

Le marché monétaire en francs: instruments et participants

Antoine Veyrassat, Asset Management, Banque nationale suisse, Zurich

Introduction

Sur le marché monétaire en francs, des placements à court terme sont effectués et des crédits sont pris. En règle générale, ce marché se limite à des transactions d'une durée égale ou inférieure à 12 mois. Les participants principaux étant les banques commerciales, le marché monétaire est avant tout un marché interbancaire. La Banque nationale suisse (BNS), qui met en œuvre sa politique monétaire en effectuant des transactions avec les banques sur ce marché, joue un rôle particulièrement important sur

le marché des pensions de titres (repos). Les clients des banques, qui concluent avec celles-ci des dépôts à terme et des placements fiduciaires, participent également au marché monétaire. Ce marché a beaucoup évolué ces dernières années, l'utilisation de pensions de titres et de produits dérivés ayant notamment considérablement augmenté. Le présent article donne un bref aperçu du marché monétaire en francs. Dans un premier temps, nous décrivons les instruments négociés et leur développement, puis, dans une seconde étape, nous passons en revue les divers participants à ce marché.

1 Instruments du marché monétaire en francs

Les instruments considérés ici sont les swaps de change, les opérations de dépôt, les pensions de titres, les dépôts à terme de la clientèle bancaire, les placements fiduciaires, les créances comptables à court terme, les swaps sur indice «tom-next», les «forward rate agreements» et les futures sur taux d'intérêt.

Il est recouru aux swaps de change, opérations de dépôt et pensions de titres aussi bien dans la gestion à court terme de liquidités que dans la couver-

ture de risques et la spéculation. Les autres instruments servent essentiellement à l'une de ces deux fonctions, c'est-à-dire à la gestion à court terme de liquidités (dépôts à terme, placements fiduciaires, créances comptables à court terme) ou à la couverture de risques et à la spéculation (swaps sur indice «tom-next», «forward rate agreements», futures sur taux d'intérêt).

Le tableau 1 donne un aperçu des divers instruments du marché monétaire en francs et de leur volume. Comme ces indications résultent de sources diverses, les montants reportés ne peuvent pas être comparés directement.

Instruments du marché monétaire en francs

Tableau 1

Instrument	Volume (CHF milliards)	Description
Swaps de change USD/CHF	899	Montant en cours; jusqu'à 1 an; moyenne avril 2001. Source: propre estimation, Banque des Règlements Internationaux (BRI) (2002).
Opérations de dépôt	environ 100 ¹	Montant en cours. Source: propre estimation.
Pensions de titres (marché interbancaire)	22,6	Montant en cours; moyenne décembre 2003. Source: Eurex Repo.
Dépôts à terme de la clientèle bancaire	46,1	Montant en cours; durée résiduelle jusqu'à 1 an; avoirs au jour le jour (call money) compris; fin 2003. Source: BNS.
Placements fiduciaires	14,8	Montant en cours; fin 2003. Source: BNS.
Créances comptables à court terme	10,7	Montant en cours; fin 2003. Source: BNS.
Swaps sur indice «tom-next»	490,6	Volume comptable moyen en cours de 16 «market makers»; 2001. Source: Trauth (2002, p. 36).
«Forward rate agreements»	261,1	Volume comptable en cours; fin juin 2001. Source: BRI (2002).
Futures sur taux d'intérêt	277,5	Volume comptable en cours (open interest); fin janvier 2004. Source: Reuters.

1 Il n'existe malheureusement aucune donnée fiable à propos des opérations de dépôt.

1.1 Swaps de change

Lors d'un swap de change, des devises sont achetées (ou vendues) au comptant et vendues (ou achetées) simultanément à terme. Le taux swap (écart négatif ou positif par rapport au cours comptant) se calcule à l'aide de la différence entre les taux d'intérêt appliqués aux deux monnaies pendant la durée correspondante. Les risques liés aux swaps de change sont le risque de crédit (risque de perte de la créance), le risque du marché (risque de perte de valeur de la créance) et le risque de règlement.²

Sur le marché interbancaire, le volume des swaps de change l'emporte aussi bien sur celui des opérations de dépôt que sur celui des pensions de titres. On recourt surtout aux swaps USD/CHF dans la gestion à court terme de liquidités. Les banques concluent leurs opérations principalement au moyen de la plateforme électronique Reuters Dealing, au moyen de Reuters Matching et de Voice Broker, plus rarement par téléphone. En avril 2001, le montant en cours était estimé à CHF 899 milliards et le volume journalier moyen à CHF 59 milliards, dont 75% avaient une durée inférieure ou égale à 7 jours.³

2 Le risque de règlement réside dans le danger qu'un des cocontractants ne devienne insolvable lors d'une transaction et ne puisse faire face à ses obligations bien que l'autre cocontractant ait déjà effectué la prestation convenue. Ce risque peut être éliminé par l'exécution simultanée des paiements des deux cocontractants.

3 Voir BRI (2002).

4 Les opérations au jour le jour «overnight» (ON), «tom-next» (TN) et «spot-next» (SN) ont toutes une durée d'un jour bancaire. Le règlement d'une opération ON a lieu au jour de la conclusion T, celui d'une opération TN à T+1 et celui d'une opération SN à T+2.

1.2 Opérations de dépôt

Les opérations de dépôt sont des placements ou des crédits interbancaires en blanc. Dans la gestion à court terme de liquidités, elles sont le deuxième instrument quant au volume du marché. Le montant en cours se chiffre à quelque CHF 100 milliards. Le volume d'une durée «tom-next» dépasse celui des autres durées.⁴ L'impôt anticipé ne s'applique pas aux opérations interbancaires d'une durée inférieure ou égale à 12 mois. Les placements et les crédits en blanc sont également conclus entre banques et non banques sur le marché monétaire.

Les banques s'efforcent de plus en plus de réduire leur risque de crédit. Elles le font, par exemple, en fixant une limite maximale au montant d'une créance en fonction de sa durée. Comme la créance continue cependant d'être en blanc, ces limites n'éliminent pas totalement le risque de crédit, mais restreignent la perte potentielle maximale à la limite fixée. Les banques décident si une limite est accordée aux cocontractants en devenir ou ne l'est pas. Celle-ci est normalement inversement proportionnelle à la durée de l'opération. A partir d'une durée d'environ 1 mois, la liquidité du marché interbancaire des dépôts diminue considérablement.

En fonction de la solvabilité et du «rating»,⁵ des agios différents, par rapport au LIBOR⁶ de la durée correspondante, sont généralement exigés. Conformément aux prescriptions en matière de fonds propres de l'art. 12 de l'Ordonnance sur les banques, les agios requis d'établissements non bancaires doivent être supérieurs à ceux exigés des banques, dans la mesure où il est tenu compte dans la fixation du prix des coûts de fonds propres engendrés par l'opération de dépôt.

En raison de l'abaissement général des limites et de l'activité croissante du marché des pensions de titres, les opérations de dépôt ont tendance à diminuer. L'utilisation grandissante de produits dérivés sur le marché monétaire à des fins de couverture contribue également à ce recul.

Le marché interbancaire des opérations de dépôt est beaucoup moins transparent que celui des pensions de titres. Alors que les opérations de dépôt sont souvent proposées par des courtiers et conclues par téléphone ou par Reuters Dealing, les cocontractants se font normalement directement face dans les pensions de titres négociées électroniquement.

5 La solvabilité indique la qualité d'un débiteur quant à sa capacité à prendre un crédit et à le rembourser. Les «ratings» sont des classements de solvabilité effectués par des agences spécialisées indépendantes.

6 Le LIBOR (London interbank offered rate) est le taux d'intérêt qu'un débiteur de premier ordre devrait payer pour un crédit en blanc sur le marché monétaire. Il est fixé quotidiennement pour les monnaies principales par la British Bankers' Association

(BBA). Sa base de calcul est le taux de dépôt (cours d'offre) des banques participant à la détermination du LIBOR. La BBA choisit ces banques en fonction de leur réputation, de leur expérience dans la monnaie concernée et de leur solvabilité. La fixation du LIBOR en CHF se fonde sur les taux d'intérêt de 12 banques, dont les trois taux les plus élevés et les trois taux les plus bas sont exclus de la moyenne (voir www.bba.org.uk).

1.3 Pensions de titres

Economiquement, une pension de titres est un prêt couvert par des papiers-valeurs. Le preneur de liquidités vend des titres au bailleur de fonds et convient de les racheter à une date ultérieure. Il paie à son cocontractant un intérêt correspondant à la durée de la pension.

Le marché interbancaire des pensions de titres en CHF est récent par rapport à ceux en EUR et en USD. Les pensions de titres en CHF ont été conclues pour la première fois en 1999 sur la plateforme électronique Eurex Repo. La renonciation de l'Administration fédérale des contributions à prélever un droit de timbre sur les pensions de titres a contribué de manière décisive au lancement de ce marché en Suisse. La BNS a joué également un rôle important en utilisant les pensions de titres comme instrument de politique monétaire à partir de 1998 déjà.

Les pensions de titres se divisent, suivant leur fonction, en pension générale («general collateral» ou GC) et en pension spéciale. Si le placement ou la collecte à court terme de fonds sont les motifs de l'opération, comme dans le cas des swaps de change et des opérations de dépôt, il s'agit d'une pension générale de titres (opération sur le marché monétaire). Dans ce type d'affaire, les cocontractants ne conviennent normalement que de la catégorie, de la qualité et de la dénomination de la garantie. Quatre paniers de titres sont actuellement à disposition pour les pensions en CHF.⁷

En revanche, lorsqu'une pension de titres se rapporte à un titre déterminé, on parle alors de pension spéciale (opération sur le marché des capitaux). Les pensions de titres spéciales, qui ne jouent qu'un rôle secondaire sur le marché monétaire en francs, permettent de financer des positions longues et de couvrir des positions courtes.⁸ De plus, le rendement d'un portefeuille de titres peut être accru par la conclusion de pensions spéciales.⁹

Le risque de crédit peut être maîtrisé non seulement par des limites maximales lors d'opérations de dépôt, mais aussi par la prise en pension de titres. Le recours à des garanties dans les pensions de titres

permet de réduire nettement le risque de crédit. L'évaluation quotidienne des «collaterals» et le déclenchement automatique d'appels de marges contribuent également à une plus forte sécurité. Dans la mesure où le preneur de liquidités livre des garanties, sa solvabilité joue un moindre rôle aux yeux du bailleur de fonds. Les garanties à disposition permettent à tout moment au preneur de liquidités d'avoir accès à la manne du marché. Le risque d'un manquement inopiné de liquidités (risque de liquidité) est donc réduit par le rôle des garanties collatérales en tant que succédané d'argent.

Ce sont notamment les taux d'intérêt correspondants qui déterminent si un bailleur de fonds place ses liquidités dans des opérations de dépôt ou prend des titres en pension. Plus grand est l'écart (spread) entre le taux des opérations de dépôt et celui des pensions de titres, plus attrayante est l'opération de dépôt par rapport à la pension de titres.

L'écart entre les deux instruments s'explique par le coût lié aux garanties lors de pensions de titres et par la prime de risque. Le taux d'intérêt d'une pension de titres est inférieur à celui d'une opération de dépôt, car le preneur de liquidités met des garanties en pension. Les frais dus à l'approvisionnement en garanties pourraient se chiffrer à quelque 10 points de base (pb).¹⁰ Dans son calcul de la prime de risque de crédit, le bailleur de fonds se fonde sur la probabilité de défaut du cocontractant. De 1920 à 2003, le taux annuel moyen des défections s'est inscrit à 0,15% dans la catégorie des émetteurs de titres ayant qualité de placement (investment grade).¹¹ De plus, contrairement à une pension de titres, une opération de dépôt entraîne des frais de fonds propres. Lorsque les créances à court terme des banques (dont le siège principal se trouve dans un pays de l'OCDE) ne sont pas couvertes et que le rendement des fonds propres est de l'ordre de 10%, les exigences en matière de fonds propres posées par l'art. 12 de l'Ordonnance sur les banques entraînent un coût de fonds propres de 20 pb. En tenant compte de ces frais, l'écart entre les taux d'intérêt des dépôts et des pensions devrait atteindre au moins 20 pb.

7 Un panier contient une ou plusieurs catégories de titres mobilisables comme garanties de valeur égale. Un «rating» minimal ou un volume d'émission minimal limitent l'ensemble des papiers-valeurs d'un même panier. Les paniers suivants se trouvent sur le marché interbancaire des pensions de titres en CHF: le CHF GC Basket (reconnaisances de dette libellées en CHF de la Confédération, des cantons, des banques étrangères, d'Etats étrangers ainsi que lettres de gage), l'Euro GC Basket (emprunts d'Etat allemands et autrichiens libellés en EUR d'un volume d'au moins EUR 1 milliard), le German Jumbo Pfandbriefe GC

Basket (lettres de gage allemandes libellées en EUR d'un volume d'au moins EUR 1 milliard) et le SMI GC Basket (toutes les actions de l'indice SMI). Les titres pris en pension par la BNS sont regroupés en un seul panier, le SNB GC Basket, qui comprend le CHF GC Basket, l'Euro GC Basket et le German Jumbo Pfandbriefe GC Basket.

8 Une position longue est une position découlant de l'achat d'un titre. Une position courte résulte de la vente d'un titre qui n'a pas été acheté (vente à découvert). Une position longue profite de la baisse des taux d'intérêt et de la hausse des cours, une position courte de la hausse

des taux d'intérêt et de la baisse des cours.

9 Voir Veyrassat (2003).

10 100 pb correspondent à un point de pourcentage.

11 Voir Moody's (2004).

Le graphique 1 indique l'évolution des écarts (moyenne annuelle) entre les taux des dépôts cotés et des pensions négociées sur le marché interbancaire pour des fonds d'une durée de 1 semaine et de 3 mois. De 2000 à 2003, les écarts sont passés de 9–11 à 5–8 pb.

Il résulte des explications antérieures que le prix de l'assurance, ou disagio, des pensions de titres par rapport aux placements en blanc peut être considéré comme faible pour le bailleur de fonds. La diminution des écarts depuis 2000 s'explique aussi par l'abaissement du coût lié aux garanties, car il a été recouru de plus en plus à des titres disponibles mais encore non mobilisés, par exemple, par le Securities Lending and Borrowing (SLB) et par des systèmes de gestion efficaces des «collaterals».

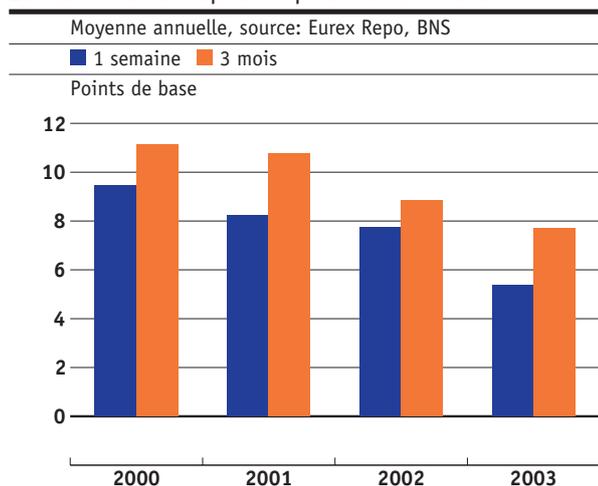
Dans ces circonstances, le preneur de liquidités est prêt à payer un taux des pensions de titres plus élevé puisque ses coûts collatéraux pour un taux d'intérêt des dépôts donné ont diminué. De plus, l'adoption par la BNS d'une politique de taux d'intérêt proche de zéro pour un taux appliqué aux pensions de titres donné, au mois de mars 2003, a contribué au renforcement de la baisse des écarts de taux entre les pensions de titres et les dépôts à terme d'une durée d'une semaine, passant en moyenne de 8 pb en 2002 à 5 pb en 2003. Durant la seconde moitié de 2003, les taux d'offre appliqués aux dépôts en blanc de 1 semaine ont été cotés à 10 pb en moyenne, ce qui correspond à peu près au coût des garanties dans les pensions de titres.

Le négoce des pensions de titres a lieu sur la plateforme électronique Eurex Repo. Plus de 100

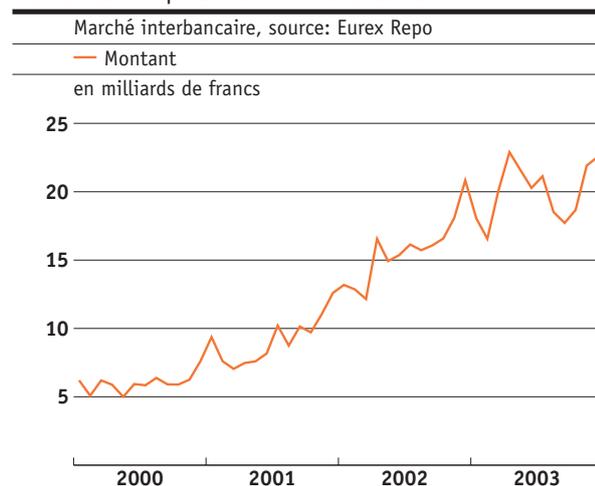
banques ont déjà signé le contrat-cadre suisse administrant les pensions de titres.¹² L'UBS Investment Bank, le Credit Suisse et l'Union Suisse des Banques Raiffeisen opèrent régulièrement comme «market maker», fixant les cours d'achat et d'offre (bailleur de fonds) et les cours de vente et de demande (preneur de liquidités) pour des durées jusqu'à 6 mois en règle générale.¹³ La plateforme électronique assure une forte transparence. Le système indique les prix et volumes de toutes les opérations conclues ainsi que le nom des banques fixant des cours. Les pensions de titres sont traitées par l'intermédiaire des compagnies SIS SegInterSettle AG (SIS) et Swiss Interbank Clearing AG (SIC). Les conditions d'accès au marché des pensions de titres dépendent donc de celles d'Eurex Repo, du SIS, du SIC et de la BNS. Les prestations du SIS sont essentiellement de trois sortes. Elles permettent le traitement automatique des opérations, l'évaluation quotidienne des créances et des engagements ainsi que le déclenchement automatique des appels de marges et des compensations.¹⁴

Il ressort du graphique 2 que le montant en cours du marché interbancaire se chiffrait à CHF 6,2 milliards (moyenne mensuelle) en janvier 2000 et s'élevait à CHF 22,6 milliards en décembre 2003. Durant la même période, le volume mensuel est passé de CHF 24,5 à 63,4 milliards. En 2003, la croissance du marché des pensions a été interrompue, les taux du marché monétaire proches de zéro réduisant généralement les activités sur ce marché. Les coûts d'opportunité de la conservation de liquidités étant bas, leur optimisation est aussi devenue moins attrayante.

Graphique 1
Écarts entre les dépôts et pensions de titres



Graphique 2
Montants des pensions de titres en cours



12 Le contrat-cadre suisse des pensions de titres régit les rapports juridiques entre preneur et bailleur de liquidités.

13 Un «buy» ou «bid quote» est un cours d'achat (cours de demande), un «sell» ou «ask quote» un cours de vente (cours d'offre). Le cours d'achat est toujours inférieur au cours de vente.

La différence entre les deux cours est le « bid-ask-spread ».

14 Les compensations concernent les distributions relatives aux garanties telles que les paiements de coupons en dépôt chez le bailleur de liquidités pendant la durée de la pension, qui sont crédités au preneur de liquidités.

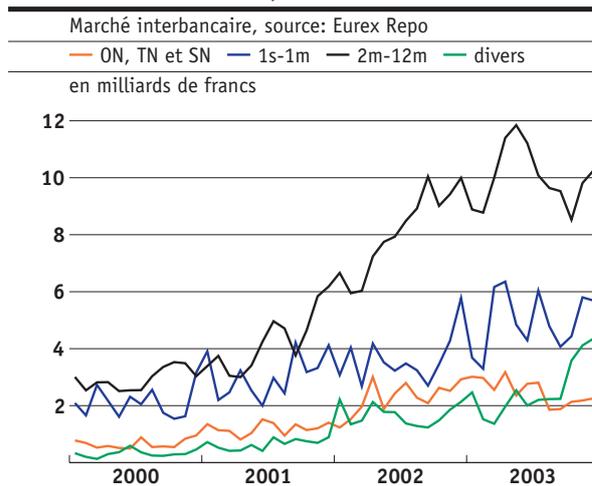
Les montants en cours et les volumes mensuels sur le marché interbancaire des pensions de titres, ventilés en fonction des diverses durées, figurent dans les graphiques 3 et 4. En décembre 2003, les pensions d'une durée de 2 à 12 mois formaient 45% du montant en cours, mais 4% seulement du volume mensuel. On recourt surtout aux pensions de titres dans la gestion à court terme de liquidités. Les pensions au jour le jour (ON, TN et SN), dont la durée est de 1 jour bancaire, constituaient 74% du volume, mais seulement 10% du montant en cours en décembre 2003. Il faut attribuer la réduction du volume mensuel des pensions au jour le jour à l'assouplissement de la politique monétaire que la BNS a effectué au milieu 2003. En 2003, 57 transactions par jour ont été conclues en moyenne. De janvier 2000 à décembre 2003, la durée résiduelle moyenne de tous les contrats de pension est passée de 28 à 47 jours.

Le graphique 5 indique les ventes et rachats mensuels de titres effectués l'an passé lors de pensions de titres (marché interbancaire et BNS). La majeure partie des transactions a été exécutée au

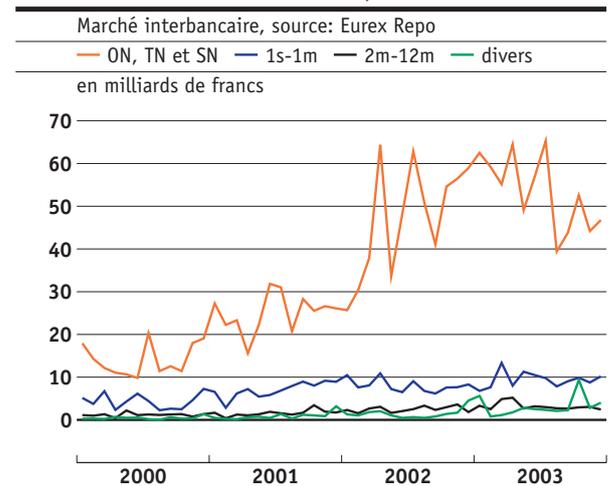
jour ordinaire d'exécution. Il ressort du graphique 6 que seules de rares opérations n'ont été effectuées qu'un jour bancaire après la date ordinaire d'exécution (retard). Vu le faible nombre de transactions dans lesquelles le paiement ou la livraison ont été effectués en retard, on peut affirmer que les banques gèrent leurs liquidités et leurs garanties de manière consciencieuse. Un retard dans le paiement ou la livraison entraîne des frais de gestion et, de plus, la réputation de la partie fautive en souffre.

Le marché interbancaire des pensions de titres pourrait continuer à progresser et réduire ainsi celui des opérations de dépôt. Il faut se féliciter d'un remplacement étendu des dépôts par les pensions de titres. Se substituant à l'assurance mise dans les limites accordées aux cocontractants, la pension de titres contribue, grâce à la réduction des risques de crédit, de liquidité et de règlement, à accroître la confiance dans le fonctionnement du système financier et, partant, à réduire les risques systémiques sur la place financière suisse.

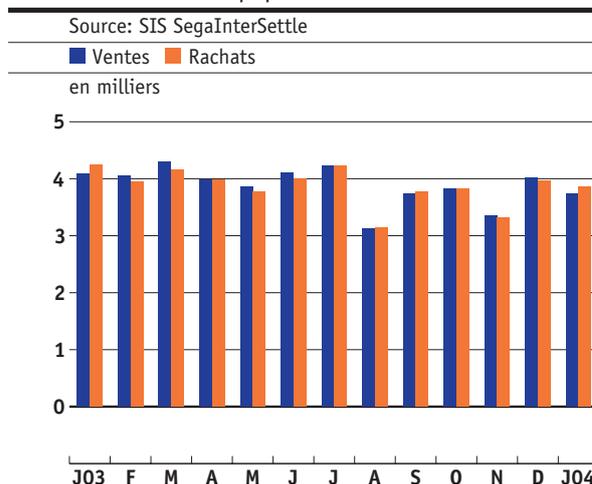
Graphique 3
Montants et durées des pensions de titres en cours



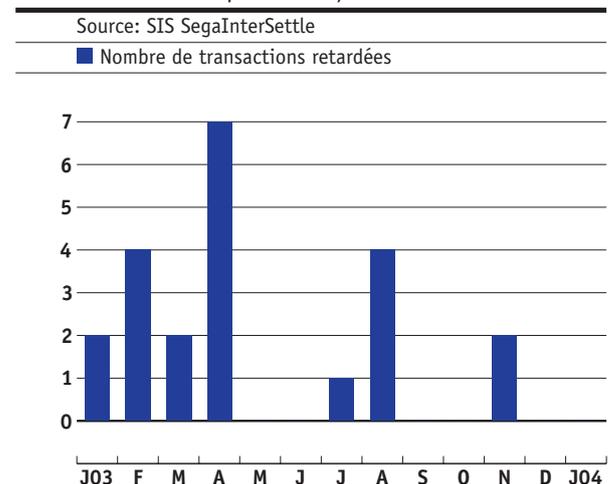
Graphique 4
Chiffres d'affaires mensuels des pensions de titres



Graphique 5
Ventes et rachats de papiers-valeurs



Graphique 6
Pensions de titres: paiements/livraisons en retard



1.4 Dépôts à terme et placements fiduciaires

Les dépôts à terme, qui font partie de la masse monétaire M_3 , sont des placements d'une durée fixe de 1 à 12 mois, que les clients effectuent auprès de leurs banques. A fin 2003, les dépôts à terme dans les banques en Suisse (avoirs au jour le jour compris),¹⁵ toutes monnaies confondues, se chiffraient à CHF 71 milliards. La part du CHF atteignait 65%, l'EUR et l'USD s'inscrivaient respectivement à 17 et à 14%.

Les placements fiduciaires sont des dépôts à terme qu'une banque investit en son propre nom, mais pour le compte et au risque du client. Contrairement aux dépôts à terme, ils ne figurent pas au bilan des banques et ne sont donc pas inclus dans l'agrégat monétaire M_3 . En règle générale, ils sont placés dans des banques tierces à l'étranger, notamment dans des succursales de banques suisses.

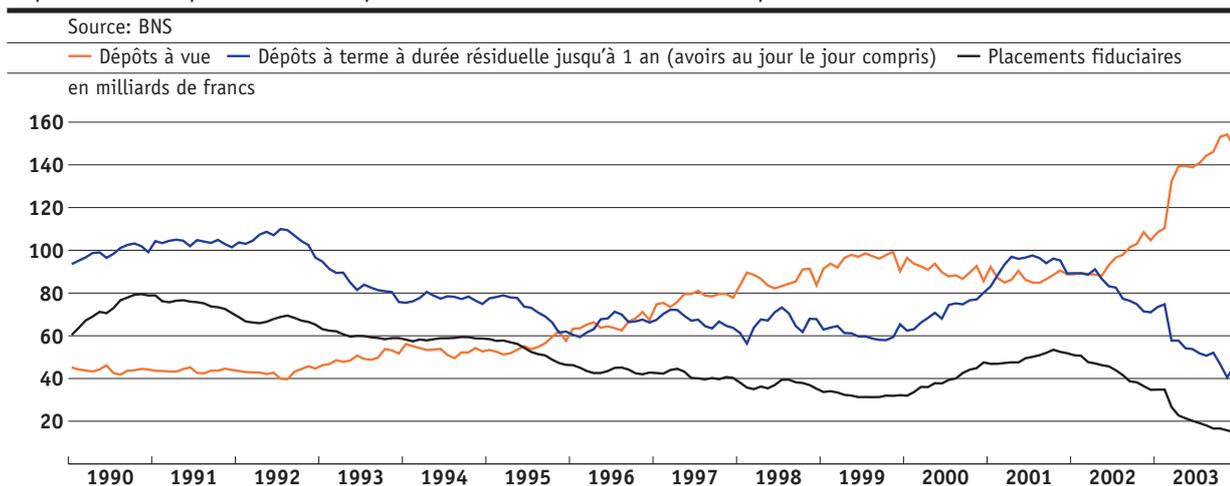
L'attrait des placements fiduciaires réside dans le fait que leur revenu est exempt d'impôt anticipé. L'exonération a pour conditions que l'argent soit placé dans une banque à l'étranger, que la banque en Suisse n'assume aucun risque et qu'il y ait un contrat écrit entre le client et la banque en question. La commission fiduciaire que le client verse peut aller jusqu'à 50 pb. Les clients ne déterminent que partiellement dans quelle banque à l'étranger l'argent sera placé. Par la fixation d'une limite, le risque de crédit qu'encourt le client peut être restreint.

A fin 2003, les placements fiduciaires en cours de banques en Suisse, toutes monnaies confondues, se chiffraient à CHF 408,4 milliards. Environ 80% de ces fonds provenaient de l'étranger. Quelques 90% des placements fiduciaires étaient investis en USD, EUR et CHF. La part du CHF était de 3,6% à fin 2003, celle de l'EUR de 33,1% et celle de l'USD de 52,3%. A fin 1990, la part du CHF était à son apogée, dépassant alors 20%.

Les dépôts à terme et les placements fiduciaires sont soumis à de fortes fluctuations dues à l'évolution des taux d'intérêt. Le graphique 7 démontre que l'adoption par la BNS d'une politique de taux d'intérêt proche de zéro, au mois de mars 2003, a fait massivement diminuer les dépôts à terme et les placements fiduciaires. A fin décembre 2003, le taux d'intérêt appliqué aux dépôts à terme d'une durée de 3 mois est tombé à 10 pb. De fin 2002 à fin 2003, les dépôts à terme (avoirs au jour le jour compris) fléchissaient de 35% pour s'inscrire à CHF 46,1 milliards. Durant la même période, les placements fiduciaires en CHF diminuaient de 57% à CHF 14,8 milliards. A fin 1990, ils s'élevaient encore à près de CHF 80 milliards. Les coûts d'opportunité de la conservation de liquidités étant bas, les clients ont détenu leurs fonds surtout à vue. De fin 2002 à fin 2003, ceux-ci ont augmenté de 41% et se sont chiffrés à CHF 148 milliards.

Graphique 7

Dépôts à vue, dépôts à terme et placements fiduciaires dans les banques en Suisse



15 Les avoirs au jour le jour ou «call money» sont des placements sans durée fixe. En règle générale, le délai de résiliation (pour le montant total ou partiel) est de 48 heures. Le taux est adapté constamment à celui du marché. Ainsi, cette forme de placement est indiquée lorsqu'on prévoit des hausses de taux.

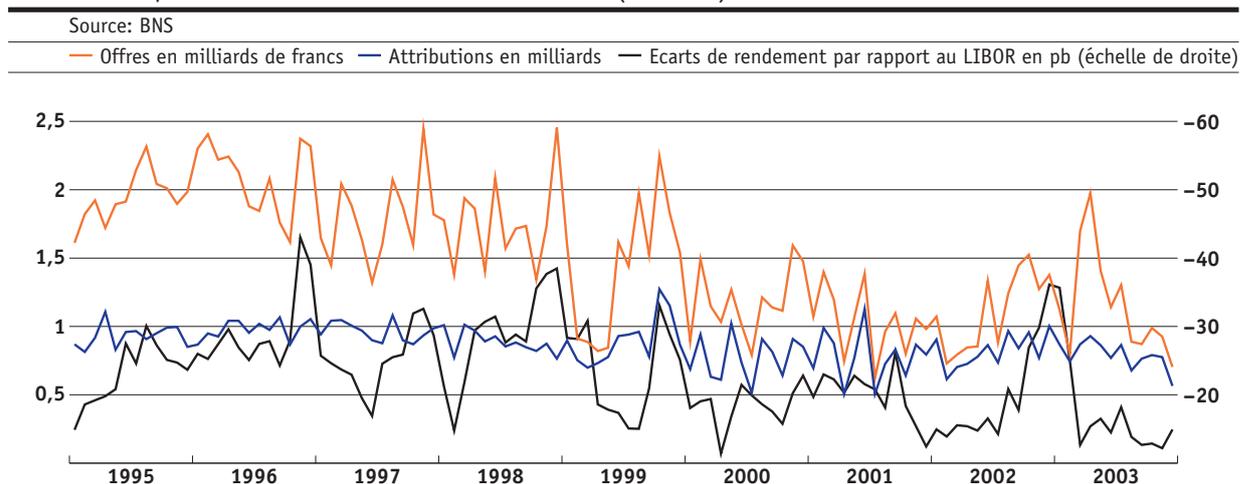
1.5 Créances comptables à court terme de la Confédération

Pour son refinancement à court terme, la Confédération participe au marché monétaire en émettant des créances comptables à court terme (CCCT). Il s'agit de créances comptables négociables au moyen d'un escompte et inscrites dans un registre. La plus petite dénomination se monte à CHF 50 000.-.

Par vente aux enchères, l'émission a lieu une fois par semaine sur la plateforme électronique Eurex Repo. La durée des CCCT est normalement de 3 mois, plus rarement de 6, voire de 12 mois. A fin 2003, les CCCT en cours se chiffraient à CHF 10,7 milliards. Depuis 1995, ce montant a oscillé entre CHF 10,2 et 17,1 milliards. Il ressort de l'évolution des offres figurant dans le graphique 8 que l'intérêt porté aux CCCT a sensiblement diminué. Les offres, lors d'enchères de CCCT à 3 mois avec libération en décembre 2003, s'inscrivaient en moyenne à CHF 0,7 milliard. La Confédération étant un débiteur de tout premier ordre, la rémunération des CCCT est régulièrement inférieure au LIBOR correspondant, ce qui explique en partie le faible engouement pour ces placements. Durant la période considérée, les attributions effectuées par la Confédération ont aussi eu tendance à diminuer.

Sur le marché monétaire en USD, un commerce abondant de «treasury bills», «commercial papers», «medium-term notes», «bankers acceptances» et «certificates of deposit» a lieu.¹⁶ Il n'y a pas de marché comparable en CHF. La raison a été longtemps le droit de timbre prélevé sur les papiers-valeurs. Bien que la révision en 1998 de la Loi sur les droits de timbre ait abrogé l'impôt sur les titres du marché monétaire, leur négoce ne s'est pas accentué pour autant en Suisse. Avant 1998 déjà, les CCCT n'étaient pas soumises au droit de timbre, puisqu'elles ne sont pas émises sous forme de papiers-valeurs.

Graphique 8
Créances comptables à court terme de la Confédération (à 3 mois)



16 Voir Fabozzi, Mann et Choudhry (2002, p. 1).

1.6 Produits dérivés

Les swaps sur indice «tom-next», les «forward rate agreements» et les futures sur taux d'intérêt ainsi que leurs options font partie des produits dérivés auxquels recourent les courtiers du marché monétaire. Leur actif sous-jacent est un taux d'intérêt.

Swaps «tom-next» sur indice

Le swap sur indice «tom-next» (TOIS) est un produit dérivé de taux d'intérêt au marché très liquide, auquel participent outre des banques sises en Suisse des banques internationales domiciliées à l'étranger.¹⁷ Les TOIS complètent les swaps de durées à plus court terme non couvertes par les swaps de taux d'intérêt.¹⁸ Par rapport aux instruments correspondants libellés dans d'autres monnaies, le TOIS est un instrument du marché monétaire en francs relativement récent.¹⁹

Le TOIS est une opération de gré à gré (over the counter).²⁰ L'acheteur paie à l'échéance un intérêt fixe et reçoit un intérêt variable pour la durée convenue. Dans ce cas, seule la partie qui a une créance nette sur son cocontractant reçoit la différence entre le paiement d'intérêts fixes et variables. Le paiement d'intérêts variables est lié à un indice «tom-next», dénommé aussi «TOIS fixing». L'indice «tom-next» se calcule quotidiennement à partir de la moyenne des taux de demande pour crédits interbancaires «tom-next» en blanc de 30 banques. Les trois taux d'intérêt les plus élevés et les trois les plus bas sont exclus de la moyenne. Contrairement aux swaps de taux d'intérêt, le paiement d'intérêts variables se calcule d'après les intérêts courus réinvestis quotidiennement dans l'indice «tom-next». Les taux d'offre et de demande sur lesquels se fonde le paiement d'intérêts fixes sont déterminés par les «market makers» pour différentes durées. Les TOIS peuvent être également conclus à terme.

Comme aucuns capitaux ne sont échangés, le risque de crédit ne porte que sur la créance nette ou l'engagement net. Les durées s'étendent de 1 semaine à 2 ans. Les gestionnaires de liquidités désireux de s'assurer contre les fluctuations de taux à court terme disposent là d'un instrument intéressant. Les pensions de titres et opérations de dépôt ainsi que les différences d'échéance entre l'actif et le passif peuvent être couvertes par des TOIS. En achetant par exemple un TOIS, un preneur de crédit assurera, pour la durée du TOIS correspondante, un crédit au jour le jour refinancé quotidiennement contre une hausse de taux. Les TOIS servent aussi à la spéculation.

Le commerce de TOIS a commencé en 1998. Quant à son volume comptable, le TOIS est le produit dérivé sur taux d'intérêt le plus liquide du marché monétaire en francs. En 2001, le volume comptable en cours de 16 «market makers» se chiffrait en moyenne à CHF 490,6 milliards.²¹ Le négoce s'effectue par téléphone ou sur des plateformes électroniques telles que Reuters Dealing. Aussi bien les banques que les courtiers fixent régulièrement les taux d'offre et de demande applicables aux TOIS. L'écart entre ces taux est d'environ 3 à 4 pb.

«Forward rate agreements»

Un «forward rate agreement» (FRA) est une opération de gré à gré, c'est-à-dire que ses modalités sont négociées par les parties concernées.²² La durée du contrat débute à la date d'exécution, à savoir à une date future convenue par les parties lors de la conclusion du FRA. Dans le cas, par exemple, d'un FRA de 3 sur 6 mois, la durée du contrat est de 3 mois et commencera dans 3 mois. L'acheteur recevra, au jour d'exécution, la différence actualisée, par rapport au montant nominal, entre le taux de référence et le taux FRA convenu au jour de conclusion. Le taux de référence (le LIBOR en règle générale) sera fixé au jour de fixation, à savoir normalement 2 jours de négoce avant le jour d'exécution. Le paiement compensatoire est actualisé, car il est fait au début de la période du contrat. Les modalités de négoce sur le marché des FRA sont fixées par la BBA.

L'achat (la vente) d'un FRA permet d'assurer un crédit futur (un placement futur) contre la hausse (la baisse) des taux d'intérêt. L'achat d'un FRA, c'est-à-dire la constitution d'une position longue en FRA, donne la possibilité d'effectuer des spéculations sur la hausse de taux d'intérêt (lorsqu'un courtier est d'avis que le taux de référence au jour de fixation sera supérieur au taux à terme en vigueur aujourd'hui). Les crédits et les placements peuvent également être couverts par des options d'achat ou de vente de FRA.

Le marché des FRA libellés en CHF est liquide. D'après les enquêtes effectuées par la BRI, le volume comptable en cours est cependant passé de CHF 483,8 à 261,1 milliards entre fin juin 1998 et fin juin 2001. Durant la même période, la valeur marchande a diminué de CHF 758 à 521 millions.²³ Les banques et courtiers fixent les taux FRA. Comme les TOIS, les FRA sont négociés par téléphone ou sur des plateformes électroniques telles que Reuters Dealing. L'écart entre les taux d'offre et de demande se chiffre entre 2 et 4 pb.

17 Voir Trauth (2002).

18 Un swap de taux d'intérêt est un instrument du marché des capitaux. En règle générale, les taux variables se fondent sur le LIBOR.

19 Sur les marchés étrangers, les swaps sur indice «overnight» («ON index swaps» ou OIS) com-

plètent les swaps de durées à plus court terme non couvertes par les swaps de taux d'intérêt. L'instrument correspondant sur le marché monétaire en EUR se fonde sur l'EONIA («euro ON index average»). Ce taux d'intérêt est un indice ON pondéré d'après les transactions en blanc

sur le marché interbancaire. Quelque 50 banques participent à la fixation de l'EONIA calculé par la Banque centrale européenne.

20 Les caractéristiques d'une opération de gré à gré sont les suivantes: pas de date standard d'échéance, pas de négoce en

bourse et pas de contrepartie centrale.

21 Voir Trauth (2002, p. 36).

22 Voir Fabozzi, Mann et Choudhry (2002, pp. 221-228).

23 Voir BRI (1999 et 2002).

Futures sur taux d'intérêt

Un future sur taux d'intérêt est également une opération à terme, à vrai dire une version standardisée de FRA. Il peut servir à la couverture de risques ou à la spéculation. L'assurance contre la hausse (la baisse) de taux d'intérêt s'effectue par la vente (l'achat) de futures sur taux d'intérêt.

Les futures sur taux d'intérêt en CHF et les options correspondantes sont négociés sur le marché anonyme de la Bourse londonienne Liffe (London International Financial Futures and Options Exchange) qui fait partie du groupe Euronext. Le commerce des futures a lieu donc sur la plateforme électronique Liffe Connect.²⁴ La standardisation accroît la liquidité du marché et la transparence des prix. Contrepartie centrale, la London Clearing House (LCH) garantit tous les contrats. Elle effectue également tous les règlements et les ordres sont consignés dans un registre central. La conclusion s'effectue par «matching» automatique. Les positions des cocontractants sont réévaluées quotidiennement (mark-to-market). Chaque jour, les gains sont crédités et les pertes débitées des comptes de marges (variation margin). La marge initiale (initial margin) versée par chaque membre de la chambre de compensation préserve la LCH de pertes résultant des défections des cocontractants. Lorsque le montant du compte est inférieur au niveau de dépôt requis, c'est-à-dire à la garantie minimale à maintenir à tout moment (maintenance margin), la différence doit être versée. En raison de la compensation multilatérale, les appels de marges peuvent être réduits. En règle générale, les futures sur taux d'intérêt arrivent à échéance à chaque fin de trimestre, soit en mars, juin, septembre et décembre.

De 2001 à fin janvier 2004, le volume comptable en cours a augmenté continuellement pour s'inscrire à CHF 277,5 milliards.

2 Participants au marché monétaire en francs

2.1 La BNS

Quasiment quotidiennement, la BNS procure des liquidités aux banques par l'intermédiaire de pensions de titres. Celles-ci se concluent normalement le matin lors d'enchères ou en cours de journée bilatéralement. Les banques se voient alors créditer les liquidités sur leur compte de virements non rémunéré qu'elles détiennent auprès de la BNS. Les besoins des banques en comptes de virements en fin de journée résultent surtout des modalités afférentes aux réserves minimales que fixe la Loi sur la Banque nationale. Selon ces dispositions, les banques doivent couvrir leurs engagements à court terme à l'aide de leurs encaisses en pièces de monnaie et billets de banque et de leur compte de virements auprès de la BNS.

Comme la BNS, en règle générale, ne met des liquidités à disposition que par des pensions de 1 nuit (ON) à 3 semaines, la demande émanant des banques se renouvelle sans cesse. Une autre partie de la demande provient du trafic des paiements et des mesures de précaution. Depuis 1999, la BNS offre également des liquidités par pensions de titres dans le cadre de crédits intrajournaliers (intraday repos). Ces liquidités couvrent la plus grande partie de la demande d'avoirs en comptes de virements découlant du trafic des paiements.

Les liquidités que la BNS met à disposition font l'objet d'un négoce sur le marché interbancaire. Leur prix et leur volume influencent les taux d'intérêt en vigueur sur ce marché. La demande de liquidités, leur répartition, la durée, les anticipations de taux d'intérêt, les «collaterals» livrés et la solvabilité des participants déterminent également les taux d'intérêt. Le taux d'intérêt sur le marché monétaire en francs qui joue un rôle essentiel dans la politique monétaire est le LIBOR à 3 mois, pour lequel la BNS assigne une marge de fluctuation. Elle influence ainsi indirectement le LIBOR en fixant les taux des pensions de titres et les montants des comptes de virements.²⁵ Comme le marché monétaire transmet les impulsions monétaires, la BNS s'efforce de compenser les déséquilibres indésirables qui se manifestent sur ce marché. Son but est l'obtention d'un marché des pensions de titres fonctionnant sans friction.

Depuis l'an 2000, la BNS ne contrôle l'évolution du LIBOR que par pensions de titres, alors que le principal instrument de politique monétaire utilisé antérieurement était les swaps de change, notamment USD/CHF.

24 Voir www.liffe.com.

25 Voir Veyrassat (2001) pour plus de détails au sujet de l'influence de la BNS sur le LIBOR à 3 mois.

2.2 Banques commerciales

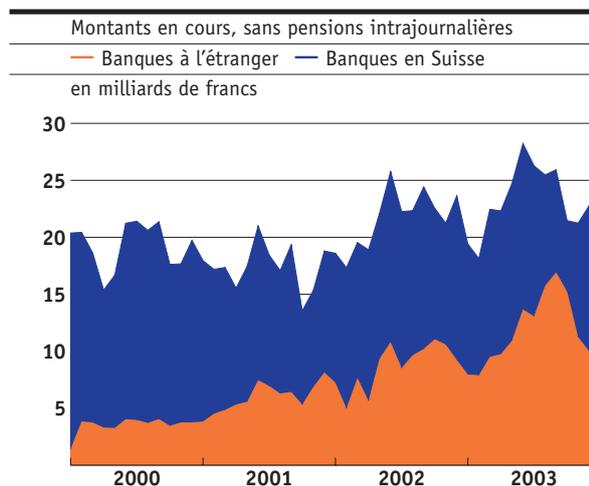
Les banques domiciliées en Suisse et à l'étranger forment la catégorie la plus importante des participants au marché monétaire. La plus grande partie des mouvements visant à équilibrer les paiements sur le marché interbancaire est effectuée à très court terme, notamment par des opérations «overnight» et «tom-next». Les grandes banques suisses, les principales banques cantonales et nombre de grandes banques européennes dominent le négoce quotidien en CHF. Seules les banques ayant une solvabilité minimale requise ainsi qu'une bonne réputation ont accès au marché monétaire en blanc comme cocontractant. En revanche, les participants au marché monétaire dont le «rating» est bas, les banques peu connues et les établissements qui ne jouissent pas de la confiance d'autres participants, n'ont accès en règle générale qu'au marché des pensions de titres. Pour les prêts en blanc, les banques doivent payer dans la majorité des cas un taux d'intérêt correspondant au LIBOR. Par contre, le refinancement par pensions de titres s'effectue à des taux inférieurs au LIBOR.

Les banques domiciliées non seulement en Suisse, mais aussi à l'étranger, ont besoin régulièrement de liquidités en CHF. L'accès aux liquidités de la BNS leur est accordé, qu'elles soient sises en Suisse ou à l'étranger. Depuis 1999, la BNS accepte également, mais à certaines conditions seulement, des garanties libellées en EUR.²⁶ Les participants à l'Eurex Repo peuvent faire des offres lors d'enchères de pensions de titres, conclure des pensions intrajournalières et recourir à des crédits lorsqu'ils sont confrontés à des besoins urgents de liquidités.²⁷

En 2003, 66 banques ont conclu des transactions interbancaires sur la plateforme électronique Eurex Repo. Parmi ces établissements, 12 étaient sis à l'étranger et ont réalisé 21% du montant en cours moyen du marché interbancaire des pensions de titres en CHF. Durant la même année, la part des banques domiciliées à l'étranger dans les pensions de titres de la BNS, à l'exclusion des pensions intrajournalières, a même atteint 51%, soit beaucoup plus que sur le marché interbancaire. Le graphique 9 montre la part croissante des banques sises à l'étranger dans le montant en cours des pensions de titres effectuées par la BNS (à l'exclusion toujours des pensions intrajournalières).

Toutefois, le refinancement en CHF des banques à l'étranger a lieu surtout par des swaps de change USD/CHF et par des opérations de dépôt. Les banques à l'étranger participent notamment aux enchères de la BNS des pensions de titres, lorsqu'il y a possibilité d'arbitrage par rapport au marché monétaire en EUR. Les montants en CHF sont alors échangés dans la monnaie correspondante au moyen de swaps de change. Un financement accru par des pensions de titres à la BNS peut contribuer à diminuer la dépendance des banques à l'étranger de leurs banques correspondantes en Suisse. En outre, le risque de liquidité des banques sises à l'étranger peut être réduit par des garanties admises lors de pensions de titres à la BNS. Finalement, une gestion autonome des liquidités en CHF à laquelle procéderaient les banques à l'étranger permettrait de réduire le risque de crédit des banques correspondantes suisses.

Graphique 9
Pensions de titres de la BNS



²⁶ Voir section 1.3.

²⁷ En cas de besoins urgents de liquidités, les banques recourent soit aux avances sur nantissement (crédits lombard traditionnels), soit aux pensions de titres à un taux particulier. D'ici fin

2005, ces pensions remplaceront intégralement les avances sur nantissement. Le taux particulier dépasse de 200 pb celui de l'argent au jour le jour (voir www.snb.ch).

2.3 Courtiers, clients commerciaux des banques et Administration fédérale des finances

Les courtiers ou «brokers» servent d'intermédiaires, sans occuper eux-mêmes de positions, entre les parties offrant et demandant des liquidités et des opérations liées aux taux d'intérêt. La tendance à réduire les limites dans les placements en blanc sur le marché monétaire oblige les courtiers à fournir davantage de produits dérivés. Comme les courtiers courent également le risque d'être évincés du marché monétaire en raison de l'emploi croissant de plateformes électroniques, ils recherchent de nouveaux champs d'exploitation tels que la mise en place de transactions financières plus complexes. Ils s'efforcent aussi d'acquérir de nouveaux clients non bancaires.

Les clients commerciaux des banques opèrent sur le marché monétaire pour gérer leurs propres liquidités. Sur ce marché, les entreprises industrielles et les investisseurs institutionnels placent leurs liquidités excédentaires ou se refinancent à court terme. Les instruments du marché monétaire utilisés sont les swaps de change, les opérations de dépôt, les pensions de titres et les produits dérivés. Concernant le nombre d'opérations, l'instrument le plus utilisé est le swap de change suivi par les opérations de dépôt. Lors de prêts en blanc, les clients commerciaux des banques doivent normalement payer une prime par rapport au LIBOR en fonction de leur «rating».

Finalement, l'Administration fédérale des finances participe aussi au marché monétaire. Contrairement à PostFinance, elle n'opère toutefois pas directement, car la BNS a le mandat de le faire à sa place. D'une part, l'institut d'émission procure ainsi à la Confédération des crédits provenant du marché monétaire permettant de couvrir les positions courtes résultant de la gestion de ses liquidités, puis, d'autre part, la Confédération effectue auprès de la BNS des placements sur le marché monétaire. La BNS les rémunère aux taux en vigueur sur le marché pour les périodes correspondantes. Jusqu'à un montant de CHF 600 millions, les avoirs de la Confédération auprès de la BNS sont rémunérés au taux de l'argent au jour le jour. Finalement, la BNS procède aux enchères des CCCT de la Confédération ainsi qu'aux émissions d'emprunts par l'intermédiaire de la plateforme électronique du marché des pensions de titres.

3 Conclusions

Les taux d'intérêt particulièrement bas en vigueur l'an passé ont modéré l'activité du marché monétaire en francs. En revanche, diverses nouveautés ont enrichi celui-ci ces dernières années. On constate actuellement une augmentation des transactions gagées dans la gestion à court terme de liquidités et une diminution correspondante sur le marché des opérations de dépôt. Les banques recourent ainsi de plus en plus à des garanties pour s'assurer contre les risques de crédit et de liquidité. Les prix du marché en vigueur semblent ne pas toujours couvrir intégralement les risques liés aux opérations de dépôt et les frais de fonds propres qui en résultent. Néanmoins, les swaps de change et les opérations de dépôt prévalent encore dans la gestion à court terme de liquidités.

Une nouvelle augmentation du nombre de pensions de titres dépend d'une meilleure prise en compte des risques de crédit et de liquidité, d'un recours accru à des systèmes de gestion des garanties et de la collaboration étroite, au sein des banques, entre les services des marchés financiers et des marchés monétaires. Cette collaboration permet de mobiliser des garanties encore non utilisées pour se procurer des liquidités. La pension de collatéraux donne en effet la possibilité de se refinancer à tout moment sur le marché interbancaire ou auprès de la BNS.

Grâce à la plateforme électronique Eurex Repo, aux prestations du SIS et du SIC, le marché monétaire en francs dispose d'une infrastructure moderne qui permet un négoce efficace des pensions de titres. En raison de l'importance internationale du CHF, les banques domiciliées à l'étranger, déjà actives dans les produits dérivés du marché monétaire, participeront ainsi davantage au marché interbancaire des pensions de titres.

4 Bibliographie

Banque des Règlements Internationaux. 2002. *Triennial Central Bank Survey – Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2001*.

Banque des Règlements Internationaux. 1999. *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1998*.

Banque des Règlements Internationaux. 1996. *Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity 1995*.

Fabozzi, Frank J., Steven V. Mann et Moorad Choudhry. 2002. *The Global Money Markets*. New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Moody's. 2004. *Default & Recovery Rates of Corporate Bond Issuers*.

Trauth, Thomas. 2002. Tom-Next Index Swaps (TOIS). The Swiss Fixed Income Market. Credit Suisse First Boston: 36–38.

Veyrassat, Antoine. 2001. Steuerung der Geldmarktsätze durch die Schweizerische Nationalbank. *Financial Markets and Portfolio Management* 15: 344–362.

Veyrassat, Antoine. 2003. Der Repo-Markt in Franken gewinnt an Bedeutung. *ClearIT* 16: 8–9.