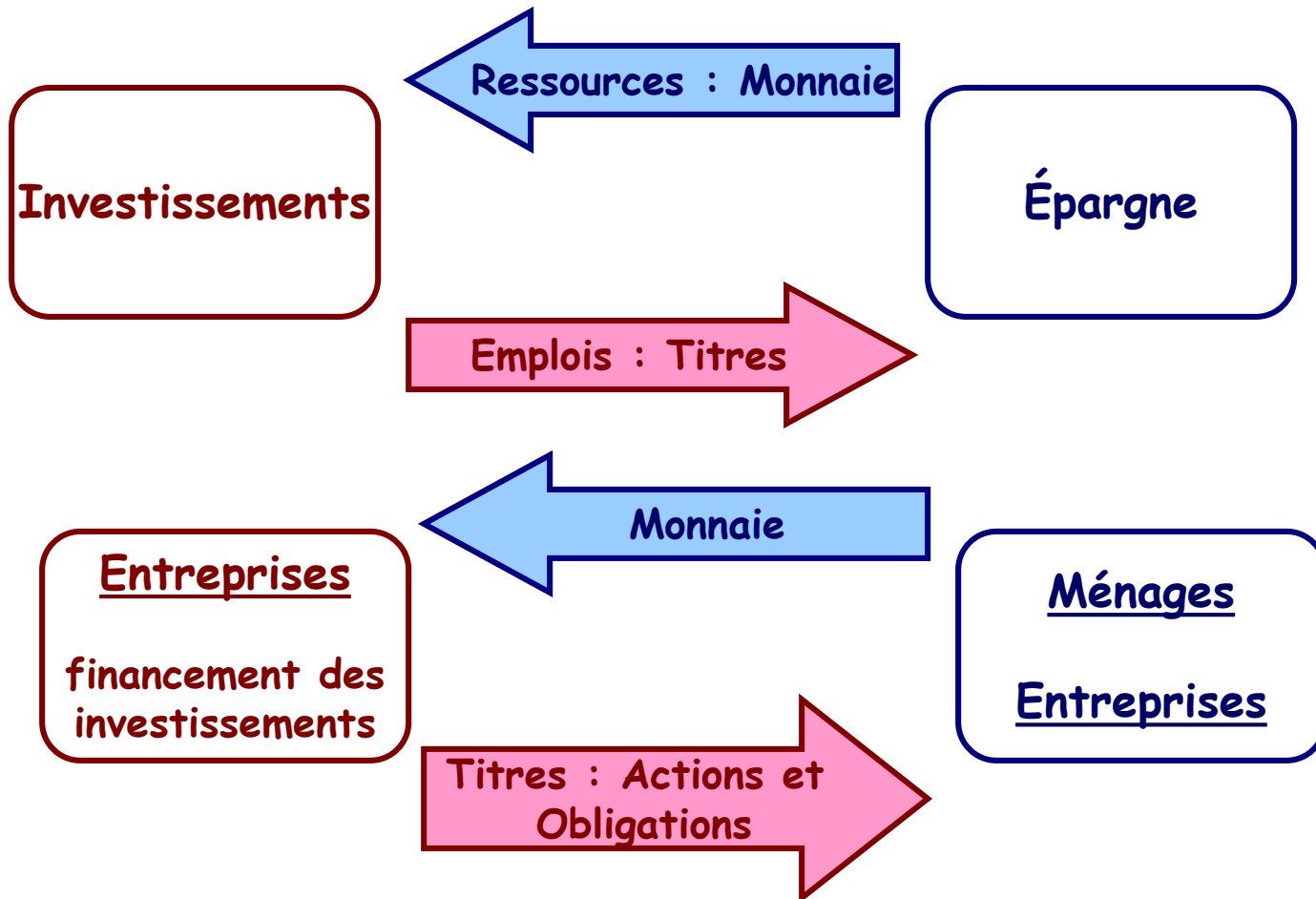
Marchés de gré à gré = O.T.C. Over the Counter Market

Option vanille = Plain Vanilla Option ou Option Standard

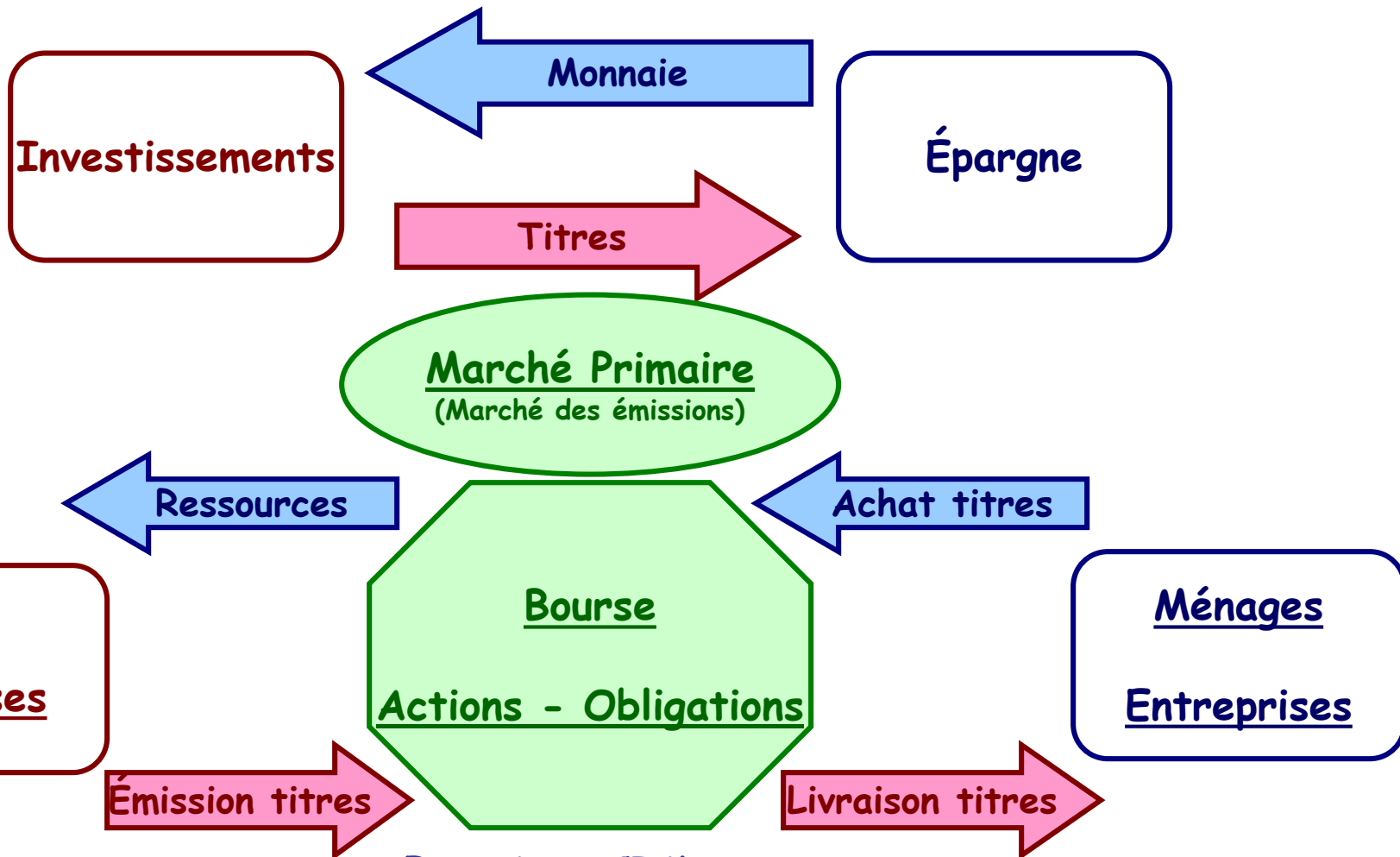
Marchés Financiers



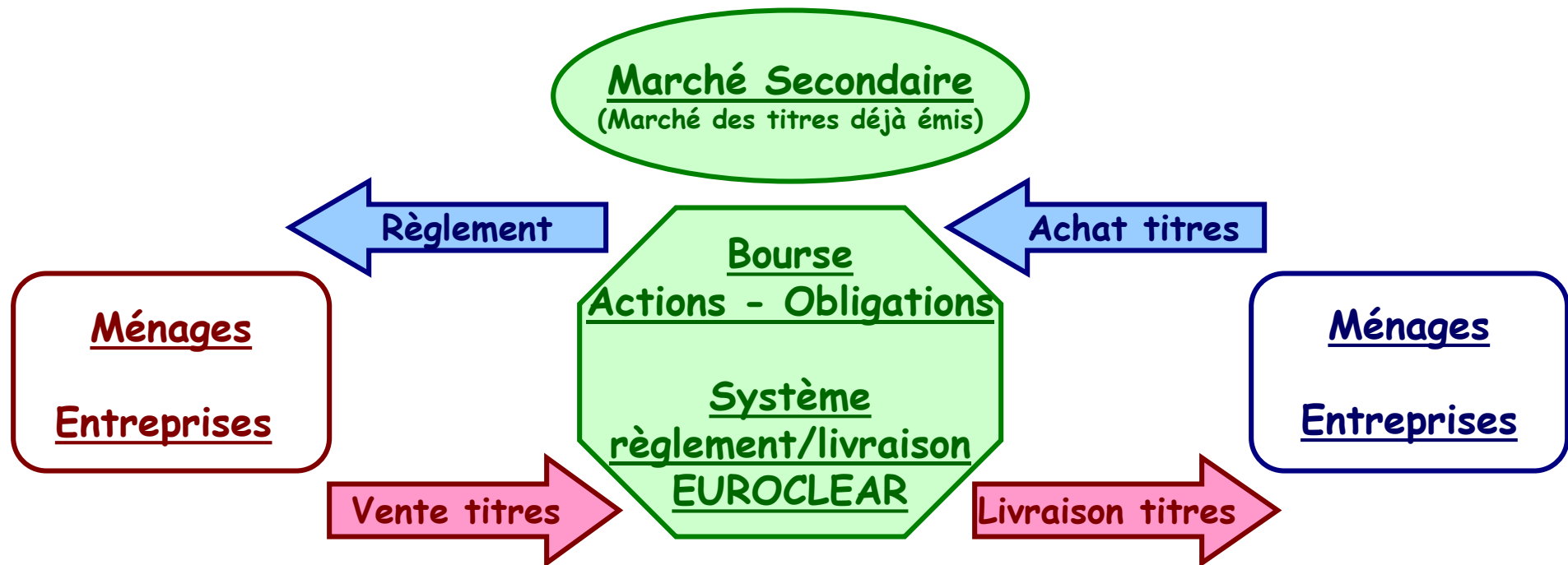
Marchés Financiers



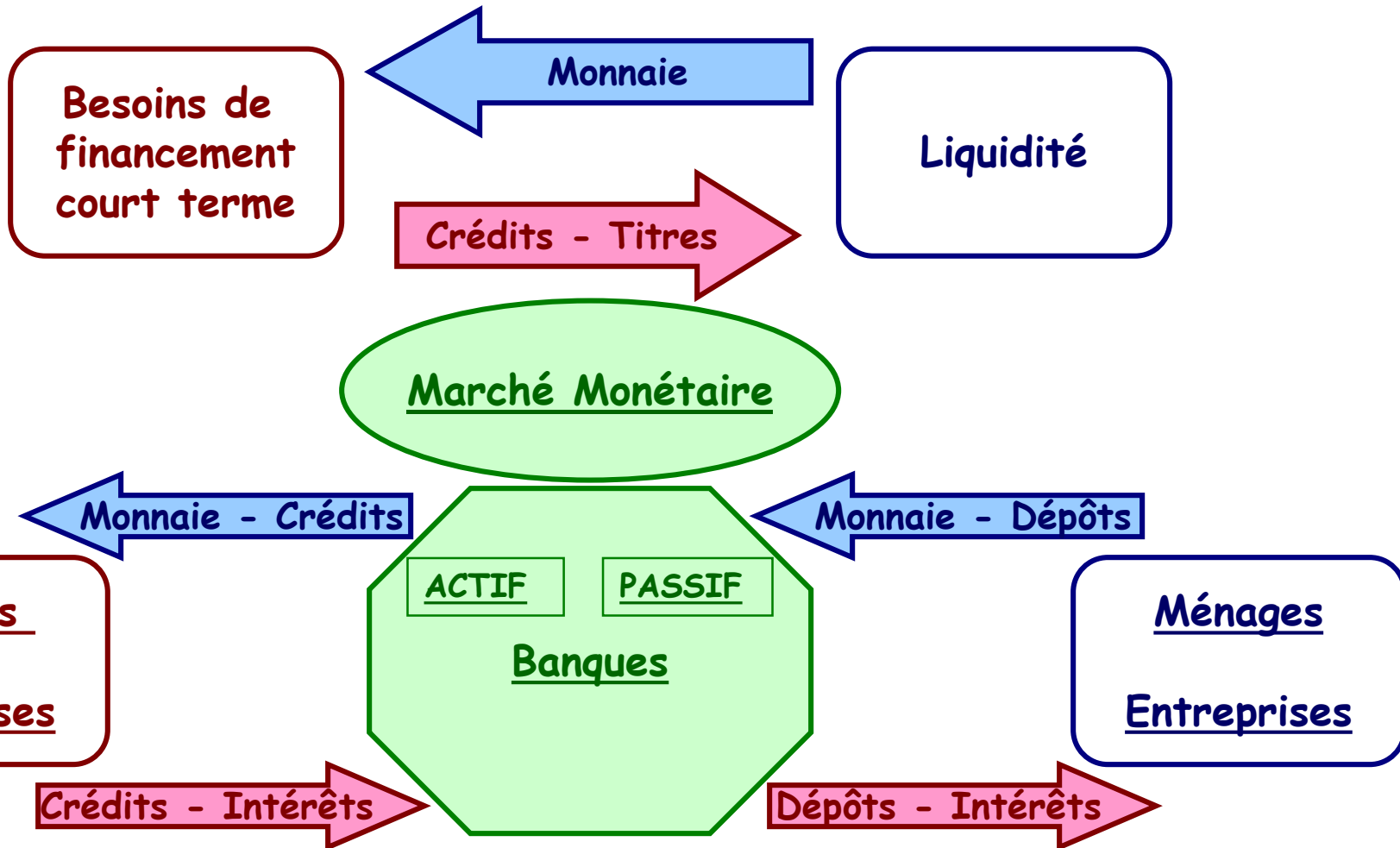
Marchés Financiers



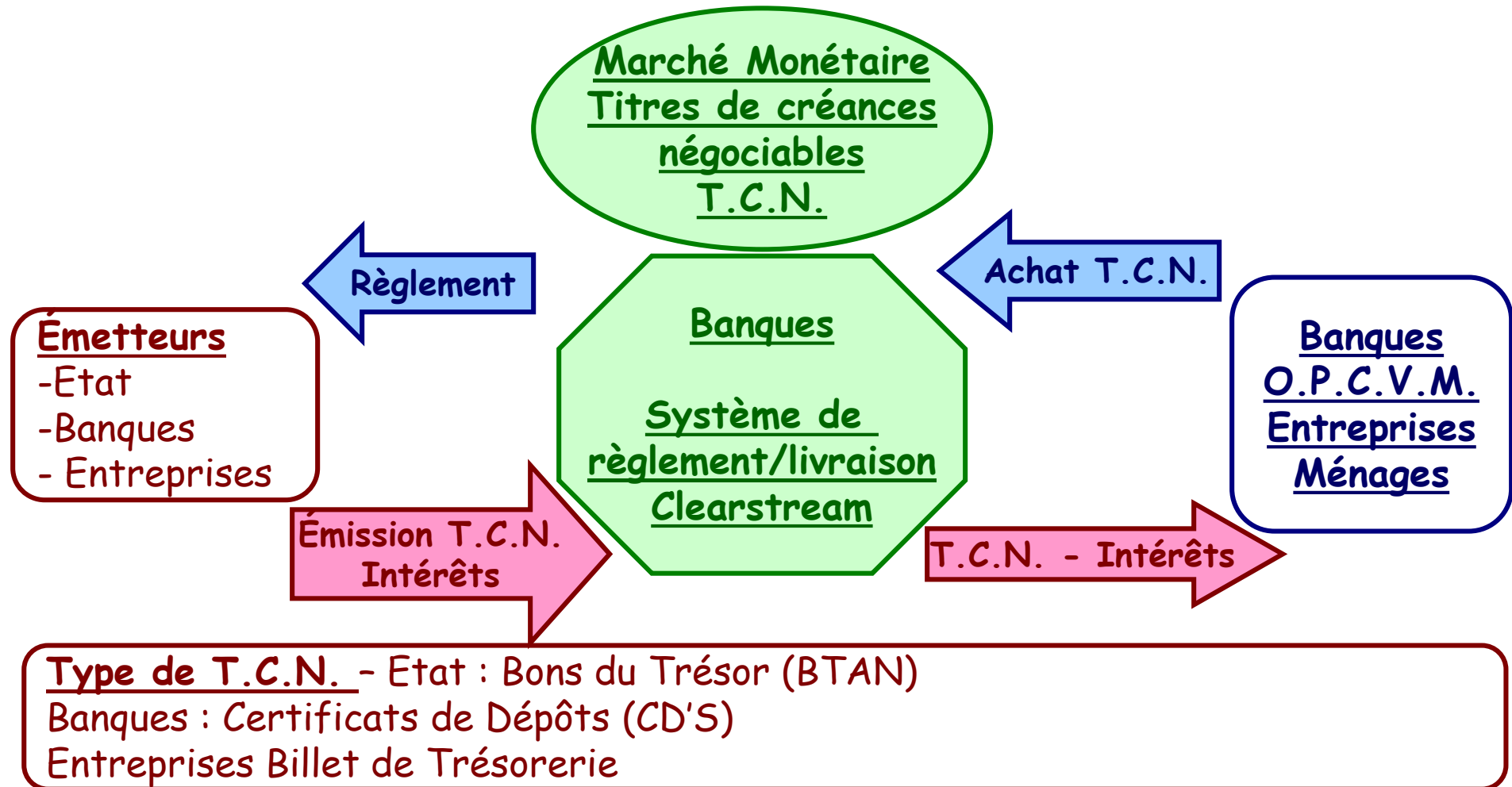
Marchés Financiers



Marché Monétaire - Financement de l'économie



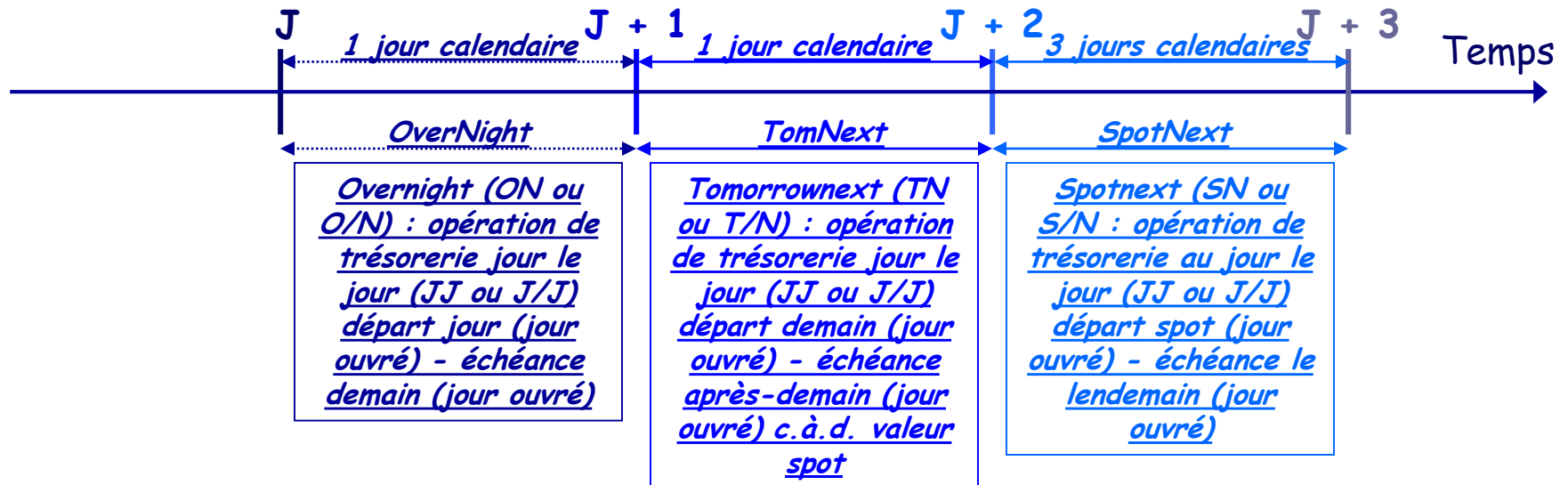
Marchés Monétaires - T.C.N.



Les marchés monétaires - Intérêts

Profils des différentes opérations de jour le jour (opérations de trésorerie) - la terminologie (jargon) utilisée -

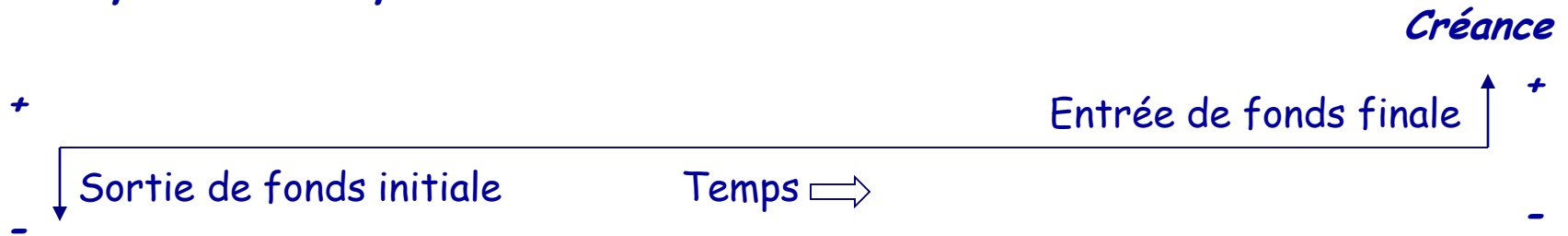
Mercredi 12/10/2011	Jeudi 13/10/2011	Vendredi 14/10/2011	Lundi 17/10/2011
<u>Valeur Jour</u>	<u>Valeur Tom</u>	<u>Valeur Spot</u>	



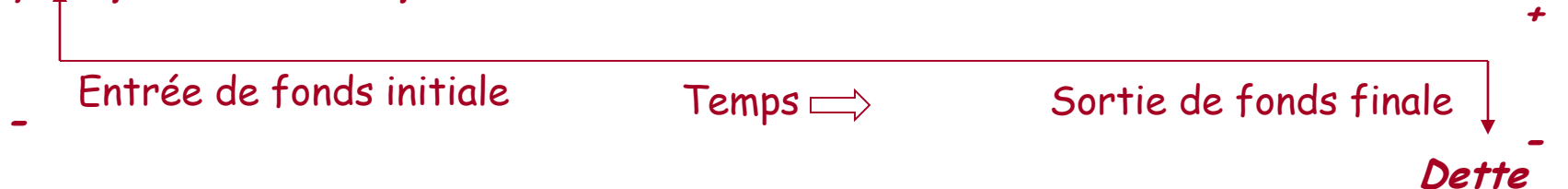
La notion de taux d'intérêt

Les *flux de capital et d'intérêts* générés par une opération de trésorerie donne une idée plus claire de ce qu'il se passe dans le temps :

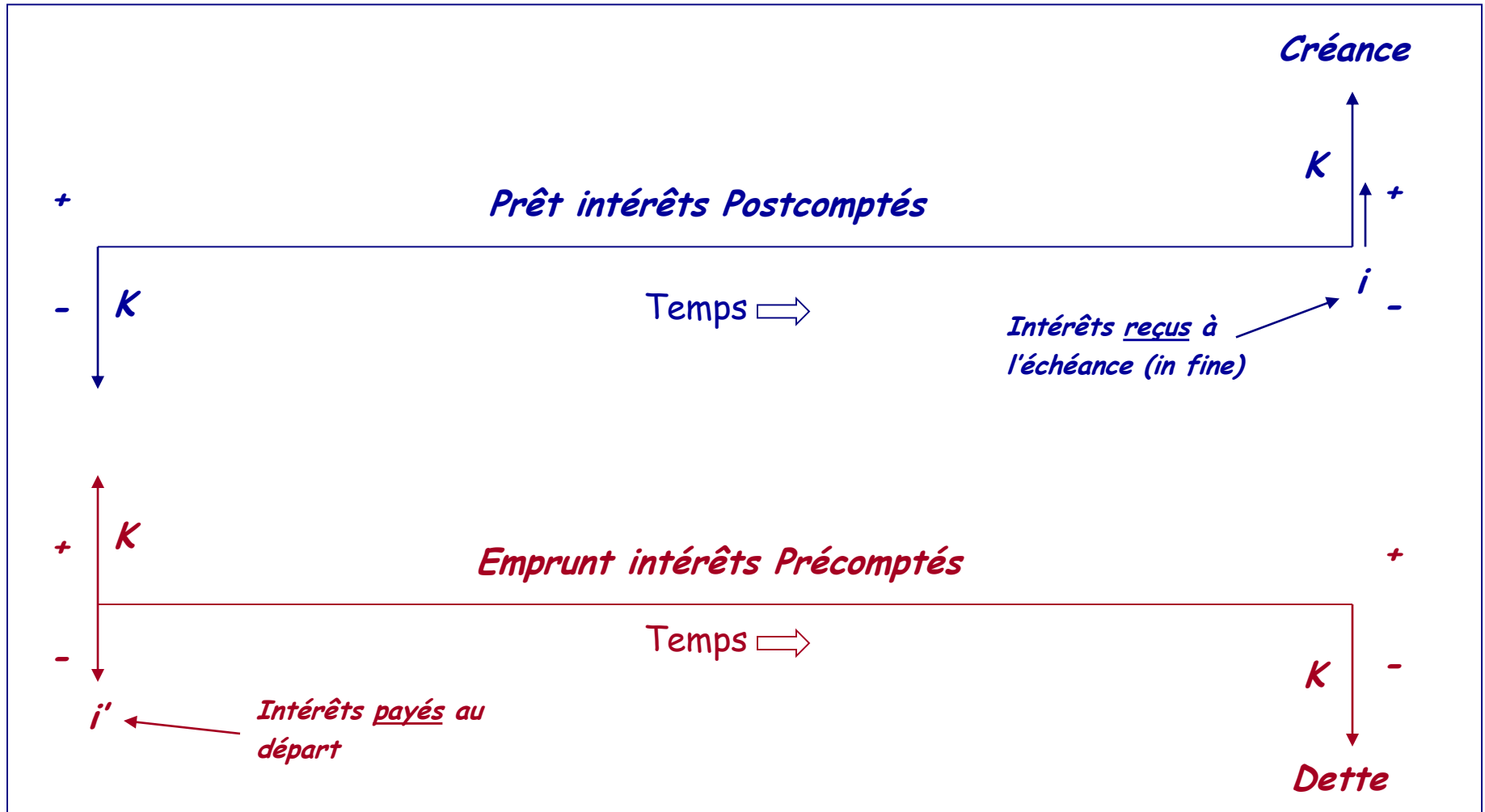
Opération de prêt :



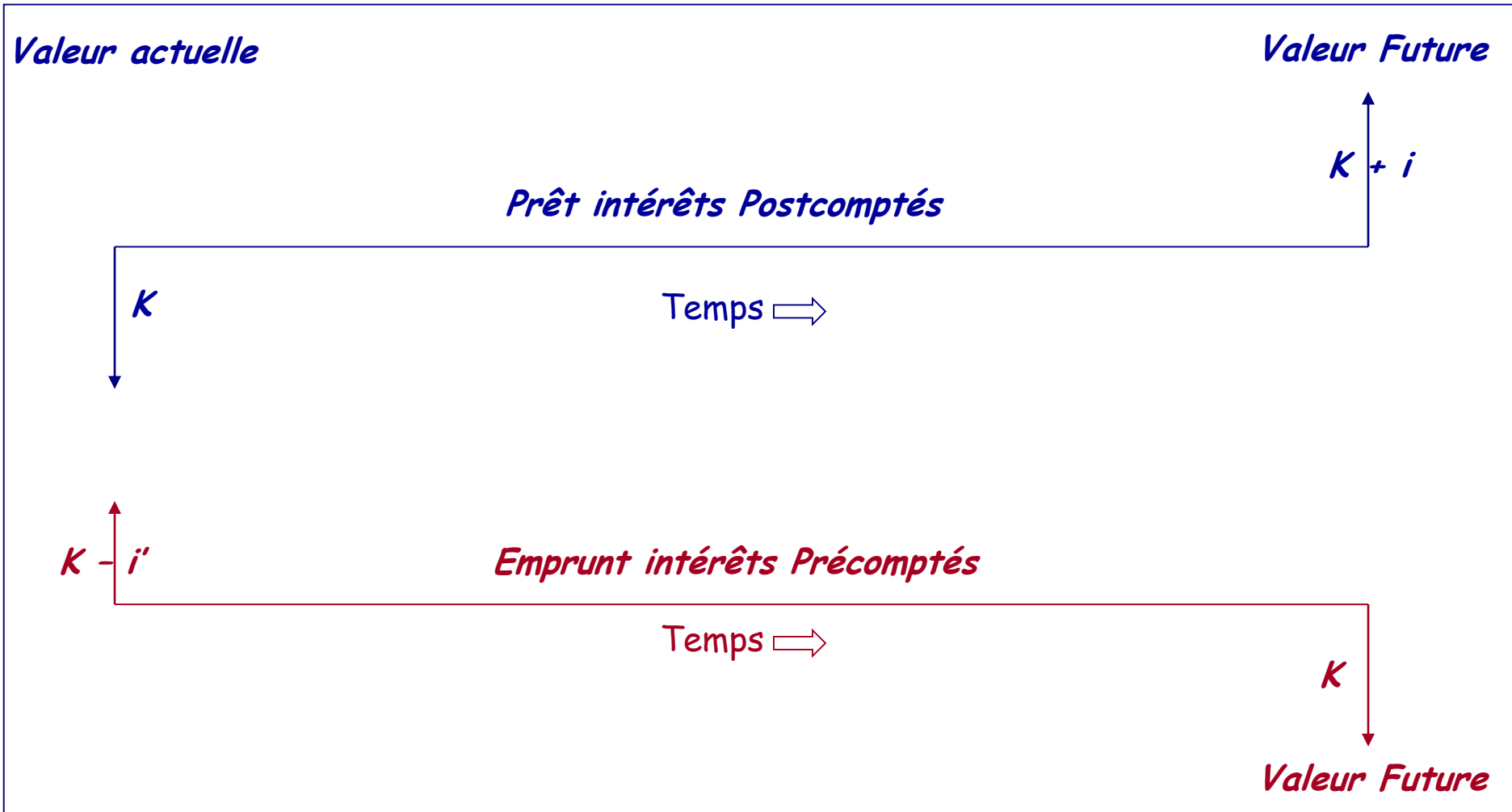
Opération d'emprunt :



La notion de taux d'intérêt



La notion de taux d'intérêt



Marché au comptant intérêts postcomptés

<u>Maturités</u>	1M	3M	6M	9M	12M
<u>Nb jours</u>	30	90	180	270	360
<u>Taux % l'an</u>	12%	12%	12%	12%	12%
<u>Taux proportionnel</u>	1%	3%	6%	9%	12%
<u>Valeur Future</u>	101	103	106	109	112

100 → 101 $100 * (1 + (12\% * 30 / 360)) = 101$ [capitalisation]

100 → 103

100 → 106

100 → 109

100 → 112

Vous comparez Valeur Actuelle (100) et Valeur Future (101 ou 103...)

Marché au comptant intérêts précomptés

<u>Maturités</u>	1M	3M	6M	9M	12M
<u>Nb jours</u>	30	90	180	270	360
<u>Taux % l'an</u>	12%	12%	12%	12%	12%
<u>Taux proportionnel</u>	1%	3%	6%	9%	12%
<u>Valeurs Futures</u>	100	100	100	100	100
<u>99,01</u> ←	100	$100 / (1 + (12\% * 30 / 360)) = 99,01$ [actualisation]			
<u>97,09</u> ←		100	$100 / (1 + (12\% * 90 / 360)) = 97,09$		
<u>94,34</u> ←			100		
<u>91,74</u> ←				100	
<u>89,29</u> ←					100

Vous comparez Valeur Future (100) et Valeur Actuelle (99,01 ou 97,09...)

Marché à terme de taux d'intérêt

<u>Maturités</u>	1M	3M	6M	9M	12M
<u>Nb jours</u>	30	90	180	270	360
<u>Taux % l'an</u>	12%	12%	12%	12%	12%
<u>Taux proportionnel</u>	1%	3%	6%	9%	12%
<u>Valeur Future</u>	101	103	106	109	112
<u>1/3</u>	101	103	$90 - 30 = 60 \text{ jours}$		
<u>3/6</u>		103	106	$180 - 90 = 90 \text{ jours}$	
<u>3/9</u>		103		109	
<u>6/12</u>			106		112
<u>3/12</u>		103			112

Vous comparez une Valeur Future (103) et une autre Valeur Future (106 ou 109...)

Glossaire

- *Acceptations bancaires* : véhicule créé afin de faciliter les transactions commerciales.
- *Banque centrale* : politique monétaire, émission des billets de banque, gestion de l'or et des réserves en devises étrangères, prêteur en dernier ressort au secteur bancaire domestique.
- *Billet de trésorerie* : est une créance non-garantie et de courte durée qu'émet une société sous forme de billet à ordre.

Glossaire

- **Bons du Trésor** : instrument de dette à court terme émis par l'Etat. Le marché de la dette à court terme est principalement constitué de bons du Trésor à échéance d'un an ou moins. Les échéances standard sont de 3 mois, 6 mois, 1 an.

La liquidité élevée est due à la fiabilité de la signature, l'homogénéité des instruments et le volume élevé et régulier.

- **Certificats de dépôt** : dépôts bancaires à terme matérialisés sous forme de titres négociables.
- **Inflation** : hausse globale du niveau général des prix.

Glossaire

- **Liquidité** : facilité avec laquelle on peut acheter ou vendre un instrument financier, en contrepartie d'espèces, sans que cette opération occasionne un changement significatif dans le prix dudit instrument. Un marché est appelé liquide lorsqu'il est facile de liquider ses avoirs sans faire de concessions excessives sur le prix.
- **Marché secondaire** : est le lieu de rencontre pour les investisseurs désireux de vendre et les investisseurs désireux d'acheter. Le prix du marché est déterminé par le niveau de l'offre et de la demande.
- **Négociable** : un instrument échangeable. La négociabilité est la condition sine qua non d'un marché secondaire.

Glossaire

- **Points de base** : un centième de 1 pour cent, c'est-à-dire 50 points de base = 0,50%, 25 points de base = 0,25%. Les points de base servent à exprimer des différences de rendement infimes.
- **Réméré** : un accord de rachat (réméré) peut être vu comme un swap financier de court terme, impliquant un échange de liquidités et/ou de titres. L'objectif est faire bénéficier le détenteur de titres d'un prêt à court terme nanti sur les titres de dette publique qu'il possède.
- **Rendement** : en finance, le rendement, est le profit d'un investissement sous forme de revenu ou de plus-values en capital.