

# Liquidité et gestion du collatéral

Alexandre Gautier – Banque de France

Selon les données recueillies par l'Eurosystème (*reporting* MMSR), les financements sécurisés ont connu récemment une forte progression, tandis que le volume des financements non sécurisés a diminué, quelles que soient les maturités. Ce mouvement est probablement structurel.

Des ordres de grandeur (deuxième trimestre 2017) :

Transactions sécurisées : 10 000 milliards d'euros ; transactions non sécurisées : moins de 2000 milliards d'euros.

Dans les compartiments de marché où le Libor n'est plus pertinent, on a tendance à lui substituer une référence basée sur des financements sécurisés (on a affaire à une sorte d'Eonia sécurisé).

Pour l'instant, les outils de marché sont peu sophistiqués : 30 % seulement des transactions sont effectués à partir de plates-formes ; le repo tripartite ne représente qu'entre 10 % et 15 % du marché du repo ; le repo tripartite compensé demeure d'usage limité, mais on constate une percée d'Euro GC + (repo tripartite avec Euroclear et LCH.Clearnet faisant intervenir un pool de titres). Par ailleurs, le marché demeure trop fragmenté entre le monde bancaire et le reste.

Cependant, le marché a besoin de mécanismes plus sophistiqués : swaps de collatéral ou prêts de titres contre pensions par exemple.

L'Eurosystème soutient les initiatives qui favorisent le développement d'un marché du collatéral (repo et prêts de titres), que cela soit en termes de nouveaux outils, de défragmentation (banques/non-banques) ou d'une plus grande liquidité.

Cyril Louchtchay de Fleurian - Euroclear

Les échanges garantis par du collatéral sont régis par différents contrats : i) l'achat ou la vente à réméré (vente et option d'achat, Code civil) ii) la pension livrée ou repo bilatéral (prêts d'espèces garanti par

des titres, en vrac ou spécifiques), essentiellement régi par des contrats anglo-saxons de type ICMA ; deux finalités : refinancement, trading iii) le prêt de titres : titres précis contre espèces ou titres en vrac iv) le repo tripartite : prêt d'espèce garanti par un panier de titres dont la gestion (appel de marges, valorisation, substitution...) est confiée à un agent neutre ; présence d'une contrepartie centrale (chambre de compensation)

Vingt ans de repo :

Entre 2000 et 2007, les volumes ont été multipliés par quatre pour atteindre 8,1 trillions d'euros. Le repo tripartite passe de rien à 10 % de l'ensemble. Les volumes diminuent à partir de 2007 pour s'établir à 6,6 % aujourd'hui, dans un marché dominé à 85 % par le repo bilatéral spécial (titres spécifiques). En moins de vingt ans, le repo bilatéral faisant intervenir des titres en vrac est passé de 20 % à 5 % du marché.

Le marché s'est structuré sous l'influence de deux forces principales : les exigences prudentielles en matière de solvabilité et surtout de liquidité et l'écrasement graduel des marges de crédit.

Le marché devrait continuer de se sophistiquer : les infrastructures de marché (banques centrales, dépositaires, chambres de compensation) y occupent une place centrale ; il y a un énorme réservoir de titres mobilisables dans les banques (75 trillions d'euros).

Cependant, la question de la liquidité demeure centrale : on a souvent affaire à des tensions sensibles sur les prix en fin de trimestre. Par ailleurs, pour se développer d'avantage, le marché a besoin de la transparence amenée par les plates-formes électroniques.

En Europe, le « silo du repo » (banque centrale, chambre de compensation, plate-forme électronique, clearing...) est en place en Allemagne et en Italie. La France est en train de combler son retard.

## Michaël Carignano - LCH

Cinq gros marchés (repo) de dettes souveraines sont compensés (par LCH limited ou LCH SA) : les titres français, allemands, italiens, espagnols et belges. Ces marchés représentent 70 % des volumes du repo. Les avantages de la compensation : gestion des risques, gestion des défauts, réduction de 80 % l'exposition grâce au netting des positions.

La compensation a du potentiel : pour l'instant, si le repo interbancaire est compensé à 60 %, la compensation est inexistante pour les transactions faisant intervenir les investisseurs institutionnels.

La priorité est l'accès aux investisseurs institutionnels.

LCH vient de lancer EuroGCPlus : un marché européen sécurisé basé sur deux paniers de titres (d'autres suivront).

## Marc Lapeyre - Elixium

Elixium est une filiale à 100 % de Tradition, présente dans l'Union européenne (Paris), au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, qui est en train de développer une plate-forme électronique (*multilateral trading facility* ou MTF) ouverte mettant en relation tous les acteurs des opérations de cash collatéralisées.

Le développement s'effectue selon quatre principes : i) la diversification des contreparties (banques, compagnies d'assurance, gestionnaires d'actifs, fonds de pension, entreprises, chambres de compensation) ii) la facilité d'accès, avec notamment un contrat cadre (Global master repo agreement) et la gestion du KYC iii) le recours au repos tripartite, compensé ou non, en raison de sa robustesse et de la simplification des processus de gestion iv) la mise à disposition de protocoles de négociation standardisés pour répondre aux exigences réglementaires en matière de transparence.

Elixium a noué un partenariat avec Euroclear, collabore avec LCH SA et travaille avec tous les acteurs afin de parvenir à des produits le plus standardisés possibles.

En novembre 2016, Elixium a permis de traiter l'opération novatrice suivante : cash contre parts de fonds HQLA (titres très liquides) via un repo tripartite proposé par Euroclear.

## Hélène Virello – BNP Paribas Securities Services

Importance de la gestion du collatéral :

On a affaire à une coïncidence entre de nouvelles règles (*guidelines* de l'Autorité européenne des marchés financiers, règlement européen sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (Emir)...et une demande d'efficacité opérationnelle en provenance des acteurs.

Les tendances de l'industrie :

Dans le domaine des dérivés, le collatéral utilisé est essentiellement le cash, mais l'usage des titres comme garantie s'accroît. En matière de refinancement, le collatéral se divise en cash et en titres.

Une certitude : le mouvement vers la compensation est inéluctable.

Le marché du repo demeure très complexe pour les acteurs *buy-side* (gestionnaires d'actifs, fonds de pension, compagnies d'assurance). De nombreux obstacles à lever.

Ce que disent les clients :

Les gestionnaires d'actifs souhaitent : i) des solutions pour tout traiter ii) d'avantage de repos tripartites iii) une gestion intelligente du collatéral iv) une intégration *front-to-back* v) pouvoir disposer d'inventaires quotidiens du collatéral

Les banques de financement et d'investissement souhaitent : i) pouvoir optimiser les bilans ii) pouvoir procéder à des simulations iii) disposer d'un accès aux fournisseurs de liquidité.

## Amaury Boyenval – Axa IM

Les compagnies d'assurance n'ont pas de problèmes de liquidité, sauf en cas de course aux guichets (*run*). Mais on assiste à des évolutions structurelles dues aux pressions réglementaires et à la politique monétaire ultra-accommodante.

Bâle III entraîne un assèchement important de la liquidité (limitation des leviers), mais aussi par un besoin accru, de la part des banques, en actifs liquides (ratios de liquidité).

Emir (règlement européen sur les produits dérivés), en rendant la compensation obligatoire dans certains cas, produit un appel d'air pour le cash (utilisé comme collatéral et pour les appels de marges). Les banques sont tenues de garder du cash, les compagnies d'assurance en ont besoin pour les opérations avec appels de marges.

Le marché du collatéral est toujours sur la corde raide pour ce qui est de la liquidité. Il n'est pas normal qu'il y ait de grosses tensions sur les prix en fin de trimestre et d'année. Pour remédier à ce problème, il est nécessaire d'impliquer d'avantage de contreparties.

Les compagnies d'assurance européennes ont un actif constitué à 80 % d'obligations, en bonne partie souveraines. Elles ont besoin de dérivés (swaps de taux d'intérêt, swaps de change, options...) pour optimiser leur bilan, et de repos pour gérer la liquidité retraités...

Le *buy-side* n'a pas encore fait la démarche de se connecter aux chambres de compensation.

## Emmanuel Batail – Natixis AM

Natixis AM est structurellement prêteur de titres spécifiques, dans un but de bonification de la performance des fonds. Il a été créée pour cette activité une structure ad hoc, Natixis Am Finance, dotée du statut bancaire.

Les cessions temporaires de titres (repo ou prêt/emprunt de titres), estimés à 17 000 milliards d'euros, jouent un rôle pivot dans le fonctionnement général des marchés financiers. Elles facilitent notamment le refinancement à court terme, les opérations des banques centrales, une gestion efficace du collatéral et donne de la liquidité aux marchés de dettes en contribuant à la formation des prix.

En France, le repo bilatéral est le plus répandu auprès des investisseurs. Il a cependant des inconvénients, ce qui devrait favoriser le développement du repo tripartite, où l'agent tripartite s'occupe de la sélection du collatéral, de son règlement/livraison, de sa valorisation, de la gestion des appels de marges ou encore du *reporting* des positions.

Quatre acteurs dominants : JP Morgan, BNY Mellon, Euroclear, Clearstream.

Pour un acteur du *buy-side*, monter en projet de repo tripartite nécessite d'y associer son dépositaire (pourra-t-il traiter avec vos contreparties ?), de choisir son agent, notamment en fonction des contreparties envisagées et des contraintes internes (dépositaire existant...) et de ne pas perdre de vue qu'il s'agit avant tout d'un chantier informatique lourd.

## Jean Sayeg - Lyxor

On a affaire à une certaine rareté des titres de bonne qualité (obligations souveraines les mieux notées) : la Banque centrale européenne en détient une part importante tandis que les banques veulent conserver au bilan certains titres liquides de haute qualité (*high quality liquid assets* ou HQLA) afin de se conformer aux ratios de liquidité. De plus, avec la fin programmée de la politique monétaire ultra-accommodante, les obligations souveraines risquent de se déprécier et/ou de connaître une plus grande volatilité.

Dans ce contexte, Lyxor a créé des fonds HQLA de type Utsit dont les caractéristiques les rendent éligibles aux opérations faisant intervenir du collatéral. Ces fonds ont surtout l'avantage d'avoir une volatilité très faible : 0,5 % par an, alors que le Bund à dix ans est à 5 % aujourd'hui.

En novembre 2016 a été réalisé pour la première fois un test où des parts de fonds HQLA de Lyxor ont été échangées contre du cash, sur la plate-forme Elixium, via un repo tripartite dont l'agent était Euroclear.