



La fonction des marchés monétaires

Mettre en rapport les prêteurs et les emprunteurs pour répondre à leurs besoins

Randall Dodd

JUSQU'À ce que des problèmes apparaissent pendant la crise financière mondiale, les marchés monétaires étaient souvent considérés comme un banal compartiment peu volatil du système financier.

Essentiellement, ils permettent aux détenteurs de fonds — banques, gestionnaires financiers et petits investisseurs — de faire des placements sûrs, liquides et à court terme, et ils donnent aux emprunteurs — banques, courtiers, fonds spéculatifs et sociétés non financières — un accès à des financements à un faible coût. L'expression marché monétaire recouvre plusieurs sortes de marchés, qui se déclinent selon les besoins des prêteurs et des emprunteurs.

La crise financière a braqué l'attention sur les différences entre ces divers segments, car certains se sont révélés être fragiles tandis que d'autres se sont montrés plutôt résilients.

Instruments à court terme

On parle de «marchés monétaires», car les actifs qui s'y négocient sont à court terme — échéances d'un jour à un an — et d'ordinaire très liquides. Ils englobent toute une gamme d'instruments : comptes bancaires, y compris certificats de dépôt à terme, prêts interbancaires, fonds communs de placement (FCP) monétaires, billets de trésorerie, bons du Trésor, et contrats de prise et mise en pension de titres. Ces marchés constituent un vaste segment du système financier — environ un tiers du crédit total aux États-Unis, d'après l'enquête sur les flux de financement du Système de réserve fédéral.

Beaucoup de ces instruments sont des titres qui se différencient par la manière dont ils s'échangent et par leur statut au regard de la réglementation financière, mais aussi par l'importance que le prêteur accorde à la valeur de la sûreté sous-jacente, plutôt qu'à l'évaluation de l'emprunteur.

Les instruments du marché monétaire les mieux connus sont les dépôts bancaires, qui ne sont pas considérés comme des titres, bien que les certificats de dépôt se négocient parfois comme tels. Les déposants, qui prêtent de l'argent à la banque, tablent sur la solvabilité de l'établissement bancaire et sur la protection d'un système officiel de garantie des dépôts.

Les prêts interbancaires ne reposent pas sur une garantie et le prêteur compte uniquement sur la solvabilité de l'emprunteur lorsqu'il calcule ses chances d'être remboursé. Le marché interbancaire qui reçoit le plus d'attention se trouve en Angleterre, où

le taux interbancaire offert à Londres (LIBOR), déterminé chaque jour, représente le prix moyen auquel les grandes banques sont disposées à se prêter entre elles. Ce marché n'a pas été une source fiable de financement pendant la crise. Le LIBOR est monté en flèche par rapport aux autres taux du marché monétaire lorsque la solvabilité des banques a été mise en doute. En outre, le volume de crédit a beaucoup diminué, car les banques se souciaient plus de financer les actifs qu'elles détenaient que d'accorder de nouveaux prêts. Les liquidités injectées en urgence par les banques centrales ont permis de compenser la contraction de ce marché. Des enquêtes récemment menées par les instances de régulation ont par ailleurs suscité des questions quant à l'intégrité du mode de calcul du LIBOR.

Un billet de trésorerie est une reconnaissance de dette (sans garantie) qui peut être émise par une banque de renom ou une grande société non financière. Cet instrument n'étant assorti d'aucun gage (tout juste une promesse de remboursement), l'investisseur ne peut compter que sur la solvabilité de l'émetteur pour récupérer son épargne. Les billets de trésorerie sont émis et négociés à la façon des titres. Mais ce sont par nature des instruments à court terme qui ne sont pas achetés par les petits investisseurs, et ils échappent pour l'essentiel à la réglementation des valeurs mobilières. Aux États-Unis, par exemple, les billets de trésorerie sont émis pour 1 à 270 jours, à des valeurs nominales jugées trop élevées pour les petits investisseurs (en général 1 million de dollars, mais parfois seulement 10.000 dollars).

Le placement le plus sûr

Les bons du Trésor, émis par l'État, sont des titres à moins d'un an. Les bons du Trésor américain, vendus avec une décote et activement négociés après leur émission, sont les instruments les plus sûrs pour placer l'épargne à court terme. Les marchés sont profonds, liquides et couverts par la réglementation des opérations mobilières. Les bons du Trésor américains ne sont pas seulement des instruments d'épargne : ils peuvent servir à régler des transactions. Émis électroniquement, ils peuvent circuler dans le système de paiement aussi facilement que la monnaie.

Les pensions sont un compartiment important mais plus compliqué des marchés monétaires. Elles offrent des taux d'intérêt concurrentiels pour les emprunts et prêts à court terme — pas plus de deux semaines en général et souvent à un jour. L'emprunteur vend un titre en sa possession en échange de liquidités et s'engage

à le reprendre à l'acheteur (qui est donc le prêteur) à une date donnée et à un prix qui intègre une commission d'emprunt pour la période fixée. Le titre échangé sert de nantissement pour le prêteur.

Outre qu'elles permettent d'emprunter et de prêter à court terme en toute sécurité sur le marché monétaire, les pensions et autres cessions de titres sont cruciales pour les ventes à découvert — lorsqu'un opérateur accepte de vendre un titre qu'il ne possède pas. Pour se le procurer, il lui faut l'emprunter ou l'acquérir temporairement via une transaction de prise en

lui achète les actifs illiquides et finance cet achat en émettant des BTAA, qui, à la différence des billets de trésorerie normaux, sont gagés sur les actifs sous-jacents. Ce type de billet de trésorerie peut obtenir une note de crédit élevée si les actifs sont bien classés et si l'entité spécialisée a suffisamment de capital et de lignes de crédit. Le capital est censé servir à couvrir des pertes imprévues sur les actifs, et les lignes de crédit tiennent compte de la difficulté de vendre les actifs sous-jacents pour satisfaire les besoins de trésorerie.

Pendant la crise financière, les FCPM ont été menacés de pertes sur les billets de trésorerie, puis sur les titres d'emprunt émis par Lehman Brothers.

pension. Quand vient le moment de rendre le titre au prêteur, le vendeur à découvert doit à nouveau l'acquérir ou l'emprunter. Si son prix a baissé, le vendeur à découvert engrange un bénéfice.

Les fonds communs de placement monétaires (FCPM) sont des titres proposés par des sociétés qui investissent dans d'autres instruments du marché monétaire — billets de trésorerie, certificats de dépôt, bons du Trésor et pensions. Les FCPM sont réglementés comme des sociétés de placement aux États-Unis et dans l'Union européenne. Ils constituent un placement à court terme peu risqué pour les petits investisseurs, les investisseurs institutionnels et les entreprises. Un FCPM investit en règle générale dans des instruments liquides, à court terme et très bien classés. Bien que le prix ne soit ni fixe ni garanti, le fonds est géré de manière à ce qu'il reste constant — ou, dans le langage des spécialistes, qu'il conserve une valeur liquidative stable, habituellement de 1 dollar la part (à la différence des autres fonds communs de placement qui investissent dans des actions ou des obligations et dont les parts changent de valeur chaque jour). Si la valeur des actifs sous-jacents du FCPM dépasse 1 dollar la part, la différence est versée sous forme d'intérêts. Jusqu'à la crise mondiale, la valeur liquidative d'un FCPM était rarement descendue sous la barre de 1 dollar. Les rares fois où cela s'était produit, les directeurs de placement du fonds avaient utilisé leurs propres ressources pour en ramener la valeur liquidative à 1 dollar.

Mais, pendant la crise financière, les FCPM ont été menacés de pertes sur les billets de trésorerie, puis sur les titres d'emprunt émis par Lehman Brothers (qui a fait faillite en septembre 2008). Parce que les FCPM sont des acteurs importants sur d'autres marchés monétaires cruciaux, les autorités américaines sont intervenues pour prévenir une panique qui aurait pu causer une contraction du crédit généralisée. Le Trésor américain a garanti le principal, et la Réserve fédérale a créé un guichet de prêt spécial pour les billets de trésorerie, afin d'éviter une ruée des investisseurs.

Marchés dysfonctionnels

Il y a d'autres segments du marché monétaire qui sont un peu plus complexes, par exemple celui des billets de trésorerie adossés à des actifs (BTAA) et de certains accords de pensions tripartites.

Une société possédant des actifs financiers difficiles à vendre (illiquides), tels que des prêts, hypothèques ou effets à recevoir, peut se servir de BTAA pour emprunter à moindre coût ou sortir ces actifs de son bilan. Elle crée une entité spécialisée qui

Certains segments du marché des BTAA ont eu des difficultés pendant la crise. Les émetteurs de billets de trésorerie ordinaires — presque exclusivement les grandes banques et sociétés non financières — présentent chaque trimestre des états financiers qui permettent aux investisseurs d'évaluer facilement leur situation. Le risque de crédit sur les BTAA dépendait, entre autres, de la manière dont l'entité spécialisée était constituée, de l'amélioration des créances qu'elle produisait, de ses volants de liquidités et de la valeur de ses actifs sous-jacents — autant de facteurs probablement moins transparents et plus complexes que dans le cas des simples billets de trésorerie. Aux États-Unis, le marché des BTAA s'est contracté de 38 % entre août et novembre 2008.

Le marché des FCPM, qui détient plus d'un tiers de l'encours des billets de trésorerie, en a subi le contrecoup. Lorsque les investisseurs ont commencé à retirer leurs fonds, les FCPM ont rapidement délaissé les BTAA pour se reporter sur les titres publics et parapublics.

Le marché des accords de pensions tripartites s'est révélé bien moins fiable que celui des pensions ordinaires pour les titres du Trésor et des organismes publics. Ce marché est organisé autour d'une ou de deux banques de compensation qui détiennent l'actif gagé et en transfèrent la propriété de l'emprunteur au prêteur, et vice versa lorsque le prêt est remboursé.

Le marché des accords de pensions tripartites a été mis à mal par la débâcle des marchés de titres émis par voie privée et adossés à des créances hypothécaires. Ces titres représentaient une large part des actifs gagés sur le marché des accords de pensions tripartites. Dès lors que la valeur et la note de crédit de ces titres ont chuté et qu'ils ont cessé de se négocier, le marché tripartite a souffert à la fois des décotes (pourcentage duquel le prêteur réduit la valeur d'une créance aux fins du nantissement) plus importantes nécessaires pour compenser la volatilité du marché des créances titrisées et les difficultés à fixer le prix de l'actif gagé, qui n'avait plus de valeur de marché.

Les crises des marchés des BTAA et des pensions tripartites ont propagé les problèmes de financement aux banques, aux sociétés de bourse et aux fonds spéculatifs qui s'étaient servis de ces instruments pour financer leurs placements. Ces marchés se sont réduits comme peau de chagrin. ■

Randall Dodd est économiste financier au Département du Trésor américain.