Les marchés : changes, obligataires et dérivés de taux

L'arrivée de l'euro entraîne une mutation profonde des marchés financiers européens, désormais plus liquides, plus profonds et plus sûrs.

■ Le marché des changes est le plus exposé. L'introduction de la monnaie unique réduit mécaniquement le chiffre d'affaires intra-européen, mais les monnaies *in*, à l'exception du DEM, sont relativement marginales dans les transactions de change. Le manque à gagner est estimé à environ 20 % au niveau des places européennes.

Toutefois, l'euro s'affirmera progressivement comme monnaie d'échange et de règlement au niveau international. A moyen terme, il pourrait capter des flux qui s'expriment aujourd'hui en dollars. L'euro paraît dans cette perspective une opportunité pour les activités de change.

La BNP se prépare à cette échéance : le quart de ses effectifs «change» sont aujourd'hui en Europe. Avec l'euro, les fonctions de *trading* seront centralisées à Paris (traitement de l'euro, du dollar et du yen), à Londres (livre, monnaies du Commonwealth et du Sud-Est asiatique), et dans une moindre mesure à Francfort.

■ Les métiers des dérivés. Les onze courbes de taux européennes actuelles convergeront vers une seule, ce qui entraînera mécaniquement une contraction d'activité dans un premier temps. Mais la BNP anticipe un développement sensible du marché à moyen terme. En effet, la courbe de taux sera plus liquide, ce qui offrira une meilleure sécurité de couverture. De même, les produits collatéralisés, qui permettent d'optimiser le risque de contrepartie, devraient se développer fortement.

Pour les *futures* traités sur marchés organisés, un rééquilibrage entre les places *in* ne manquera pas de se produire. Certains marchés risquent de monopoliser les contrats courts, mais les spécificités nationales perdureront cependant pour les produits long terme. Le sous-jacent du Notionnel 10 ans est l'obligation la moins chère à livrer du gisement des OAT, tandis que celui du contrat Bund est la moins chère d'un ensemble d'emprunts d'Etat allemands, ces particularités nationales disparaîtront sur le contrat euro 3 mois dont le sous-jacent sera exactement le même à Paris et à Francfort.

L'organisation de la BNP accompagnera ces évolutions. Les produits de trésorerie et de change comptabilisés aujourd'hui en Europe de façon décentralisée seront, demain, à l'instar des dérivés de taux longs ou des options de change, comptabilisés dans un livre central à Paris. Cette réorganisation découle directement de la décision de centralisation de nos capacités de *trading* mais procède également d'une logique de réduction des coûts de traitement *back-office*.

■ Les métiers obligataires. Le marché de la dette en euro représentera demain 32 % du marché obligataire mondial contre 39 % pour le marché américain. La France représente environ 30 % de la base des investisseurs en Europe.

Aujourd'hui très compartimentés, les marchés obligataires en euro seront plus profonds et plus liquides. Les états européens resteront cependant maîtres de leur politique d'émission, et les titres et souches aujourd'hui en circulation ne deviendront fongibles que dans plusieurs années. Du fait des contraintes budgétaires imposées par le Traité de Maastricht, la part des Etats dans les émissions devrait progressivement se réduire au profit des émetteurs privés.

La conjoncture de taux est en effet aujourd'hui favorable au développement de ces derniers, freinés en France jusqu'à présent par l'importance des émissions de dette souveraine. Les entreprises trouveront là un moyen performant de se financer.

La BNP compte suivre tout particulièrement ce segment riche d'opportunités. Une équipe de recherche crédit de sept personnes basées à Paris et à Londres a été constituée.

Autre conséquence, la réallocation des portefeuilles obligataires : ceux-ci deviendront de plus en plus européens, et comme corollaire, les *spreads* seront de moins en moins sensibles à la nationalité des émetteurs, ce qui remet en cause leur hiérarchie actuelle. Moody's note ainsi mieux le Banco Popular Espanol (Aa1) que le Royaume d'Espagne (Aa2).

Enfin, de nouvelles références directrices vont émerger. Les rendements des OATs, Bunds et BTPs modèleront très certainement la courbe euro. Ceci dit, nul doute qu'un certain nombre de contreparties porteront une attention toute particulière aux prix de swap.

L'arrivée de l'euro favorisera l'émergence d'acteurs majeurs, ayant une forte capacité d'innovation, une présence mondiale, une signature reconnue. La BNP a l'ambition d'être de ceux-là. ■

JEAN-BERNARD LAFONTA

Responsable mondial des métiers change et taux

BNP

En collaboration avec

JEAN-PHILIPPE GAUTHIER

Consultant

Coteba Management - Division Conseil