

Chapitre 6

Le marché monétaire

Le marché financier est le lieu sur lequel sont émis et s'échangent les titres à court et très court terme. Il s'oppose au marché financier spécialisé dans les capitaux dont la durée est longue, supérieure à sept ans. Le marché monétaire est le marché de la liquidité.

Pendant longtemps, le marché monétaire français a été réservé aux banques et à quelques établissements non bancaires dont les activités les amenaient à disposer de grandes masses de liquidités et qui étaient de ce fait autorisés à intervenir sur le marché monétaire (les ENBAM qui étaient essentiellement institutionnels). Depuis le début des années quatre-vingt et la déréglementation financière, le marché monétaire est ouvert aux agents non financiers qui peuvent y intervenir en achetant ou en vendant des titres de créances négociables (TCN). Il existe donc désormais deux compartiments du marché monétaire :

- le marché monétaire au sens étroit, ou marché interbancaire, sur lequel les banques échangent des liquidités et la banque centrale exerce sa fonction de régulation monétaire ;
- le marché monétaire, au sens large, incluant les transactions sur les TCN avec les agents non financiers.

1. Le marché interbancaire

Le marché interbancaire a trois fonctions :

- a) la redistribution entre les banques elles-mêmes de leurs déficits et excédents de liquidités ;
- b) les ajustements des structures de trésorerie entre les banques ;
- c) la régulation de la liquidité bancaire par la banque centrale.

a) La redistribution entre les banques elles-mêmes de leurs déficits et excédents de liquidités

Nous avons vu, lorsque nous avons étudié les mécanismes microéconomiques de la création monétaire, que lorsqu'une banque distribuait du crédit *ex nihilo*, une partie de la monnaie qu'elle créait s'échappait de son « circuit » (la « fuite » hors de son réseau) pour être captée par les autres banques sous forme de nouveaux dépôts. La banque à l'origine de la création monétaire accroît donc ses besoins de liquidités et allège ceux des autres banques.

Sur l'ensemble d'une période donnée et compte tenu de la distribution de crédits de chaque banque et de sa collecte de dépôts, il existe des banques qui éprouvent des besoins de liquidités (à la marge, elles ont distribué plus de crédit qu'elles n'ont collecté de nouveaux de dépôts) et des banques qui ont des liquidités en excédent (à la marge, elles ont distribué moins de crédits qu'elles n'ont collecté de nouveaux dépôts).

Comme les liquidités déposées à la banque centrale ne rapportent aucun intérêt ou un intérêt faible, les secondes ont souvent intérêt à prêter aux premières les liquidités en excédent qu'elles détiennent contre paiement d'un intérêt. Le taux de ces intérêts est le taux interbancaire.

Ce premier équilibrage du marché de la liquidité par les transactions monétaires entre les banques ne saurait être complet puisque l'ensemble des banques prises comme un tout éprouvent des besoins ou disposent d'excédents globaux de liquidités, selon l'évolution des facteurs de la liquidité bancaire.

b) Les ajustements de trésorerie entre les banques

Nous avons vu (fonction des intermédiaires financiers) que la fonction d'intermédiaire financier exposait structurellement les banques à certains risques : risque de taux, risque de change, risque de liquidité.

Pour limiter ces risques, les banques peuvent procéder entre elles à des opérations d'échanges – éventuellement temporaires – d'actifs sur le marché monétaire.

Par exemple, si 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).

S'il existe une banque B, au contraire, qui dispose d'un dépôt à long terme à taux fixe qu'elle a utilisé au financement d'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).

Les banques peuvent annuler réciproquement ce risque en procédant sur le marché monétaire à un prêt croisé.

c) La régulation de la liquidité bancaire par la Banque centrale

On a vu qu'à cause de la transformation des dépôts en billets, et à cause des réserves obligatoires, les banques souffraient chroniquement d'un manque de liquidités. Il s'agit des banques dans leur ensemble, et compte tenu aussi des apports du Trésor et de l'extérieur (cf. la partie relative aux facteurs de la liquidité bancaire).

C'est le rôle de la banque centrale de régler l'alimentation en liquidités du circuit bancaire, en fonction de certains objectifs (de prix, de taux d'intérêt, de taux de change, de chômage...) et avec certains instruments. Elle le fait sur le marché monétaire, et plus précisément, compte tenu des définitions précédentes relatives aux compartiments du marché monétaire, sur le marché interbancaire.

1.1 Les intervenants

Le marché monétaire n'a pas de localisation précise, les transactions se font par les moyens de télécommunications, télex, téléphone, et de plus en plus désormais informatiques.

1.1.1 Les intervenants

L'accès au marché monétaire est réglementé par le Comité de la réglementation bancaire. Les principaux intervenants sont :

- les établissements de crédit, certains (les banques AFB) de ces établissements de crédit sont structurellement emprunteurs, d'autres sont structurellement prêteurs (Crédit agricole) ;
- le Trésor public qui est, en général, un emprunteur structurel en raison des déficits chroniques du budget de l'État ;
- la CDC est un prêteur structurel à cause des liquidités collectées par les Caisses d'Épargne qui lui sont rétrocédées (cf. infra) et de l'obligation qui lui est faite de respecter un ratio de liquidité afin de toujours pouvoir faire face à une demande de conversion exceptionnelle de dépôts en billets ;
- la Banque de France, qui intervient pour le compte de la Banque centrale européenne, afin de réguler la liquidité bancaire en vue des objectifs fixés par le traité de Maastricht.

1.1.2 Les intermédiaires

Sur le marché interbancaire, deux types d'intermédiaires opèrent l'ajustement des offres aux demandes :

- les « agents du marché interbancaire » (AMI), au nombre d'une trentaine. Ils ont succédé aux maisons de courtage, sont rémunérés par des commissions payées par l'emprunteur et n'assurent aucune garantie de bonne fin des opérations ;
- les organisateurs principaux du marché (OPM) constitués des maisons de réescompte (six), la BFCE, la CDC et dix-huit grands établissements de crédit. Ils interviennent à leurs risques et périls en leur nom propre en empruntant à certains établissements (en général à très court terme) pour reprêter à d'autres établissements (en général à plus long terme) et se rémunèrent par la différence des taux.

1.2 Le système des règlements

Pour être effective, l'intégration monétaire européenne devait reposer sur un système de transactions sur le marché interbancaire offrant de façon sûre la possibilité d'opérer instantanément les

échanges de liquidités bilatéraux souhaités par toutes les banques de la zone, quelle que soit leur localisation. C'était à cette condition que le taux d'intérêt pouvait être unique et qu'il pouvait refléter le mieux possible l'état de liquidité de l'ensemble des banques appartenant au système Euro. C'est à cette fin qu'a été mis en place dans l'ensemble de la zone un système de paiement en euros. Appelé TARGET (Trans-european Automated Real-time Gross settlement Express Transfer, ou système de transferts express automatisés transeuropéens à règlement brut en temps réel), ce système se compose :

- de quinze systèmes nationaux de Règlement Brut en Temps Réel (RBTR) (Real Time Gross Settlement ou RTGS en anglais) ; en France, ce système est le TBF (Transfert Banque de France) ;
- d'une interconnexion entre ces systèmes par le biais d'une plate-forme unique pour les paiements transfrontière ;
- d'un mécanisme de paiement de chaque système national avec la BCE.

Ce système est principalement destiné aux opérations de politique monétaire et aux transactions interbancaires de « gros » (montants élevés). Il peut aussi être utilisé pour les paiements de la clientèle et les transactions transfrontière de faible montant.

Sa principale caractéristique est de traiter chaque opération séparément, successivement et instantanément – d'où sa dénomination de règlement brut en temps réel – c'est-à-dire de n'opérer ni accumulation de dettes pendant une période donnée, ni consolidation entre des paiements de sens opposés sur une même période (par exemple, en fin de journée, la banque A règle à la banque B la différence entre les dettes de A à l'égard de B et les créances de A sur B accumulées pendant toute la journée), comme un système de règlement net le ferait.

Ce système est plus sûr puisqu'il permet de détecter instantanément, au premier défaut de règlement, les établissements qui ne peuvent pas faire face à leurs obligations interbancaires, mais il oblige les banques à détenir un montant de liquidités plus élevé.

1.3 Les quatre compartiments principaux du marché interbancaire

On distingue quatre compartiments principaux du marché monétaire : le marché en blanc, le marché de la pension, le marché des instruments dérivés, le marché des TCN.

- Le marché en blanc est un marché d'échange de la liquidité sur lequel les transactions se font sans garantie. C'est sur ce marché que les taux EONIA et EURIBOR (cf. infra) sont calculés. Le marché en blanc est un marché de très court terme (85 % des volumes sont au jour le jour).
- Le marché de la pension recouvre les opérations de prêts et emprunts contre remise de garantie. Il est plus sûr que le marché en blanc mais à cause des formalités qu'il exige, il est plus coûteux et moins rapide.
- Le marché des produits dérivés de taux (cf. supra) est un marché d'arbitrage, de couverture et de spéculation. Le marché des swaps de taux d'intérêt bénéficie également, au titre du ratio de solvabilité, d'un taux d'immobilisation de fonds propres favorable. C'est pour cette raison que ce marché est devenu, en termes de volumes traités, le premier compartiment du marché monétaire de la zone euro.

1.4 Les taux d'intérêt sur le marché interbancaire

Le taux d'intérêt appliqué à chaque transaction interbancaire sur des liquidités dépend des titres qui servent de support à l'opération et de la durée du prêt de liquidité correspondant. Il y a donc autant de taux d'intérêt que de types de transactions bilatérales.

Néanmoins, sont calculés par les autorités monétaires et les organismes performants des taux d'intérêt interbancaires globaux à partir de ces taux microéconomiques individuels afin d'évaluer et de suivre l'état de tension du marché de la liquidité bancaire. Il en existe deux principaux :

- EONIA (Euro Overnight Index Average, en français TEMPÉ, taux européen moyen pondéré au jour le jour en euros) est un indicateur du taux d'intérêt des prêts au jour le jour entre les banques. Il prolonge le TMP (taux moyen pondéré) des opérations interbancaires calculé jusqu'en 1998 par la Banque de France. Précisément, EONIA est la moyenne pondérée des taux d'intérêt des prêts au jour le jour en blanc déclarés par un panel d'établissements de crédit de premier plan de la zone euro.

- EURIBOR (European Interbank Offered Rate, en français TIBEUR, taux interbancaire offert en euros) est un indicateur du taux d'intérêt des prêts pour différentes échéances mensuelles, jusqu'à un an, entre les banques. Il prolonge le PIBOR (TIOP en français, taux interbancaire offert à Paris), qui était calculé par l'AFB avant le lancement de l'euro. EURIBOR est calculé par l'Association cambiste internationale (ACI) et la Fédération bancaire européenne, selon les mêmes principes qu'EONIA. C'est sur EURIBOR que sont en général indexées les émissions obligataires à taux variable.

2. Les instruments de la politique monétaire du SEBC¹

Pour atteindre les objectifs qui lui sont assignés par le traité, le SEBC dispose de trois séries d'instruments de politique monétaire : l'*open market*, les facilités permanentes et les réserves obligatoires. À chacun de ces instruments sont associées des « contreparties éligibles », les intermédiaires auxquels peuvent s'appliquer directement ces instruments.

2.1 Les contreparties éligibles

Afin de respecter l'égalité de traitement des établissements dans la zone euro et de s'assurer que les intermédiaires financiers avec lesquels elle contracte remplissent certaines exigences de nature prudentielle et opérationnelle, le SEBC a établi des critères d'éligibilité à ses opérations monétaires, les établissements satisfaisant à ces critères sont appelés « contreparties éligibles ». Leur nombre se situe entre 8.000 et 9.000.

Pour les opérations fermes aucune restriction n'a été posée. Pour les facilités permanentes et les opérations d'*open market* effectuées par voies d'appel d'offres normaux, seuls les établissements assujettis à la constitution de réserves sont éligibles. Ils doivent présenter une situation financière n'appelant pas de réserves et dans le cas général être assujettis à une des formes de surveillance harmonisée au niveau de l'Union (deuxième directive de coordination bancaire 89/646/CEE du Journal officiel des Communautés européennes, n° L386 du 30 décembre 1989). Pour les opérations fermes, il n'existe pas de limitation. Pour les opérations d'échanges de devises les appels d'offres rapides et les opérations bilatérales, ne sont éligibles pour l'essentiel que les établissements étant en mesure de mener des opérations de volume important.

2.2 Les opérations d'*open market*

Ces opérations jouent un rôle décisif pour le réglage de la liquidité bancaire, la détermination des taux d'intérêt et la fixation des orientations de la politique monétaire que le SEBC souhaite donner au marché.

2.2.1 Les instruments

Pour ces opérations, le SEBC dispose de cinq types d'instruments : les opérations de cession temporaire (sous forme de pensions ou de prêts garantis) qui constituent le moyen d'intervention le plus utilisé, les opérations fermes, l'émission de certificats de dette, les opérations d'échange de devises et enfin les reprises de liquidités en blanc.

- Les opérations de cession temporaire sont des opérations par lesquelles le SEBC achète ou vend des actifs éligibles dans le cas d'accord de pension ou octroie des prêts garantis par des actifs éligibles.

Dans le cas d'un accord de pension, la propriété de l'actif est transférée au créancier et les parties prévoient de dénouer l'opération par une rétrocession inverse de l'actif au débiteur à une date ultérieure.

Dans le cas d'un prêt garanti, une sûreté opposable est constituée sur l'actif qui demeure la propriété du débiteur.

¹ BCE, « La politique monétaire en phase III. Documentation générale sur les instruments et procédures de la politique monétaire du SEBC », septembre 1999.

- Les opérations fermes sont des opérations par lesquelles le SEBC achète ou vend ferme sur le marché des actifs éligibles. Elles impliquent le transfert de la pleine propriété du titre du vendeur à l'acheteur sans, donc, qu'une opération inverse de rétrocession soit prévue.
- Les certificats de dette émis par le SEBC visent à créer ou accentuer un déficit de liquidités sur le marché. Ils sont émis et détenus en compte courant auprès de dépositaires de titres de la zone euro, et ils sont négociables sans aucune restriction. Ils peuvent être émis d'une façon régulière ou irrégulière par voie d'appels d'offres normaux. Leur échéance est inférieure à douze mois.
- Les échanges de devises sont des échanges simultanés au comptant et à terme d'euro contre devises (swap). Ils ne sont pas normalisés et sont effectués par voie d'appels d'offres rapides ou de procédures bilatérales.
- Les reprises de liquidités en blanc sont des invitations faites aux contreparties éligibles par voie d'appels d'offres rapides (éventuellement par procédures bilatérales) à placer des liquidités sous forme de dépôts à terme rémunérés auprès de la BCN de l'État membre dans lequel la contrepartie est établie pour une échéance et à un taux d'intérêt fixes. Ni la fréquence des opérations de reprises des liquidités en blanc, ni la durée des dépôts ne sont normalisées.

La BCE décide du moment, du choix, des instruments et des modalités de leur mise en œuvre.

2.2.2 Les catégories d'opérations

Selon les objectifs, la périodicité et les types de procédures utilisés, les opérations d'*open market* peuvent être classées en quatre catégories.

- Les opérations principales de refinancement consistent en des opérations de cession temporaire visant à fournir au marché des liquidités de manière régulière à une fréquence hebdomadaire pour une échéance de deux semaines. Elles sont exécutées par les BCN par voie d'appels d'offres normaux et constituent le principal canal de refinancement du secteur financier.
- Les opérations financières à plus long terme sont des opérations de cession temporaire permettant de fournir des liquidités au marché à une fréquence mensuelle et une échéance de trois mois. Elles ne sont pas destinées à fournir des « signaux » au marché en sorte que la BCE retient les taux de soumission qui lui sont proposés par les contreparties.
- Les opérations de réglage visent à atténuer l'incidence des fluctuations imprévues de la liquidité bancaire sur les taux d'intérêt. Elles sont en général réalisées par la mise en œuvre d'appels d'offres rapides ou de procédures bilatérales par les BCN.
- Les opérations structurelles sont destinées à ajuster la position structurelle du SEBC à l'égard du secteur financier par émission de certificats de dette, des opérations de cession temporaire ou des opérations de cession ferme.

2.3 Les facilités permanentes

Les facilités permanentes permettent au SEBC de fournir ou de retirer des liquidités au jour le jour. Les établissements financiers éligibles peuvent y recourir à leur propre initiative.

- La facilité de prêt marginal peut être utilisée par les contreparties pour obtenir contre actifs éligibles, sans limites et sans restrictions, des liquidités au jour le jour. Le taux d'intérêt de la facilité de prêt marginal est évidemment normalement un plafond pour le taux d'intérêt du marché au jour le jour.
- La facilité de dépôt permet aux contreparties d'effectuer des dépôts au jour le jour auprès des BCN, sans limites et sans restrictions. Le taux d'intérêt de la facilité de dépôt est un taux plancher pour le taux d'intérêt du marché au jour le jour.

2.4 Les réserves obligatoires

Les réserves obligatoires du SEBC s'appliquent aux établissements de crédit de la zone euro. Chaque établissement est tenu de constituer des réserves dont le montant résulte de l'application de taux de réserves à certains éléments de son bilan. Elles visent à créer un besoin structurel de refinancement, notamment à cause de la diminution tendancielle de la part des billets dans la circulation monétaire.

Les obligations de constituer des réserves portent sur la moyenne des montants quotidiens de réserves des établissements au cours d'une période d'un mois. Ce qui permet au système des réserves obligatoires de constituer aussi un instrument de stabilisation des taux d'intérêt.

Les réserves obligatoires sont rémunérées au taux des opérations principales de refinancement du SEBC.

2.5 Les procédures

2.5.1 Les procédures d'appel d'offres

Le SEBC distingue les appels d'offres normaux et les appels d'offres rapides qui ne se différencient que par la durée et le champ des contreparties. Les appels d'offre normaux sont exécutés dans un délai de 24 heures, les appels d'offres rapides dans un délai d'une heure, entre l'annonce de l'appel d'offres et la notification du résultat. Les appels d'offres rapides ne sont utilisés que pour exécuter des opérations de réglage fin et peuvent n'être ouverts qu'à des contreparties sélectionnées par le SEBC.

Le SEBC peut choisir de réaliser les appels d'offres soit à taux fixe (ou adjudications de volume) soit à taux variable (adjudications de taux d'intérêt).

- Dans le cadre d'un appel d'offres à taux fixe, la BCE indique à l'avance le taux d'intérêt et les contreparties soumissionnent le montant pour lequel elles souhaitent être servies au taux fixé. Les offres reçues sont additionnées. Si l'offre globale dépasse le montant total de liquidités devant être réparti, les soumissions de chaque banque sont satisfaites au prorata du rapport entre le montant à adjuger et le montant de l'offre globale de l'ensemble des banques. Mais la BCE peut décider d'attribuer un montant minimum à chaque soumissionnaire.
- Dans le cadre d'un appel d'offres à taux variable, les soumissions des contreparties portent sur les montants et le taux d'intérêt pour lesquels elles souhaitent traiter avec les BCN. Dans le cas d'un apport de liquidités par le SEBC, la liste des soumissions est établie par ordre décroissant des taux d'intérêt offerts. Les offres sont satisfaites par ordre décroissant du taux d'intérêt jusqu'à épuisement du montant total des liquidités à adjuger (dans le cas d'un retrait, les offres sont satisfaites par ordre croissant des taux d'intérêt offerts). La BCE peut utiliser la procédure d'adjudication à taux unique (« adjudication à la hollandaise ») ou la procédure d'adjudication à taux multiple (« adjudication à l'américaine »). Dans le premier cas, un taux d'intérêt unique est appliqué à toutes les offres, celui auquel le montant global des offres a pu être réparti en totalité. Dans le second cas, le taux d'intérêt appliqué est égal au taux offert dans chaque soumission.

Pour ce qui concerne les devises, les taux d'intérêt sont remplacés par les cotations de point de report/déport.

2.5.2 Les procédures relatives aux opérations bilatérales

En règle générale, dans cette procédure ce sont les BCN qui contactent directement les contreparties résidentes sélectionnées et qui, en fonction des instructions précises de la BCE, décident de conclure une opération avec celles-ci.

2.6 Les actifs éligibles

Toutes les opérations de fourniture de liquidités du SEBC aux banques ont pour contrepartie des livraisons d'actifs mobilisables soit sous forme d'une cession en propriété (dans le cas d'opérations fermes ou de pensions) soit sous forme de nantissement ou de cession à titre de garantie (dans le cas de prêts garantis). Pour des raisons d'efficacité opérationnelle, de sûreté et aussi de neutralité, les actifs mobilisables doivent répondre à des critères précis.

Pour tenir compte de la diversité des structures financières des États membres, une distinction est établie entre deux catégories d'actifs éligibles aux opérations de politique monétaire du SEBC :

- Le niveau I (ou TIER 1) est constitué des titres de créances négociables qui satisfont à des critères d'éligibilité uniformes définis par la BCE pour l'ensemble de la zone euro. Il s'agit des titres de créances libellés en euros émis par des agents ayant un compte auprès d'une des banques centrales de la zone : titres d'État, titres assortis d'une garantie publique ou titres privés de bonne qualité (satisfaisant des normes de risques).

- Le niveau II (ou TIER 2) est constitué d'actifs complémentaires, négociables ou non négociables, qui répondent à des critères d'éligibilité définis par les BCN et approuvés par la BCE. En France, il s'agit de créances privées sur des entreprises ou des obligations et des Titres de créances négociables émis par celles-ci.

Cette différenciation n'est pas fondée sur une distinction de la qualité des actifs. Et ces deux catégories d'actifs sont également éligibles aux différents types d'opérations de politique monétaire du SEBC (le SEBC, toutefois, n'utilise pas normalement les actifs de niveau II dans le cadre de ses opérations fermes).

Les contreparties du SEBC peuvent obtenir des liquidités auprès de la BCN de l'État membre dans lequel elles sont installées en utilisant des actifs situés dans un autre État membre (opération transfrontière des actifs éligibles). Le mécanisme utilisé est celui du modèle de la banque centrale correspondante (MBCC) dans lequel chaque banque centrale intervient pour le compte des autres en qualité de conservateur (ou de « correspondant ») pour les titres acceptés chez son dépositaire local ou dans son système de règlement.

Ainsi toutes les BCN tiennent des comptes titres au nom de leurs homologues afin que ces opérations puissent se réaliser.

Tableau 1

OPÉRATIONS DE POLITIQUE MONÉTAIRE DU SEBC					
Opérations de politique monétaires	Types d'opérations		Échéance	Fréquence	Procédure
	Apport de liquidité	Retrait de liquidités			
OPÉRATIONS D'OPEN MARKET					
Opérations principales de refinancement	• Opérations de cession temporaire	–	• 2 semaines	• Hebdomadaire	• Appels d'offres normaux
Opérations de refinancement à plus long terme	• Opérations de cession temporaire	–	• 3 mois	• Mensuelle	• Appels d'offres normaux
Opérations de réglage fin	• Opérations de cession temporaire • Swaps de change • Achats fermes	• Swaps de change • Reprises de liquidités en blanc • Opérations de cession temporaire • Ventes fermes	• Non standardisée –	• Non régulière • Non régulière	• Appels d'offres rapides • Procédures bilatérales • Procédures bilatérales
Opérations structurelles	• Opérations de cession temporaire • Achats fermes	• Émission de certificats de dette • Ventes fermes	• Standardisée/ non standardisée	• Régulière et non régulière • Non régulière	• Appels d'offres normaux • Procédures bilatérales
FACILITÉS PERMANENTES					
Facilité de prêt marginal	• Opérations de cession temporaire	–	• 24 heures	• Accès à la discrétion des contreparties	
Facilité de dépôt		• Dépôts	• 24 heures	• Accès à la discrétion des contreparties	

3. Le marché interbancaire de la zone euro

Après deux années de monnaie unique, il apparaît que le marché interbancaire des banques de la zone euro est très intégré et que les tendances notamment à la concentration des opérations sur un nombre réduit d'intervenants, qui étaient déjà à l'œuvre sur le marché interbancaire national avant l'euro, se sont accentuées ¹.

3.1 Une intégration poussée

Sur les 1.000 milliards d'euros qui sont échangés en moyenne journalière par l'intermédiaire du système TARGET, près de 40 % sont des opérations transfrontière, y compris les opérations pour le compte de la clientèle commerciale des banques. Si l'on se limite aux seules opérations interbancaires, l'intégration apparaît encore plus poussée : les deux tiers des opérations interbancaires en blanc sont transfrontière et 61 % des pensions livrées, 40,1 % étant internes à la zone euro.

Les échanges transfrontière au sein de la zone euro ont fortement crû avec le lancement de la monnaie unique. Par exemple, sur le marché de la pension, les échanges intrazone sont passés de 35,7 % des échanges à 40,1 % entre 1999 et 2000. Cette accroissement quantitatif s'est accompagné d'un renforcement de l'intégration institutionnelle : les plates-formes de transaction électronique se sont multipliées, des contrats-cadres ont été créés, les centrales dépositaires de titres (pour le marché de la pension) ont été interconnectées.

Les marchés de TCN, par comparaison, restent nationaux pour l'essentiel, les titres eux-mêmes présentant de fortes spécificités.

3.2 Une forte concentration

Le marché monétaire est très concentré : sur les 7.500 établissements de crédit de la zone euro, seulement 514 participent aux opérations principales de refinancement, et un nombre encore plus réduit sont capables de participer aux transactions de gros montants (une dizaine sur le marché des swaps de montants unitaires supérieurs à 3 milliards d'€).

L'intégration financière de l'Europe a réduit le nombre de participants nationaux intervenant sur les grands montants. Cette tendance, qui était déjà l'œuvre sur les marchés monétaires nationaux, a été fortement accentuée avec l'euro. En France, par exemple, le nombre d'établissements participant aux opérations d'appels d'offres de la Banque de France s'est réduit de 41 en 1999 à 28 en 2001.

Et encore, cette concentration est plus marquée qu'il n'y paraît, les établissements étant spécialisés en général sur certains segments (prêteurs structurels de liquidités, marchés des titres publics, opérations transfrontière...).

Le nombre d'index de référence s'est aussi réduit, 90 % des transactions se faisant autour des deux références EONIA et EURIBOR (le LIBOR n'étant pratiquement plus utilisé).

Les banques françaises occupent une place importante sur le marché de la liquidité de la zone euro (en moyenne 40 % des transactions) et sur le marché des swaps (3 banques françaises figurent parmi les 10 principaux acteurs).

3.3 La hiérarchie des taux sur le marché monétaire et la détermination du taux interbancaire

La Banque centrale européenne a été dotée de pratiquement tous les instruments de taux possibles tant pour les dépôts qu'elle reçoit que pour les refinancements qu'elle accorde, et ce à des échéances très diverses.

¹ Voir « Banques françaises et activité du marché monétaire », *Bulletin de la Banque de France*, n° 90, juin 2001.

Tableau 2
Opérations de politique monétaire de l'Eurosystème

Opérations de politique monétaire	Types d'opérations		Échéance	Fréquence	Procédure
	Apport de liquidité	Retrait de liquidité			
Opérations d'open market					
Opérations principales de refinancement	• Opérations de cession temporaire	–	• 2 semaines	• Hebdomadaire	• Appels d'offres normaux
Opérations de refinancement à plus long terme	• Opérations de cession temporaire	–	• 3 mois	• Mensuelle	• Appels d'offres normaux
Opérations de réglage fin	• Opérations de cession temporaire • Swaps de change	• Swaps de change • Reprises de liquidité en blanc • Opérations de cession temporaire	• Non standardisée	• Non régulière	• Appels d'offres rapides • Procédures bilatérales
	• Achats fermes	• Ventes fermes	–	• Non régulière	• Procédures bilatérales
Opérations structurelles	• Opérations de cession temporaire	• Émission de certificats de dette	• Standardisée/ non standardisée	• Régulière et non régulière	• Appels d'offres normaux
	• Achats fermes	• Ventes fermes	–	• Non régulière	• Procédures bilatérales
Facilités permanentes					
Facilité de prêt marginal	• Opérations de cession temporaire	–	• 24 heures	• Accès à la discrétion des contreparties	
Facilité de dépôt	–	• Dépôts	• 24 heures	• Accès à la discrétion des contreparties	

Source : Banque centrale européenne, « La politique monétaire unique en phase III : documentation générale sur les instruments de politique monétaire et les procédures de la politique monétaire de l'Eurosystème », novembre 2000.

Ces instruments doivent permettre à la Banque centrale d'informer le marché quant aux orientations qu'elle donne à sa politique monétaire, de satisfaire le besoin de refinancement des banques, d'absorber d'éventuels surplus de liquidité et d'influencer la position structurelle du secteur bancaire vis-à-vis du SEBC.

Les quatre taux dont dispose la Banque centrale européenne sont hiérarchisés, dans l'ordre suivant :

- i1 – facilité de prêt marginal ;
- i2 – appel d'offres des opérations principales de refinancement ;
- i3 – appel d'offres des reprises de liquidité ;
- i4 – facilité de dépôt.

En effet :

- les taux de dépôts (i3 et i4) sont nécessairement inférieurs aux taux de crédits (i1 et i2) sinon les banques feraient du profit sans risque en s'endettant auprès de la Banque centrale pour lui reprêter les fonds ainsi obtenus sous forme de dépôts ;
- le taux de la facilité de prêt marginal est supérieur au taux des appels d'offres des opérations principales de refinancement puisque les banques peuvent toujours et à tout moment obtenir des fonds au jour le jour au travers de la facilité de prêt marginal ;
- le taux des appels d'offres de reprises de liquidités est toujours supérieur à la facilité de dépôt puisque cette dernière peut être toujours et à tout moment utilisée par les banques pour placer leurs excédents de liquidités.

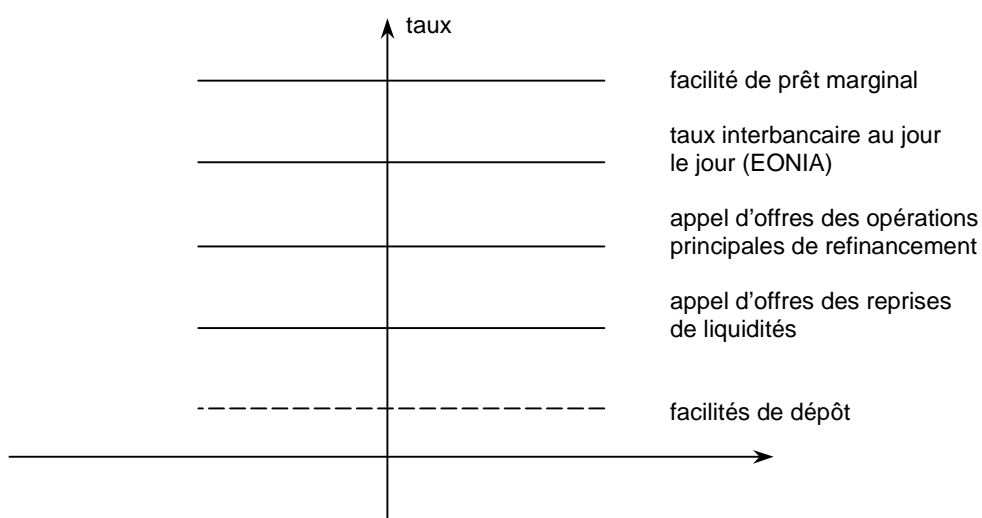
Par ailleurs, le taux interbancaire (EONIA) est nécessairement inférieur au taux de la facilité de prêt marginal et supérieur au taux des appels d'offres des opérations principales de refinancement.

En effet :

- le taux interbancaire est nécessairement inférieur aux taux de la facilité de prêt marginal, sinon les banques s'adresseraient à la Banque centrale plutôt qu'aux autres banques sur le marché interbancaire pour assurer l'équilibre de leur besoin de liquidité ;
- le taux interbancaire est nécessairement supérieur au taux des appels d'offres des opérations principales de refinancement, sinon aucune banque ne souscrirait aux appels d'offres puisque les banques éprouvant des besoins de liquidité pourraient trouver les fonds dont elles ont besoin à meilleur prix auprès des banques disposant de liquidités en excédent.

Finalement, donc, la Banque centrale européenne peut fixer au niveau qu'elle souhaite le taux du marché interbancaire en augmentant ou baissant les taux de la facilité de prêt marginal et le taux des appels d'offres des opérations principales de refinancement.

Tableau 3
La hiérarchie des taux



En général, l'écart entre le taux de la facilité de prêt marginal et le taux des appels d'offres est de 100 points de base (1 point des taux d'intérêt) et l'écart entre le taux des appels d'offres et le taux de la facilité de dépôt est aussi de 100 points de base.