

CHAPITRE 8 : LES MARCHES MONÉTAIRES

- Une définition imprécise...

- Au sens large :

- = *ensemble des marchés qui permettent le financement des agents économiques.*

- Au sens étroit, distinction entre

- **Marchés financiers** : ± marchés des capitaux de long terme ou marchés boursiers) : financement de à long terme (En principe > 7 ans même si fluctuation)

- **Marchés monétaire** : ± marchés des capitaux de CT/MT (appelé auparavant marché interbancaire).

- Dans les deux cas >> Marchés "virtuels" sans échange physique*

- ...remise en cause par la globalisation financière : interconnexion des différents types de marchés :

- **Décloisonnement géographique** (des marchés nationaux) : 40% de la Bourse française est détenue par des étrangers par exemple !

- **Innovations financières de produits** qui permettent de passer d'un marché à l'autre : "la titrisation" ; "contrats de taux d'intérêt (sur le marché de produits dérivés)

- **Transnationalisation des acteurs** :

- Institutions financières

- Bourses : elles sont devenues des sociétés détenues par des acteurs privés (qui peuvent être étrangers).

I- Les marchés monétaires

A. Objectifs

En France, on les appelait « marchés interbancaires » jusqu'en 1985 et la réforme du marché monétaire - Ministre des finances : Bérégovoy avec laquelle on étend le marché monétaire aux grands groupes (cf *I-B.*).

1. Le Marché monétaire permet la redistribution entre les banques elles-mêmes de leurs déficits et excédents de liquidités.

- Lorsqu'elles subissent sur leurs dépôts des « **fuites** » (transformation en billets, vers autres banques) → besoins (ou excédents) de liquidités (ici du M1).

- Lorsqu'elles ont des besoins de **trésorerie** (exemple : elles ont prêté à 6 mois avec ressources à 3 mois donc **risque de taux** (si ils montent) → elles peuvent se prêter des ressources.

Remarques 1) La trésorerie = "la caisse", argent à court terme.

2) Le risque de taux : on ne connaît pas le niveau des taux futurs.

Exemple :

- Situation : La banque A a distribué un crédit à long terme (à taux fixe) de 100 adossé à une ressource à court terme de 100, elle court un risque de taux (si le taux à court terme augmente, la banque perd de l'argent).
- La banque B dispose d'un dépôt à long terme à taux fixe qu'elle a utilisé pour financer un crédit à court terme à taux variable (avance de trésorerie à une entreprise), elle court le risque de taux inverse de la banque A (si le taux à court terme baisse, la banque perd de l'argent)
 - >> Opération sur les marchés monétaires : Les banques peuvent annuler réciproquement ce risque en procédant sur le marché monétaire à un prêt croisé.

Rq : **Le prêt croisé** : on recherche une banque qui est dans une situation inverse à une autre.
But : annuler les risques.

2. Le Marché monétaire assure la régulation de la liquidité bancaire par la Banque centrale (élément de politique monétaire)

- Les banques ont besoin de liquidités "banque centrale".
- Elles peuvent préférer emprunter à la BC dans la mesure où ses taux sont plus intéressants, les emprunts sont plus sécurisés etc.

B. La réforme de 1985 :

- Création de deux segments :
 - **Le marché interbancaire** sur lequel les établissements de crédit sont libres de traiter entre eux toutes opérations.
 - **Le marché des bons du Trésor et des titres de créances négociables** : billets de trésorerie émis par les entreprises, les certificats de dépôts émis par les banques etc.
- Ouverture à de nouveaux acteurs non-financiers : les **entreprises, l'Etat**.

Exemple : une gestion plus active de la dette de l'Etat.

- Les besoins de trésorerie de l'Etat (= liquidités) varient au cours de l'année et du mois en fonction des rentrées fiscales, du paiement des fonctionnaires etc.
- **L'Agence France Trésor** (récente, **agence gérant ces dettes** - AFT) **intervient sur le marché monétaire pour gérer les excédents et besoins de trésorerie de l'Etat** via :
 - des **prises en pensions de titres d'Etat** (= prêter de l'argent) : c'est à dire qu'en garantie des sommes qu'elle prête, l'AFT reçoit des titres d'Etat (depuis 95)
 - des **mises en pension de titres d'Etat** : ± le contraire des prises en pensions (depuis 98).
 - des **emprunts sur le marché interbancaire de l'euro** ou auprès de Trésors européens (depuis 99) = autre possibilité que le marché national.
 - des **"dépôts en blanc" (ou à sec)** : des dépôts sur le marché interbancaire de l'euro, c'est-à-dire des prêts sans que l'AFT reçoive des titres en garantie des montants prêtés. Instrument utilisé pour des opérations d'une durée inférieure à trois jours (depuis 2000).

Deuxième exemple : les (grandes) **entreprises** peuvent sur le marché monétaire :

- **Financer leurs besoins de financement** (émission de billets de trésorerie) (infra)
- **Prêter leurs liquidités excédentaires** (achat de billets de trésorerie)

• La détérioration de la conjoncture économique va augmenter les besoins de trésorerie (cf ppt => les Billets de trésorerie émis à des taux qui sont un peu au-dessus du taux interbancaire européen EONIA (dans l'exemple 8pts de base au dessus du taux EONIA).

Remarques :

- 1) Différents types de taux ! Les plus intéressants : les taux directeurs de la BC (taux plancher) : on ne trouve pas mieux (mais tout le monde n'y a pas accès > juste les banques).
- 2) Le point de base : un centième de %. 8 pts de base : 0,08%

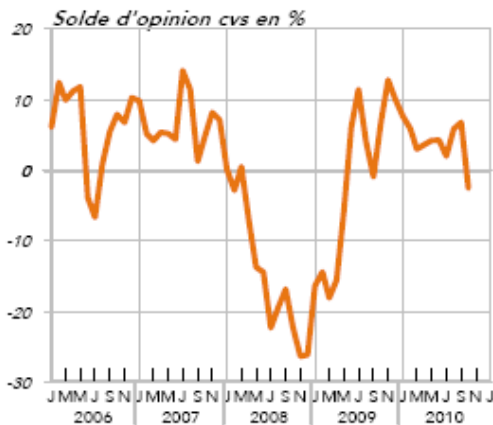
Rappel : **le temps et le taux d'intérêt sont corrélés** = plus le temps est long, plus le taux est haut.

Les principaux émetteurs de BT (= les emprunteurs) (cf. ppt) ?

- ACOS : l'agence qui gère les besoins de la Sécurité Sociale.
- AXA

Mais les sociétés étrangères empruntent également sur le MM français :

- ArcelorMittal
- Nestlé

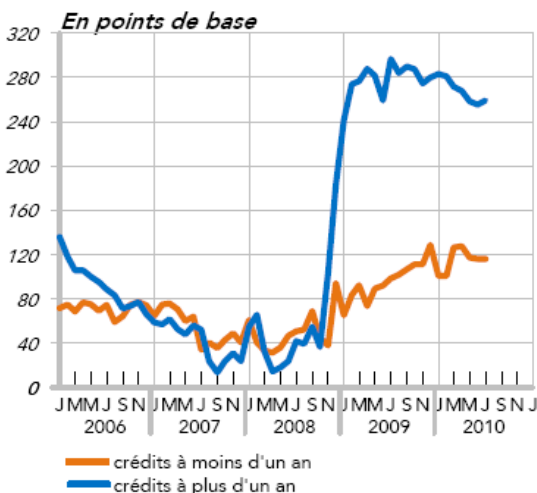


Idée : les entreprises ont besoin d'argent « liquide » (du court terme).

Question posée aux entreprises : Votre situation de trésorerie globale est-elle, par rapport au mois précédent, améliorée (>0) ? Au même niveau ? dégradée (<0) ?

← Réponse

→ **La crise dégrade la Trésorerie des entreprises.**
-20% : il a plus d'entreprises qui pensent que leur trésorerie s'est dégradée plutôt qu'améliorée.



...Donc **les taux demandés par les prêteurs montent !**

← Ecart de taux entre nouveaux crédits et Euribor (taux interbancaire) à trois mois.

→ Les grandes entreprises françaises qui interviennent dans le MM empruntent à 8 pts de base quand tous les autres empruntent à des taux bien plus élevés.

C. Les instruments du Marché Monétaire (en Europe)

- **Marché de la pension livrée** (repos, « repurchase agreements ») : opérations de prêts et emprunts contre **remise de garanties** (titres) entre deux contreparties.
>>> je livre/j'emprunte.
- **Le marché en blanc** : échange de la liquidité par prêts et emprunts **sans garantie**.
- **Des instruments dérivés de taux** : pas d'échange de liquidités, mais couverture sur des taux d'intérêt.
- **Marché des TCN** : on émet (ou souscrit)

Rq : Les billets de trésorerie émis par les grandes entreprises diminuent (elles empruntent moins).

II- les marchés financiers (sens étroit) : "la Bourse"

Rappel : le financement est possible par :

- Le crédit bancaire
- Le marché financier dans lequel on trouve :
 - Bourse de valeur
 - Marché des produits dérivés
 - Bourse des matières premières
 - ??? les marchés immobiliers ???
 - Marché monétaire
 - + Interbancaire
 - + marché monétaire

→ Avec une passerelle de plus en plus importante entre le marché financier et le crédit bancaire.

A. Vue d'ensemble

- Durée des titres généralement **7 ans**. Mais actions liées à l'entreprise : **potentiellement illimité**.
 - Une gestion par une société privée et européenne : **Euronext** (fusion des bourses d'Amsterdam (AEX), de Bruxelles (BXS), et de Paris (ParisBourse, 2000). Maintenant, **Euronext est en liaison avec NYSE** (New York Stock Exchange).
 - Aujourd'hui sur la bourse française : **6 marchés au comptant dans 5 pays** (Belgique, France, Pays-Bas, Portugal, USA)

Rappel :

Une action : titre de propriété qui donne le droit à un revenu appelé dividende et donne un droit de vote.

Une obligation : titre de créance. On retrouve les prêts/emprunts de marché.

- Depuis mai 2005, les marchés d'actions français sont composés de :

→ Un **marché réglementé Eurolist** d'Euronext (CAC 40 en France) :

Toutes les entreprises cotées sur ce marché réglementé sont, en outre, soumises aux mêmes **règles de communication financière définies par l'AMF** Agence des Marchés financiers (le gendarme de la bourse). Les nouvelles entreprises introduites en bourse obéissent à des **conditions d'admission identiques**.

→ Deux marchés moins ou pas réglementés Alternext et Marché libre :

- **Alternext** : destiné aux **PME qui souhaitent lever des capitaux sur la zone euro**, en bénéficiant d'une procédure de cotation simplifiée ou qui ne remplissent pas les conditions nécessaires à une admission sur l'Eurolist. En partie contrôlé par Euronext. Appelé en France "le second marché" voire le "NASDAQ français".

- **Marché Libre** (créé en 1996) accueille les **entreprises encore trop jeunes ou trop petites** pour accéder à l'un des compartiments du marché réglementé.

- Un classement mondial :

Capitalisation boursière : valeur en bourse d'une entreprise mesurée par la valeur de l'action multipliée par le nombre d'actions émises.

La zone Amérique domine : plus du 1/3 pour les USA !

Market capitalization (year-on-year)	September 2010 (USD bn)	% change / August 2009
Americas	20 147	13.2%
Asia Pacific	15 809	18.0%
Europe - Africa - Middle East	14 244	12.9%
Total WFE	50 200	14.6%

Rq : Euronext Paris et comparaison avec 2009 : cf. PPT

- **L'Etat français** augmente ses émissions. Il reste le **principal support des bourses**. En 2008 : la France a levé 448 Mds quand les entreprises seulement 112 Mds (± 25%). Les obligations sont émises à l'étranger : Francfort, NYC, Dubai etc.

= la Bourse sert beaucoup à l'Etat.

B. Les instruments :

1. Les actions :

- **Droit de propriété** sur la firme qui les a émises, exercé par un droit de vote en Assemblée Générale.

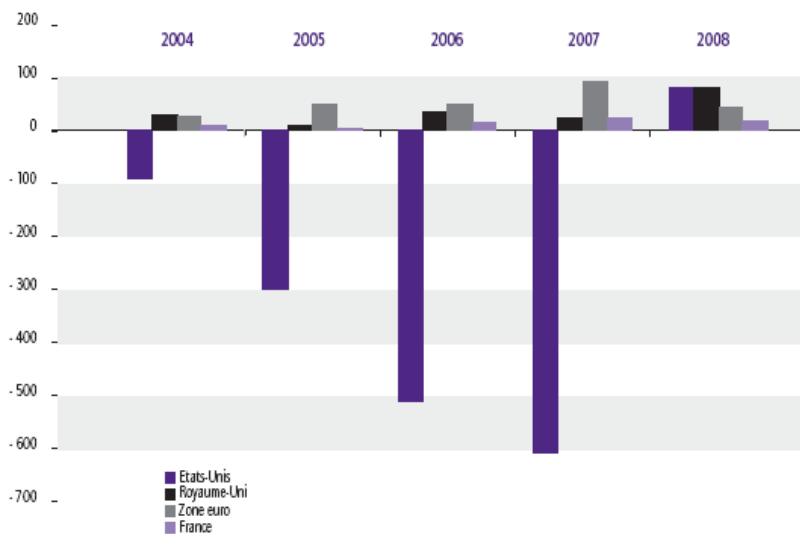
- Elles donnent droit à un « **dividende** » (part du profit de l'entreprise décidée en A.G.)

- Elles sont **échangées sur le marché secondaire** (= la "bourse" de tous les jours) à un prix qui varie tous les jours. Elles peuvent donc changer de propriétaire.

- **La Bourse contribue peu au financement des entreprises françaises** et encore moins depuis la crise financière (mais beaucoup à celui de l'Etat).

- On ne se contente pas d'émettre des actions, **les entreprises rachètent également leurs propres actions** (ce qui explique les émissions négatives en mai 2008 (cf ppt) ! Par conséquent, les actions "sortent" de la Bourse. Processus de plus en plus répandu : stratégie privilégiée à l'innovation, R&D, valorisation humaine etc.

But : éviter qu'une autre entreprise concurrente/étrangère s'approprie leur capital flottant.



⇒ Ces sorties sont d'autant plus **importantes aux Etats Unis** (surtout en 2007) :

Emissions nettes d'actions par les sociétés cotées (émissions diminuées des rachats-annulations, en milliards d'euros) Etats-Unis, Royaume-Uni, zone euro et France.

Idée : La Bourse de Wall Street ne contribue pas non plus au financement des entreprises

2. Obligations

- Titre de créance/dette contractuel
- **Rémunération fixe ou variable** (indexée sur un taux de marché, par exemple l'indice CAC 40)
- **Durée de vie limitée** : 2 à 30 ans (sauf emprunt perpétuel)
- Echangées sur le marché secondaire à un prix qui varie tous les jours
- Volume bien **plus important que le volume des actions**.

3. Des produits hybrides créés par la globalisation financière :

- La distinction traditionnelle entre fonds propres (actions) et dette obligataire/dette bancaire a laissé place à une **sophistication des montages avec un continuum d'instruments diversifiés** :
 - des obligations convertibles en actions,
 - actions préférentielles garantie d'un dividende fixe
 - titrisation des dettes bancaires
- La différence est moins celle qui existait auparavant (droit de propriété/créance) et plus la **multiplication des couples risque/rendement** différents

C. Déterminants du cours de ces instruments

• **Principe : un actif financier est régi par le couple (opposé) risque/rendement qu'il s'agit d'optimiser :**

→ Plus le risque est grand, plus l'espérance mathématique (= moyenne des probabilités) de gains doit être importante

→ Plus le risque est minime, moins l'espérance de gains sera importante

Par conséquent, une action plus risquée, doit en principe rapporter plus de revenus qu'une obligation

Rappel : La monnaie, considérée comme un actif totalement liquide, a un rendement nul (Keynes)

1. La formation du cours d'une obligation

• Selon le principe de l'offre et de la demande (cf. schéma ci dessous). Principe de base : **Le cours d'une obligation dépend de l'évolution des taux d'intérêt.** Le cours évolue toujours dans la direction opposée au niveau des taux. Si les taux baissent, le cours d'une obligation progresse, et si les taux montent, son cours recule.

Taux du marché ↑ - cours de l'obligation ↓

Taux du marché ↓ - cours de l'obligation ↑

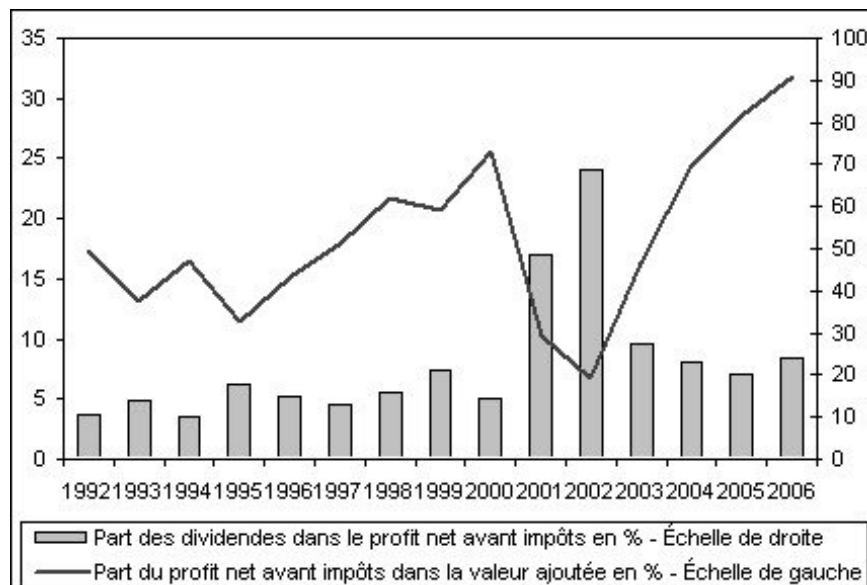
• Les Déterminants :

→ Evolution de l'activité et des profits de l'entreprise (avec prise en compte du contexte mondial, macroéconomique, sectoriel, etc.)

→ Politique de répartition du profit (réinvesti ou redistribué, cf. schéma ci-dessous)

→ Comportements "mimétiques" : analyse tendancielle formée par les experts

→ Par référence au niveau des taux de rendement des obligations (prime de risque)



- L'évolution de la structure de répartition du profit net des entreprises du SBF 250_ selon ses destinations finales sur moyenne période : **Les entreprises allouent moins de ressource à leur désendettement et plus aux dividendes.**

(en pourcentage)

	1988-1996	1997-2006	Écarts
Profit net avant impôts	100,0	100,0	0,0
Impôts	26,3	34,0	7,7
Profit net après impôts	73,7	66,0	-7,7
Intérêts (portant sur la dette financières nettes)	38,2	20,9	-17,3
Résultat net	35,5	45,1	9,6
Dividendes	11,2	23,8	12,7
Capacité / Besoin de financement	24,3	21,3	-3,0

3. La formation des produits sur les marchés de produits dérivés :

- Définition : **contrats dont la valeur dépend** (ou « dérive ») **de celle d'un actif ou d'un indice sous-jacent** (CAC40, indice prix du pétrole, indice de taux de change etc).

- Trois grands types :

→ **Futures** : contrat ferme d'opération à terme (cf chapitre 6 : "des \$ pour des €")
 → **Options** : contrat asymétrique (les deux parties ne sont pas dans les mêmes positions) conférant à l'acheteur le droit d'exercer son contrat moyennant le paiement d'une prime au vendeur. Deux types : call (option d'achat) / put (option de vente)

→ **Swaps** : échange de modes de financement entre deux entités (par exemple échange de taux d'intérêt).

- **Des volumes qui dépassent l'entendement** : transactions quotidiennes sur les marchés des changes (BRI) : transactions quotidiennes avril 2010 : 4 000 Mds de \$

- A comparer avec l'économie 'réelle'

PIB mondial 2009 : 7 0000 Mds \$

Commerce mondial 2009 : 15 400 Mds \$

>>> Il suffit de quinze journées de transactions sur le marché des changes pour réaliser le PIB mondial.

Rq : Les banques réalisent 75% des échanges sur le marché des changes.