

III. Études

Marchés monétaires et obligataires: déplacement des références

L'éventualité d'une contraction notable de l'encours des titres du Trésor des États-Unis amène à se demander comment le marché obligataire en dollars EU au sens large pourrait alors fonctionner; ces titres jouent, en effet, un rôle important pour les acteurs du marché: références pour la fixation des prix d'autres valeurs, instruments de couverture et de positionnement en termes de durée et de volatilité, actifs sous-jacents pour les contrats à terme et sûretés pour certains emprunts.

Pour répondre à cette question, peut-être faudrait-il remonter à près d'un siècle, afin d'examiner les mécanismes du marché obligataire des États-Unis avant la Première Guerre mondiale, alors que les titres de la dette publique étaient peu répandus. Cependant, nombre d'éléments qui contribuent aujourd'hui au fonctionnement des marchés des capitaux, tels que les titres adossés à des hypothèques, les contrats à terme et les options, n'existaient pas, de sorte qu'il paraît difficile de tirer des enseignements concluants de cette époque. La présente étude examine la question sous l'angle de l'évolution du rôle des valeurs du Trésor et autres titres de dette sur le *marché monétaire* américain durant les deux dernières décennies, pour voir si certaines conclusions pourraient s'appliquer au *marché obligataire* du dollar. Il s'agit donc d'une période où les instruments de financement modernes avaient déjà cours.

Il apparaît surtout que, sur les deux dernières décennies, les instruments privés ont éclipsé les titres de la dette publique, malgré leur croissance rapide, en tant que références sur le marché monétaire américain. Il s'est agi, en fait, d'un déplacement progressif, les opérateurs jugeant avantageux d'utiliser d'abord un instrument, puis un autre, en fonction du choix prépondérant des autres intervenants. Dernièrement, le marché obligataire s'est peu à peu détourné des titres d'État et aurait pu continuer dans cette voie même s'il n'y avait pas eu de réduction de l'encours de ces titres. Sous cet angle, donc, toute contraction durable de l'offre d'obligations du Trésor des États-Unis ne ferait qu'amplifier cette tendance.

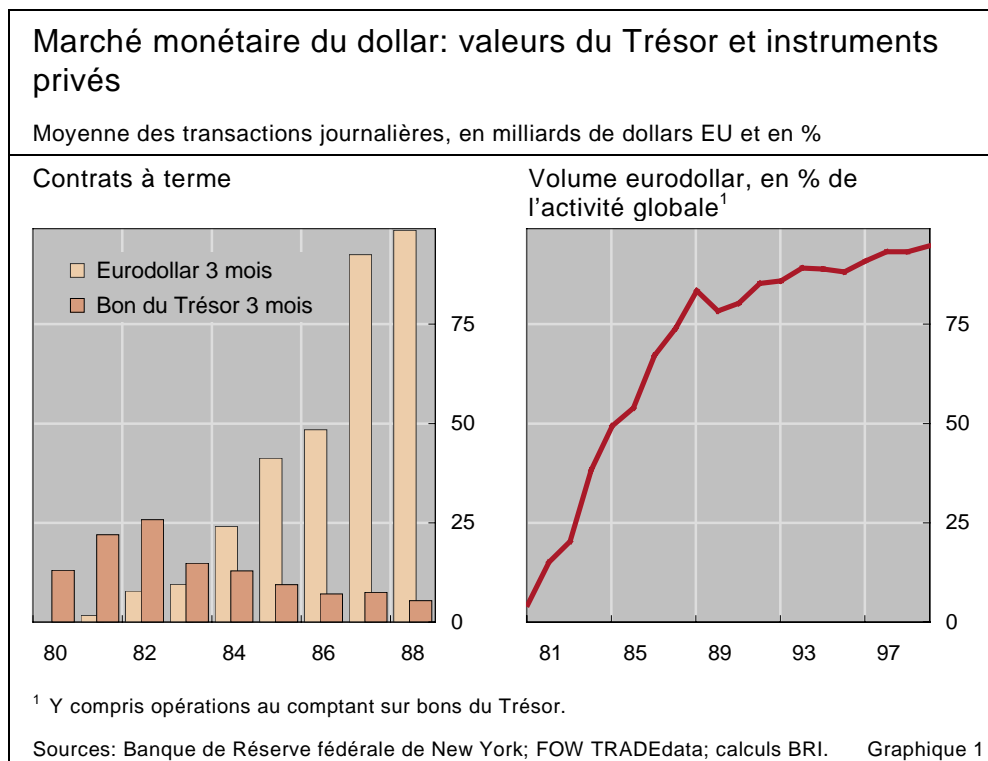
Le marché
monétaire du
dollar a opéré un
déplacement ...

... les opérateurs
ayant opté pour
une autre
référence

Marché monétaire: déplacement des références

Sur le marché monétaire, les bons du Trésor bénéficiaient autrefois d'un statut privilégié: références pour la fixation des prix, instruments de couverture et de positionnement ainsi qu'actifs sous-jacents pour les contrats à terme. Il y a vingt-cinq ans, un contrat à terme sur bon à 3 mois était lancé sur un marché au comptant déjà bien fourni. Son succès fut rapide et, à l'été 1982, il représentait un volume d'activité journalier supérieur à celui des transactions au comptant sur bons du Trésor des courtiers déclarants.

En 1981, un contrat à terme sur une «famille» de certificats de dépôt de grandes banques américaines était proposé, avec livraison au comptant des certificats des dix premiers de ces établissements. Après un bon départ, ce contrat souffrit, à partir d'août 1982, de la sélectivité accrue des investisseurs pour la qualité de la signature des banques au lendemain de la crise de la dette des pays en développement. Une variante de la loi de Gresham s'appliqua alors, faisant des certificats des banques moins bien jugées les instruments les moins chers à livrer sur le contrat à terme. Ce contrat finit par disparaître, le mauvais crédit chassant le bon et la crise latino-américaine pesant sur la tarification.



Au printemps 1982, cependant, un contrat à terme sur taux bancaire, mieux conçu, commença de s'échanger à Chicago. S'appuyant sur une moyenne tronquée des taux affichés d'un groupe de banques internationales de première catégorie sises à Londres, ce contrat eurodollar donnait lieu à un règlement au comptant. En septembre 1982, un produit analogue, lancé à

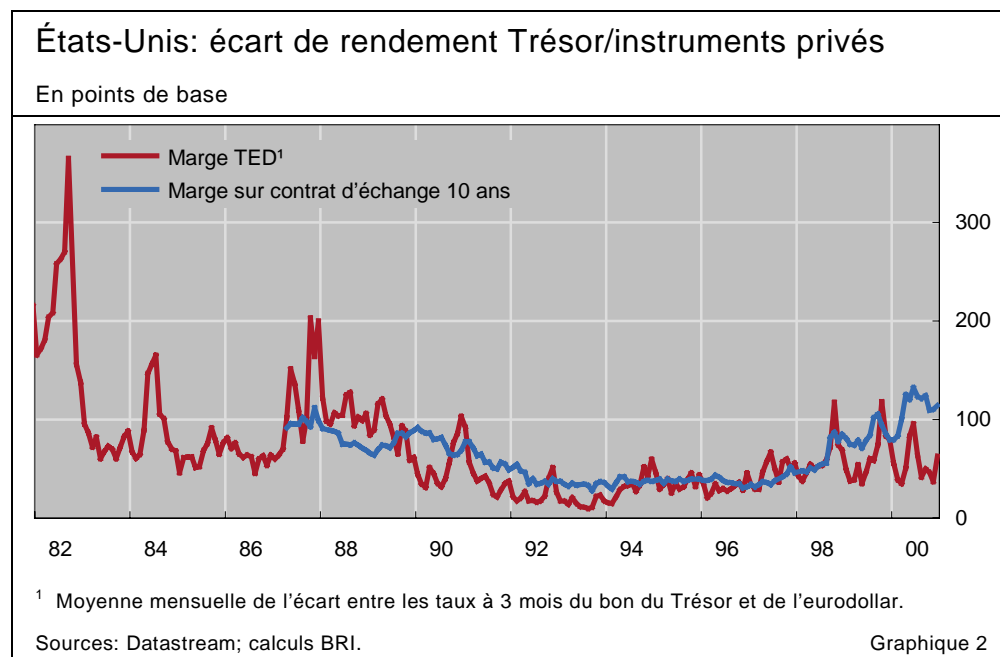
En 1982, la négociation d'un contrat eurodollar s'ouvre à Chicago ...

... et dépasse, deux ans plus tard, celle du contrat sur bon du Trésor

Le taux eurodollar suivait plus étroitement ceux des titres privés

Londres, permettait à la fois le règlement par livraison et par paiement comptant (pour éviter de tomber sous le coup de la législation britannique sur le jeu). Les opérations sur ces contrats progressèrent lentement et furent stimulées, dans le cas de celui de Chicago, par la proximité de sa corbeille de négociation et de celle du contrat sur bon du Trésor. Ce voisinage facilita les transactions sur la marge TED, correspondant à l'écart entre le taux du bon du Trésor et le taux eurodollar. L'activité sur ce dernier prit toutefois son essor en 1984, où elle dépassa le volume des transactions sur le contrat concurrent (partie gauche du graphique 1).

Cet envol a d'autant plus surpris que ce contrat ne portait pas, lui, sur un sous-jacent très actif. De plus, le contrat sur bon du Trésor reposait sur une meilleure assise de crédit, à savoir les recettes fiscales des États-Unis, et s'était imposé avant l'apparition de son concurrent. Pourquoi, alors, le contrat eurodollar est-il devenu la première référence sur le marché monétaire américain? Il semble que la qualité de la signature de l'État américain ait finalement joué à son détriment. Pour une banque désireuse de faire correspondre à court terme actif et passif, ou de se positionner par rapport aux anticipations générales de taux d'intérêt, le taux du contrat eurodollar donnait une approximation beaucoup plus proche de ses coûts d'emprunt et taux débiteurs marginaux que celui sur bon du Trésor américain. De même, les intermédiaires soucieux de protéger la valeur d'un portefeuille d'instruments à court terme, tels que certificats de dépôt, acceptations bancaires ou papier commercial, se sont rendu compte que le taux du contrat eurodollar suivait plus étroitement les taux de ces titres privés. En couvrant un portefeuille de titres privés avec une position courte en contrats à terme sur bon du Trésor, ils s'exposaient en fait au risque de base, c'est-à-dire à une augmentation de la marge TED.



Les périodes de turbulences sur le marché monétaire illustrèrent le risque induit par l'utilisation d'un taux public pour représenter des taux privés. Au printemps 1984, les graves difficultés de Continental Illinois déclenchèrent une recherche de la qualité, qui entraîna un élargissement brutal de la marge TED (graphique 2). Les positions longues sur effets privés, couvertes approximativement par une position courte en bons du Trésor, furent inefficaces, donnant lieu à des pertes des deux côtés, le prix des effets privés baissant tandis que celui des bons du Trésor montait.

En 1984, la recherche de la qualité voua à l'échec les stratégies de couverture par bons du Trésor

Les augmentations brutales et considérables de la marge TED pouvaient également refléter des déséquilibres entre l'offre et la demande. Au printemps 1987, la forte demande de bons du Trésor, émanant des banques centrales qui venaient d'intervenir pour soutenir le dollar, s'est heurtée à une offre moins abondante, suite à des recouvrements d'impôts plus élevés que prévu. Les épisodes de cette nature ont contraint les opérateurs à reconsidérer leurs pratiques traditionnelles, au point de saper le net avantage en termes de liquidité offert par le contrat sur bon du Trésor.

Cette tendance au remplacement d'un instrument d'État par un instrument privé s'est généralement renforcée dans le cadre d'un processus de «déplacement des références». Un tel déplacement dénote une situation stratégique, dans laquelle les avantages d'un choix, pour un acteur donné, dépendent de manière positive d'un choix analogue opéré par d'autres⁸. En l'occurrence, à mesure que les banques ou autres intermédiaires passaient, les uns après les autres, du contrat sur bon du Trésor au contrat eurodollar, ce dernier gagnait en profondeur et en liquidité et devenait plus attrayant. Ce processus n'est toutefois pas allé à ses limites, en ce sens que le contrat eurodollar a supplanté son concurrent du Trésor, mais sans l'éliminer complètement (partie droite du graphique 1)⁹.

Dynamique du déplacement des références

Il est intéressant de se demander si cette coexistence de deux contrats résulte du jeu du marché ou bien de conditions juridiques et institutionnelles plus favorables aux bons du Trésor. Ainsi, jusqu'à une date récente, les taux des prêts étudiants de US Student Loan Marketing Association ont continué d'être référencés sur les taux des bons du Trésor; puis, en 1999, les banques ont fini par obtenir du Congrès de se fonder sur un instrument privé¹⁰.

⁸ Thomas C. Schelling, *Micromotives and Macrobehavior* (New York: Norton, 1978). Voir également BRI, 70^e Rapport annuel (Bâle: juin 2000), pp. 124-127.

⁹ Marcia Stigum, *The Money Market*, 3^e édition (Homewood, Illinois: Dow Jones-Irwin, 1990), p. 757, s'interroge sur l'existence des contrats à terme sur bons du Trésor (*Bill Futures: a Dying Contract?*).

¹⁰ A la demande des banques, le Congrès a intégré dans *Higher Education Amendments Act* de 1998 une directive chargeant le Congressional Budget Office d'étudier la possibilité de ne plus utiliser comme références les taux des bons du Trésor, mais ceux des contrats eurodollar (Libor), ou d'un autre instrument privé, pour les taux des prêts étudiants. En 1999, dans *Ticket to Work and Incentives Improvement Act*, le Congrès a décidé de prendre provisoirement, jusqu'en 2003, un autre taux: celui du papier commercial à 3 mois, qui suit généralement de près le Libor. Voir Congressional Budget Office, *A Framework for Projecting Interest Rate Spreads and Volatilities*, memorandum, janvier 2000. Ce choix peut sembler curieux. Le fait que le taux du papier commercial à 3 mois évolue dans le sillage du Libor est le seul attrait de cet instrument: Stigum, *op. cit.*, p. 728, note d'ailleurs qu'un contrat à terme sur un effet commercial A-1, P-1 à 90 jours n'a jamais suscité beaucoup d'intérêt, car le

Marché obligataire: déplacement des références?

Sur l'obligataire, un déplacement requiert une solide référence privée

Le marché obligataire risque-t-il d'adopter comme référence un instrument privé? Au vu de ce qui précède, la réponse à cette question pourrait dépendre de l'existence d'une référence privée solide et de l'apparition de fluctuations spectaculaires de la marge entre instruments publics et privés.

En l'absence d'un taux privé standard, il est peu probable qu'un instrument privé supplante les valeurs du Trésor. Ce qu'il faudrait, c'est une forme de convention concernant la portion longue de la courbe des rendements, analogue à une moyenne tronquée des taux à 3 mois d'un groupe de banques, qui sert de référence privée uniforme et de haute qualité sur le marché monétaire du dollar. Les moyennes, depuis longtemps disponibles, des rendements sur l'encours des obligations privées de première catégorie ne présentent pas les caractéristiques requises. Cependant, depuis le milieu des années 80, le marché des dérivés de gré à gré fournit une autre solution intéressante: le taux fixe que les grandes banques sont disposées à négocier contre eurodollars dans le cadre d'un contrat d'échange de taux.

Le taux du contrat d'échange de taux d'intérêt présente des avantages par rapport à une moyenne de rendements obligataires

Il est avantageux à plusieurs égards de prendre le taux de ces contrats d'échange plutôt qu'une moyenne des rendements de l'encours d'obligations. Comme les nouveaux contrats d'une certaine durée sont négociés quotidiennement, leur échéance est constante d'un jour sur l'autre, contrairement à l'échéance moyenne de tout indice d'encours d'obligations. De plus, leurs taux sont cotés à leur valeur nominale, de sorte qu'ils sont épargnés par les effets fiscaux et comptables affectant le cours des obligations sur le marché secondaire, qui s'échangent avec une décote ou une prime.

L'épisode LTCM a souligné le risque des stratégies de couverture au moyen de contrats sur titres du Trésor

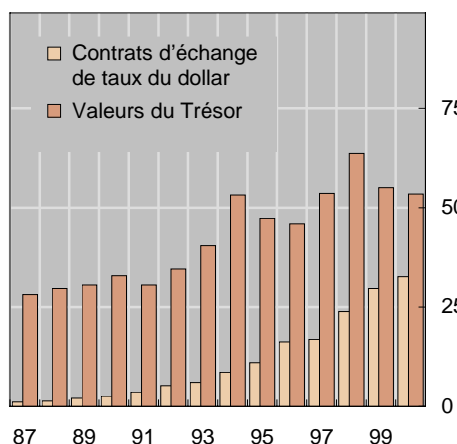
Depuis quelques années, le marché obligataire a subi des épisodes aussi traumatisants que la crise de Continental Illinois sur le marché monétaire. La chute de Long-Term Capital Management en 1998 a constitué le plus grave et a porté un rude coup aux pratiques de couverture d'instruments privés, tels que titres adossés à des hypothèques ou obligations d'entreprise, au moyen de positions courtes sur bons du Trésor ou obligations d'État, tant sur les marchés au comptant qu'à terme. Là encore, comme cette couverture était approximative, ces portefeuilles ont enregistré des pertes à la fois au niveau des positions longues sur titres privés et des positions courtes sur titres d'État. Plus récemment, les annonces de rachats d'obligations du Trésor américain ont généralement entraîné un élargissement des marges, de même que les déséquilibres de l'offre et de la demande avaient modifié les écarts sur le marché monétaire.

le marché réel du papier commercial concerne celui dont l'échéance initiale est inférieure ou égale à 30 jours.

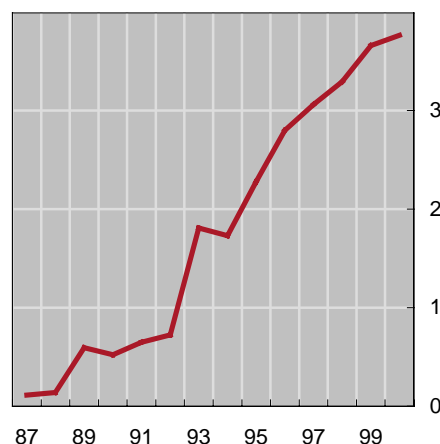
Marché obligataire du dollar: valeurs du Trésor et autres instruments

Moyenne des transactions journalières, en milliards de dollars EU et en %

Contrats à terme sur valeurs du Trésor et contrats d'échange



Contrats d'échange et instruments hors Trésor, en % de l'activité globale¹



¹ Activité obligataire: contrats d'échange; opérations au comptant et à terme sur valeurs du Trésor; obligations d'agences, euro-obligations et obligations planétaires en dollars EU.

Sources: Banque de Réserve fédérale de New York; banques centrales nationales; Cedel; Euroclear; FOW TRADEdata; ISDA; estimations BRI.

Graphique 3

En raison de l'existence d'une référence utilisable et d'épisodes de sévères élargissements des marges, les instruments privés supplantent aujourd'hui les titres du Trésor sur le marché obligataire des États-Unis. En d'autres termes, certains signes indiquent que la référence est de plus en plus le contrat d'échange au détriment du papier du Trésor. L'activité sur ces contrats (et sur les options correspondantes) est ainsi en progression par rapport à celle des contrats à terme et options sur valeurs du Trésor (partie gauche du graphique 3). Des résultats qualitatifs analogues sont obtenus en incluant les transactions au comptant (partie droite du graphique 3). Il convient de noter, en particulier, que les opérations sur titres du Trésor américain assortis de coupons ont culminé en 1998, tandis que celles sur instruments privés poursuivent leur expansion. La comparaison des parties gauches des graphiques 1 et 3, d'une part, et des parties droites, d'autre part, permet de penser que le processus en cours sur le marché obligataire atteint une ampleur semblable à celui qui a touché le marché monétaire au milieu des années 80.

Des signes montrent que la référence est de plus en plus le contrat d'échange au détriment du papier du Trésor

Chaque intervenant qui change de stratégie incite davantage les autres à faire de même

Comme sur le marché monétaire, les opérateurs sur l'obligataire ont un comportement gréaire¹¹. Ainsi, chaque intervenant qui renonce à utiliser des valeurs du Trésor pour couvrir des instruments privés enlève de la liquidité au marché de la dette publique et en ajoute à celui des contrats d'échange, ce qui incite les autres participants à faire de même.

Les contrats d'échange sont encore négociés de gré à gré ...

Pour l'avenir, les instruments privés sur l'obligataire pourraient toutefois s'avérer moins intéressants qu'ils ne l'étaient sur le marché monétaire au début des années 80, notamment parce que les contrats d'échange continuent d'être négociés de gré à gré, malgré des tentatives de création d'un marché organisé. Cette situation serait due, entre autres, au fait que la clientèle exige des contrats d'échange sur mesure. Même si l'explication est en partie fondée, il est indéniable également que les banques les mieux notées se sont opposées à toute centralisation. En effet, une structure centralisée aboutirait à l'uniformisation de la qualité de la signature des opérateurs et, partant, à une érosion de l'avantage concurrentiel des meilleures notations, en particulier de la préférence accordée actuellement par les investisseurs à un petit nombre de contreparties de relativement bonne qualité, étant donné que beaucoup de contrats courent sur plusieurs années (les opérateurs les plus actifs sur contrats d'échange de taux peuvent aussi bénéficier d'informations exclusives sur les flux d'ordres). Bien qu'il soit de plus en plus fréquent d'exiger des sûretés permettant aux signatures moins prestigieuses d'accéder au marché, les contrats d'échange sont probablement pénalisés par des coûts de transaction plus élevés et demeurent moins liquides que s'ils étaient négociés sur un marché organisé.

... mais les regroupements à l'échelle mondiale dans le secteur bancaire risquent de conduire à une négociation sur un marché organisé

Cependant, compte tenu des regroupements en cours à l'échelle mondiale dans le secteur bancaire, il risque de s'avérer plus difficile de limiter rigoureusement ces contrats au gré à gré. Les investisseurs qui prêtent attention à la cote de crédit des établissements sont de moins en moins en mesure de diversifier le risque de crédit de contrepartie, notamment dans leurs opérations sur dérivés. Paradoxalement, la concentration croissante des portefeuilles de contrats d'échange pourrait favoriser celle des transactions - sous la forme d'un marché organisé. Dans ce cas, le risque de contrepartie serait, bien entendu, supporté par ce marché, sur la base d'accords de répartition entre tous les participants.

¹¹ Dans la vue d'ensemble de l'étude intitulée *Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications* (Bâle, 1999), le CSFM examine les raisons de la concentration de la liquidité pour le marché des obligations d'Etat sur les émissions de référence (voir notamment pp. 15-16). Dans une des analyses composant cette étude, Michael Fleming et Asani Sarkar (*Liquidity in U.S. Treasury Spot and Futures Markets*) s'intéressent à la concentration de la liquidité sur des échéances spécifiques du marché du Trésor américain, tandis que Hideaki Higo (*The Change of Liquidity in the Life Cycle of Japanese Government Securities*) constate que certaines obligations d'Etat japonaises, qui étaient au départ des références, continuent de représenter un volume d'activité croissant, bien après avoir perdu ce statut.

Conclusion

La crainte que les marchés obligataires modernes ne puissent pas fonctionner efficacement en l'absence de titres d'État, et notamment des valeurs du Trésor américain, est probablement infondée. Sur le marché monétaire, les bons du Trésor ont d'ores et déjà cédé la première place aux engagements bancaires, et le même mouvement pourrait être en train de gagner l'obligataire. Peut-être s'avérera-t-il que le rôle central de la dette publique n'est rien de plus qu'un héritage de la finance en temps de guerre et qu'en période de paix les marchés sont naturellement enclins à faire confiance aux références privées. Sous cet angle, toute réduction prolongée de l'encours de la dette publique ne ferait qu'accélérer une tendance déjà bien engagée.

Cependant, même s'il en était ainsi, des questions délicates demeurent. Dans un environnement de forte contraction de l'offre de titres d'État, la recherche de la qualité pourrait-elle accentuer l'écart entre instruments publics et instruments privés, ce qui aurait des conséquences négatives pour la solvabilité des portefeuilles restant exposés à ce risque? Et, si les titres d'État venaient à disparaître, la tendance moderne qui délaisse les instruments privés pour les instruments publics en reviendrait-elle au système antérieur privilégiant le papier-monnaie, voire les espèces?

Toute réduction prolongée de l'encours de la dette publique ne ferait que conforter la confiance dans les références privées