

CONTRIBUTION N° 42

FINANCIAL INSTITUTIONS OPERATIONS ON THE MATIF AND SUBSEQUENT RISKS

PAR / BY

Patrice SIMONNET

France

LES RISQUES INHERENTS AUX
INTERVENTIONS DES
INSTITUTIONS FINANCIERES
SUR LE MATIF

160 FINANCIAL INSTITUTIONS OPERATIONS ON THE MATIF AND SUBSEQUENT RISKS

P. SIMONNET

ABSTRACT

The opening of the MATIF in February 1986, was intended to provide traders with an efficient tool for hedging against French interest rate instability.

In addition to this purpose, the MATIF may also be used by the "arbitrageurs" and speculators.

This presentation attempts to determine the respective weight of each of these three strategies among the operations of financial institutions on the MATIF.

Once having reviewed the risks generated by each type of strategy, this presentation will then summarize the conclusions of the study conducted relative to the operations of the principal traders of the market (members and customers), a study which is intended to answer the following question :

After 3 years of experience on the MATIF, to what extent and in what proportions do French and foreign financial institutions operate as hedgers, arbitrageurs or speculators ?

PAR P. SIMONNET

L'ouverture du **MATIF**, en **février 1986**, visait à offrir aux **opérateurs** un outil de **couverture efficace** contre les variations des **taux d'intérêt** français.

Outre sa vocation, le **MATIF** est également utilisé à des fins **d'arbitrage** et de **spéculation**.

L'objectif de la **présente contribution** est d'essayer de déterminer le poids respectif de chacune de **ces trois stratégies** au sein des motivations **d'intervention** des institutions financières opérant sur le **MATIF**.

Après avoir rappelé les **risques induits** par chaque type **d'activité**, l'exposé qui suit retrace les conclusions de l'**étude effectuée auprès** des **principaux opérateurs** sur le marché (**adhérents** et clients), étude qui s'efforce de répondre à la question suivante :

Après quatre ans de pratique du **marché**, dans **quelles** proportions les institutions financières **françaises** et **étrangères** interviennent-elles sur le **MATIF** en tant que "hedgers", **arbitragistes** et **spéculateurs** ?

PAR P. SIMONNET

Présentation :

Si le MATIF est par **vocation** un instrument de **couverture**, notamment contre les **risques** de variation de taux **d'intérêt**, il est également utilisé à des fins **spéculatives** et **d'arbitrage**.

La présente **contribution** au colloque de l'AFIR a pour **objectif** de **mieux cerner** selon **quelles** stratégies les institutions **financières** interviennent sur le MATIF, **afin d'évaluer** le degré de risque **auquel elles sont** soumises :

- elle **rappelle** les **risques** que le **MATIF** permet de couvrir, **mais** aussi ceux qu'il **induit** pour **chaque** type de **stratégie** : Speculation, arbitrage **et** **couverture**,
- elle se fonde sur une **répartition** selon ces **stratégies** d'intervention des **principales** institutions **financières** intervenant sur le **MATIF**, en **regroupant** celles - ci par **secteur** d'**activité**.

Connaître les motivations d'**intervention** des **opérateurs** n'est pas **toujours** chose aisée. **Cependant**, grâce à la **connaissance approfondie** du marché et de ses **intervenants** que **quatre ans d'expérience** ont permis à la **Chambre** de Compensation d'**acquérir**, ainsi que l'**utilisation d'indicateurs** techniques, il a **été** possible d'**effectuer** une **répartition** assez **précise**.

Afin de **bien cerner** le champ de l'**étude**, l'**équipe** du **Service** des Risques de **MATIF S.A.** s'est limitée aux contrats financiers de taux **d'intérêts français traités** sur le MATIF, qui **représentent**, à l'heure **actuelle**, l'**essentiel** de l'**activité** de ce marché.

De plus, l'analyse a **été réalisée** dans une **optique micro - économique** uniquement : il a **donc** été pris le **parti d'écarter** toute notion de risque macro - **économique** auquel **pourraient être exposés** les intervenants du **MATIF**, risques **inhérents** par **exemple** à une formation **non - efficiente** des prix sur le **marché**, aux **éventualités** de **défaillances** en chaîne, etc.

1 - ANALYSE DES RISQUES MICRO - ECONOMIQUES LIES AUX INTERVENTIONS SUR LE MATIF

A) Le MATIF en tant qu'instrument de couverture

Principe des marchés à terme :

Il consiste à **déterminer**, aujourd'hui, les **cours** de **produits financiers** à une date **fixée à l'avance**, ce qui **permet** de se **couvrir** contre une variation **inattendue** des **cours**.

Initialement, ce **principe** était utilisé pour les **marchandises** et n'a **été appliqué** que depuis **une quinzaine d'années** sur les **produits financiers**. Le **développement** de ces instruments sur la place de Paris s'est **concrétisé** par l'**ouverture** du **MATIF** en **février 1986**.

Le principe général est le suivant :

Le risque de baisse du niveau général des taux d'intérêt conduisant à une hausse des cours du MATIF peut être couvert par des achats à terme ; à l'inverse, le risque de hausse du niveau des taux, qui entraîne une baisse des cours à terme, se couvre par des ventes de contrats MATIF.

Par exemple, sont confrontés à un risque de baisse des taux, les intervenants qui anticipent des placements ultérieurs et qui craignent une diminution de leur rentabilité. Ces opérateurs désirent donc fixer dès aujourd'hui le taux de rendement de leurs investissements futurs. Ils achèteront des contrats à terme.

Sont concernés par le risque de hausse des taux d'intérêt, d'une part les investisseurs qui veulent protéger la valeur de leurs actifs en portefeuille (par exemple : SICAV, FCP...), d'autre part les opérateurs désirant se porter emprunteurs qui voudront alors fixer dès aujourd'hui le coût d'un financement à long terme différé. C'est le cas des institutions financières qui décident d'émettre un emprunt obligataire à moyen ou long terme, mais ne peuvent le lancer dans l'immédiat pour des raisons de délais de mise en oeuvre. C'est également le risque supporté par un établissement de crédit qui prête à taux fixe et se refinance à taux variable. Ces opérateurs se protégeront en vendant des contrats à terme.

Les contrats du MATIF utilisés en tant que protection contre les variations de taux français sont, actuellement :

CONTRATS DU MATIF	COUVERTURE DES VARIATIONS	OUTILS COUVERTS PAR LES CONTRATS MATIF
NOTIONNEL + OPTIONS SUR NNN	de taux à long terme 7- 10 ans	Endettement à long terme sur le FRF : - OAT du gisement - Autres emprunts d'Etat - Emprunts privés - Titres de créances négociables à terme Swaps de taux d'intérêt Caps et floors MOF (Multi Options Facilities)
PIBOR	de tau à court terme 3 mois	Emprunts et prêts interbancaires TCN à court terme FRA Swaps de taux d'intérêt
BTAN	de taux à moyen terme 4 ans	BTAN Emprunts et prêts de maturité inférieure à 7 ans Swaps de taux d'intérêt Caps et floors

B) - Le MATIF induit des risques qui lui sont propres

L'**activité de spéculation** est, bien entendu, la plus **risquée**. Néanmoins, celles de couverture et d'**arbitrage** sont également soumises à des risques divers :

a) Le risque dû à l'effet de levier.

Ce risque est **W e n t** aux **marchés à terme** puisque le dépôt de **couverture à verser pour intervenir sur les contrats proposés** est **nettement** inférieur à leur nominal (4% par exemple *sur le Notionnel*).

Il est **particulièrement** sensible pour les **contrats d'options** dont la **valeur liquidative est difficilement appréhendable** ; elle est **fonction** des variations de taux **mais également des** anticipations de **volatilité des opérateurs**.

L'effet de levier vise surtout les **spéculateurs** qui **peuvent intervenir dans des limites disproportionnées** en regard de leur surface **financière**, sans **avoir forcément** conscience du risque de **perte inhérent** à leurs engagements.

b) Le risque de base

L'efficacité du **marché à terme** repose sur la convergence entre les **cours** des instruments **négociés** au comptant et les **cours à terme** le **jour de la clôture de l'échéance**.

Cependant, ce principe n'est en général pas vérifié pendant la **durée** de vie du **contrat** : la **différence des cours comptant - terme** ("base") induit un risque **pour** les "hedgers" et les **arbitragistes qui souhaitent** débloquer leurs positions avant l'**échéance**.

Exemple portant sur le **niveau maximum** de base constaté entre le **cours** du NNN et l'**obligation** la moins **chère** à livrer (en 1987).

c) Risque de **corrélation**

Pour **assurer** un **minimum** de liquidité à un **marché**, il est **nécessaire de standardiser** les **produits** qui y **sont traités**.

Certains opérateurs sont amenés à couvrir leurs **portefeuilles** par des **produits dont les caractéristiques** sont **légèrement différentes** : Il s'ensuit un risque de **corrélation**.

Exemple portant sur les écarts de **corrélation** entre l'emprunt du **gisement** le plus cher à livrer et le **contrat NNN**.

d) Risque de **trésorerie**

Les **appels** de fonds **réalisés quotidiennement** par la **Chambre** de Compensation (appels en marges et en couverture) peuvent **induire** des **problèmes** de **trésorerie** pour les **opérateurs** en situation de couverture ou d'arbitrage, alors **même** qu'ils **réalisent** des gains **potentiels** sur **d'autres marchés**, gains **matérialisés uniquement** lorsque la position au **comptant** est **débouclée**.

La situation peut **devenir particulièrement** critique **si l'opérateur** ne peut payer les **marges** relatives à ses positions sur le terme : celles - ci **devront être liquidées jusqu'à reconstitution** des fonds à verser.

Exemples : - portant sur les appels de marge à payer en octobre 1987.
- portant sur la couverture d'opérations de gré à gré.

e) Risque de liquidité

Il est lié à l'éventualité d'une insuffisance de l'offre ou de la demande se portant sur le contrat considéré le jour où l'opérateur souhaite dénouer sa position sur le marché à terme.

Ce risque, faible pendant la majeure partie de la durée de vie du contrat, augmente à l'approche de l'échéance, alors que certains opérateurs en position ouverte souhaitent aller à livraison et ne se portent pas contrepartie.

Exemple portant sur la diminution du volume et de la position de place en fin d'échéance.

II - STRATEGIES D'INTERVENTION DES INSTITUTIONS FINANCIERES SUR LE MATIF

Dans la mesure où chacune des activités est génératrice de risques propres, une répartition des motivations d'intervention pour chaque type d'institution financière a été effectuée.

L'équipe du Service des Risques a opéré en trois étapes :

A - Classification des institutions financières et constitution du panel d'études

L'équipe a opéré une classification des institutions financières selon une typologie basée sur le modèle de la COMMISSION BANCAIRE et adaptée aux caractéristiques du MATIF.

Parallèlement, a été constitué un panel des opérateurs les plus actifs sur le marché que ce soit pour leur compte propre ou pour le compte de clients. Il comprend les adhérents ayant compensé plus de 200 000 lots sur le contrat d'Emprunt d'Etat notionnel entre le 1er janvier et le 31 août 1989, ce qui représente 80% du volume compensé par l'ensemble du marché.

Selon la classification adoptée, le panel est réparti au sein des catégories suivantes :

- a) 34 établissements soumis à la loi bancaire et assimilés
 - 11 banques à vocation générale
 - 6 banques de groupe, d'affaires ou de marché
 - 6 banques filiales d'établissements étrangers.
 - 3 banques mutualistes w coopératives et assimilés
- b) 4 Courtiers
- c) 4 Sociétés de Bourse

B - Etude de la répartition entre les positions pour compte propre et celles pour compte de clients en distinguant par catégorie de clientèle

Cette répartition est présentée en annexe I sous forme de tableau.

C - Typologie de leur activité

L'équipe du Service des Risques de MATIF S.A. s'est attachée à déterminer l'exposition au risque des institutions financières, qu'elles soient adhérentes ou clientes d'adhérents, pour leur compte propre, ainsi que celle des OPCVM, en essayant de distinguer leur activité spéculative de leur activité de couverture/arbitrage.

La répartition est présentée en annexe II, pour chaque catégorie d'institution, sous forme de tableaux et de graphiques.

MODALITES D'INTERVENTION

Panel = 80 % du volume compensé 01.01 ---> 31.08.1989	MAISON		CLIENTS							
	COMPTE PROPRE	ACTIVITE EN %	OPCVM	ACTIVITE EN %	INSTIT. FINANCIERE	ACTIVITE EN %	STE INDUS. & COMMER.	ACTIVITE EN X	PARTICULIER	ACTIVITE EN %
BANQUES A VOCATION GENERALE (11 établissements)	OUI		OUI		OUI		OUI		OUI	
BANQUES DE GROUPE D'AFFAIRES OU DE MARCHÉ (6 établissements)	OUI		OUI		NON		OUI (membres du groupe)		NON	
BANQUES ETRANGERES * (6 établissements)	NON(sauf 1 exception)		NON		OUI membres du groupe (activité M/C)		NON (sauf exception)		NON	
BANQUES MUTUALISTES OU COOPERATIVES (3 établissements)	OUI		OUI		OUI(cai sses locales)		NON		NON	
SOCIETES DE BOURSE (4 établissements)	OUI		OUI		OUI		NON		OUI	
COURTIERS (GIE, ART 99) (4 établissements)	NON		OUI		OUI		NON		OUI	

* Agences ou filiales détenues majoritairement par un Etablissement Etranger.

ANNEXE II

STRATEGIES **D'INTERVENTION** SUR LE **MATIF** POUR
COMPTE **PROPRE** DES INSTITUTIONS FINANCIERES ET OPCVM

	SPECULATION	%	COUVERTURE	%	ARBITRAGE	%
BANQUES A VOCATION GENERALE	OUI + activité AMM		OUI		OUI	
BANQUES DE GROUPE D'AFFAIRES OU DE MARCHE	OUI		OUI		OUI	
BANQUES ETRANGERES	?		?		OUI	
BANQUES MUTUALISTES OU COOPERATIVES	?		OUI		OUI	
SOCIETES DE BOURSE	OUI		OUI		OUI	
OPCVM	?		OUI		NON	