

# Le repo, un nouvel instrument de politique monétaire

Philippe Cottier, Direction des opérations de change  
Banque nationale suisse

L'auteur remercie Katrin Alig pour ses nombreux  
commentaires et suggestions.

Le 20 avril 1998, la Banque nationale suisse a conclu ses premières opérations de *repo*<sup>1</sup>, c'est-à-dire qu'elle a fourni des fonds à ses partenaires, pour une durée fixe, contre des titres mis en pension chez elle. Si les repos sont établis depuis longtemps à l'étranger, l'instrument est nouveau sur le marché monétaire suisse. La Suisse est en train de combler son retard et de développer une infrastructure extrêmement performante pour le négoce, le règlement et la gestion des repos. La Banque nationale a été un des principaux promoteurs de cet instrument en Suisse.

Le présent article étudie d'abord les caractéristiques du repo et les circonstances de l'émergence d'un marché suisse. Après cette partie générale, il se concentre sur les repos de la Banque nationale et explique les raisons qui l'ont incitée à introduire cet instrument, la procédure de conclusion, les titres qu'elle accepte et le volume de ses opérations. Il présente ensuite le projet de négoce électronique des repos et décrit le système suisse de livraison automatique des titres avec paiement simultané des fonds, système qui en outre procède automatiquement à des ajustements afin de limiter le risque pendant la durée du repo<sup>2</sup>. La dernière partie, consacrée aux bases juridiques des repos en Suisse, montre que les autorités ont procédé à diverses adaptations du droit en vigueur afin de favoriser le développement de ce marché.

## 1. Caractéristiques du repo

Un repo consiste en une vente de titres avec, simultanément, l'engagement de les racheter à une date ultérieure. Le prix à terme se calcule au moyen du prix au comptant et d'un taux d'intérêt. Les repos correspondent à un crédit couvert, mais ils ont en outre deux traits particuliers. D'abord, si la valeur des titres fluctue durant la durée du repo, le partenaire qui a prêté les fonds est soit trop couvert, soit pas assez; on procède alors à un appel de marge, c'est-à-dire qu'on transfère des titres ou des fonds afin de compenser la différence. Une autre caractéristique est que le propriétaire original reste l'ayant droit économique des titres; donc d'éventuels intérêts ou dividendes échus pendant la durée du repo doivent lui être transmis.

Il existe deux genres de repos, le *general collateral* et le *special*. Au moment de la conclusion d'un *general collateral*, on ne spécifie pas exactement quels titres seront livrés; celui qui emprunte les fonds a le droit de choisir dans un panier défini préalable-

ment. C'est un besoin de financement qui suscite la conclusion d'un *general collateral*: une partie est à la recherche de fonds, et l'autre désireuse de placer un surplus. En revanche, c'est le besoin d'un titre particulier qui est à l'origine d'un *special*; dès lors, le titre à livrer est un élément essentiel à la conclusion. Le prix est le taux d'intérêt pour un *general collateral* de même durée, moins la commission spéciale pour l'emprunt du titre. Celui qui prête le titre désire dégager un revenu additionnel. L'autre partie l'emprunte parce qu'elle doit le livrer à un tiers; grâce au *special*, elle peut remettre l'achat du titre à plus tard, à un moment où le cours sera peut-être plus avantageux. Sur le marché suisse, les deux types d'opérations sont possibles et largement automatisées. La Banque nationale, dans ses opérations de politique monétaire, utilise le repo *general collateral*.

Le repo est avantageux à plusieurs égards. D'abord, il offre une plus grande sécurité: les titres et les liquidités que l'on prête sont couverts. De ce fait, le taux d'intérêt à payer pour obtenir des liquidités au moyen d'un repo est inférieur à celui des dépôts non couverts classiques. Cette sécurité permet aussi de conclure des opérations avec des instituts qui étaient considérés comme trop peu solvables pour leur accorder des avances non couvertes. En outre, les repos ne requièrent, selon la législation bancaire suisse, pratiquement pas de fonds propres, ce qui leur assure un avantage par rapport aux avances en blanc. Les repos interbancaires bénéficient enfin d'un traitement favorable en ce qui concerne les exigences de liquidité.

1 Le terme français est prise ou mise en pension de titres, mais nous préférons utiliser le terme courant *repo* qui est une abréviation de l'anglais *repurchase agreement*, ou accord de rachat.

2 Pour plus de détails, voir le guide de Roger Wechsler, *Les mises et prises en pension de titres, une innovation sur la place financière suisse*, mai 1998, publié par la SEGA/INTERSETTLE/BNS/SWX/ASB.

## 2. Emergence d'un marché repo suisse

Malgré ses avantages, le repo n'est apparu en Suisse qu'en avril 1998. Jusqu'au début 1997, l'opération était considérée du point de vue fiscal comme un achat et vente de titres et était soumise au droit de timbre de négociation, ce qui la rendait inintéressante. En même temps que le changement de pratique des autorités fiscales, un autre facteur est venu stimuler l'émergence d'un marché suisse pour les repos, à savoir la volonté de la BNS de se servir de cet instrument. La révision de 1997 de la loi sur la Banque nationale l'a autorisée à conclure des repos.

La centrale suisse de clearing des titres, la SEGA, a senti qu'il y avait là un créneau inoccupé et que, grâce à l'introduction des repos par la Banque nationale, elle pourrait partir avec un chiffre d'affaires minimum assuré. Les repos sont en effet des opérations très complexes et il y a une demande, y compris du côté de la Banque nationale, pour une automatisation des procédures. La SEGA pour sa part dispose déjà d'une infrastructure très avancée qu'elle a pu partiellement réutiliser pour les repos. Le système développé par la SEGA est unique en ce sens qu'une fois l'opération conclue, aucune intervention manuelle ne sera plus nécessaire pendant toute la durée du repo. Le but est que les opérateurs concluent leur repo à l'écran, par une simple instruction donnée à l'ordinateur, et que tout soit transmis et réglé automatiquement.

La Banque nationale a travaillé étroitement avec la SEGA dans le développement du projet et a clairement signalé aux participants au marché monétaire son intention de se servir de cet instrument, ce qu'elle a fait dès que la SEGA a mis son système à disposition. Dans les premiers mois du marché suisse des repos, presque toutes les opérations ont été conclues entre la BNS et ses partenaires. Toutefois, le système développé par la SEGA est conçu en premier lieu pour des transactions entre banques. La Banque nationale a voulu que les repos ne soient pas réservés à l'usage de la politique monétaire. Elle

aurait pu exiger des banques qu'elles déposent des titres en permanence chez elle, et en concluant des repos elle aurait ajouté la propriété de ces titres à leur possession. Elle se serait ainsi passée des services de la SEGA, mais elle aurait concentré chez elle une part importante des titres de bonne qualité, ce qui aurait menacé d'étouffer le marché interbancaire. Or c'est aussi dans son intérêt que le marché interbancaire suisse remplace les opérations non couvertes par des transactions plus sûres.

## 3. Motifs de la BNS

Ce sont des considérations relatives à la mise en œuvre de la politique monétaire qui ont conduit la BNS à introduire ce nouvel instrument. Il n'y a pas eu de changement dans le concept et l'orientation actuelle de la politique monétaire.

Le repo évite plusieurs inconvénients des instruments traditionnels de la BNS (les swaps de devises, les swaps de créances comptables à court terme et les replacements). Les swaps de devises<sup>3</sup> comportent un risque de règlement parce que, lors de l'opération au comptant, la Banque nationale paie les francs au début de la journée, tandis qu'elle reçoit les devises le même jour, mais à un moment indéterminé et donc vraisemblablement plus tard. Dans le cas des swaps dollars/francs, la situation est aggravée par le décalage horaire entre la Suisse et les USA. Pendant la durée du swap, elle peut aussi essayer une perte si le partenaire fait faillite et que le cours de la devise a baissé. De plus, seules les banques qui détiennent des devises peuvent traiter avec la BNS. En outre, comme le paiement des devises a lieu à l'étranger, l'opération n'est pas possible en cas de jour férié dans le pays d'origine. Les swaps de créances comptables à court terme<sup>4</sup>, qui ont disparu avec l'introduction des repos, étaient limités quant à leur potentiel et au nombre de partenaires. Avec les replacements de fonds de la Confédération<sup>5</sup>, la Banque nationale ne

3 Dans un swap de devises, la Banque nationale achète au comptant des devises (autrefois des dollars, maintenant plutôt des marks allemands) avec simultanément l'engagement de les revendre à un terme fixé. En règle générale, l'achat a lieu *spot*, soit deux jours ouvrables après la conclusion, et la durée des swaps de devises est de un à trois mois. Pendant la durée du swap, la BNS met ainsi des francs suisses à la disposition des banques, ce qui augmente la masse monétaire. Les swaps sont en

général renouvelés, à moins qu'ils n'aient été conclus pour augmenter passagèrement la masse monétaire, par exemple lors de la période de Noël et de fin d'année. Les francs suisses sont payés sur le compte du partenaire auprès de la BNS, et les devises sur le compte de la BNS auprès d'un correspondant, Fed pour les dollars et Bundesbank pour les marks. A la fin du swap, la BNS débite ses partenaires du montant en francs suisses et donne l'ordre à son correspondant de retransférer les devises au correspondant de son partenaire.

4 Les créances comptables à court terme (CCCT) sont des titres dématérialisés émis en série par la Confédération et certains cantons, pour une durée se situant généralement entre 3 et 12 mois, et dont la rémunération est fixée au moyen d'un escompte. Jusqu'en mai 1998, la BNS concluait des swaps sur CCCT, c'est-à-dire qu'elle les achetait au comptant et les revendait à terme. L'opération était semblable à un repo, sauf qu'il n'y avait pas d'appel de marge et que les titres devaient, même avant la conclusion du swap, se trouver en dépôt auprès de la Banque nationale. Les CCCT restent utilisables dans les repos avec la Banque nationale.

5 Si des fonds quittent les comptes des banques pour s'accumuler sur le compte de la Confédération, celle-ci place l'argent à terme auprès de la BNS et cette dernière a le droit de replacer les fonds auprès des banques. Les durées se situent entre 1 jour et 2 ans. Comme les replacements sont des dépôts non couverts et qu'ils se font au risque de la Confédération, celle-ci fixe des limites par partenaire. Les replacements permettent de compenser une diminution de la masse monétaire (le compte de la Confédération n'est pas inclus dans la masse monétaire).

fait que compenser une perte de liquidité, elle n'en crée pas. Elle est en outre restreinte par les limites que la Confédération fixe pour les banques auprès desquelles s'effectuent les replacements. Le repo en revanche est un instrument pratiquement sans risques, au potentiel de liquidité élevé et qui devrait être accessible à la plupart des banques.

Un objectif primordial de la BNS, en introduisant ce nouveau type d'opérations, est d'élargir le nombre de ses partenaires, afin que les banques moyennes et petites aient la possibilité de se refinancer directement auprès de l'institut d'émission. C'est pourquoi la Banque nationale a fixé un seuil très bas pour ses repos: elle est disposée à conclure une opération à partir d'un million de francs.

#### 4. Conclure avec la BNS

La Banque nationale mène ses opérations de politique monétaire sous forme d'enchères à 9 heures du matin, ou plus tard dans la journée bilatéralement. Pour les enchères, les banques intéressées appellent la Direction des opérations de change à 9 heures exactement, et celle-ci indique pour quelles opérations la BNS demande des offres:

- Swaps de devises: la BNS indique la monnaie à échanger contre des francs suisses, la durée et le prix<sup>6</sup>;
- Replacements: la BNS indique la durée et le prix;
- Repos: la BNS indique la durée et le prix<sup>7</sup>.

Les enchères de la Banque nationale portent ainsi sur la quantité et non sur le prix qui est fixé par avance. La BNS n'est pas tenue de procéder à des enchères chaque jour et le fait selon ses besoins. Elle n'est pas non plus obligée d'offrir les trois opérations. La plupart du temps, elle offre seulement un type d'opération, généralement le repo. Il arrive aussi qu'elle mette à disposition plusieurs durées pour le même type d'opération, par exemple un repo *overnight+tom/next* et un repo une semaine<sup>8</sup>. Les durées des repos par enchères ne sont pas toujours identiques et varient d'*overnight* à plusieurs mois selon les besoins de la politique monétaire.

Après avoir pris connaissance des conditions, les partenaires peuvent soit renoncer soit faire une offre portant sur un montant en millions, de francs suisses pour les replacements et les repos, ou de monnaie étrangère pour les swaps de devises. L'offre est acceptée entièrement ou partiellement, suivant que le total des offres est en dessous ou au-dessus de l'objectif de la BNS. L'opération est alors conclue dans ses éléments essentiels. Pour les swaps de devises et les repos, des détails doivent encore être fixés, si bien que la Banque nationale et ses partenaires se recontactent quelques minutes plus tard<sup>9</sup>. Pour les repos *general collateral*, à partir d'octobre 1998, les détails seront déterminés automatiquement par le système électronique de la SEGA. Les repos portant sur de gros montants sont répartis en tranches de 100 millions au maximum afin d'éviter qu'un ordre important ne bloque le système. Si les swaps de devises et les replacements doivent être confirmés par écrit le même jour, les repos quant à eux ne requièrent pas de confirmation pour autant que la SEGA ait pu concilier les ordres des deux partenaires.

La procédure actuelle pour les enchères oblige les banques à appeler toutes en même temps la Banque nationale. Avec l'accroissement du nombre de partenaires, il pourrait s'avérer préférable que la BNS publie ses conditions au travers des moyens de communication électroniques tels que Reuters ou Telerate. Lorsque le marché repo électronique sera mis en place, la BNS s'en servira probablement pour communiquer ses conditions et recevoir les offres des banques.

6 Le prix d'un swap de devises exprime la différence entre le cours au comptant et le cours à terme. Le cours au comptant est celui du marché. Un prix de -34 signifie qu'avec un cours au comptant p. ex. de 84.34, le cours à terme sera 84.00, indépendamment du cours du marché ce jour-là. Le prix est calculé au moyen de la différence sur les taux d'intérêt entre les deux monnaies.

7 Par exemple «nous offrons de la liquidité au moyen de repos, du 14 au 16 juillet 1998, à 1.80% par an».

8 *Overnight* signifie que l'argent est prêté aujourd'hui et rendu le jour ouvrable suivant. *Tom/next* signifie que l'argent est prêté le jour ouvrable suivant (*tomorrow*) et rendu un jour après (*next*). Une semaine commence à *spot* (deux jours ouvrables après le jour de conclusion) et se termine une semaine (de calendrier) plus tard.

9 Dans le swap de devises, il faut fixer encore le cours d'achat exact et les correspondants auprès desquels les paiements en monnaie étrangère auront lieu; le cours d'achat exact est un détail parce qu'il n'y a, sauf problème, pas de risque de change vu que les devises sont revendues à terme. Dans le repo, il faut indiquer

quels titres seront livrés (pour un *general collateral*) et quel est le prix d'achat. Le prix d'achat est le cours en bourse actuel, plus les intérêts courus, ou, pour les créances comptables à court terme, l'évaluation publiée par la BNS sur les pages Reuters SNB13 et SNB14. Le prix de rachat se calcule avec le prix d'achat augmenté de l'intérêt repo. Les parties doivent s'assurer que leurs calculs du prix de rachat concordent.

Plus tard dans la journée, la Banque nationale peut également conclure des repos ou d'autres transactions sur une base bilatérale. Les taux et les durées des opérations bilatérales peuvent différer de ceux annoncés lors des enchères. La Banque nationale ne conclut que si cela est nécessaire à la politique monétaire<sup>10</sup>, il n'y a donc pas de repo disponible en permanence. La seule source de liquidité que les banques peuvent utiliser à volonté est leur limite pour les avances sur nantissement<sup>11</sup>, dont le taux est supérieur de 2% au taux du marché. A partir de l'automne 1998, le système de la SEGA permettra aussi des repos *intraday*, c'est-à-dire que les fonds sont mis à disposition seulement pour quelques heures et doivent être remboursés avant la fin de la journée. La Banque nationale offrira peut-être ce genre de facilité.

La BNS a pour principe de conclure ses opérations aux prix du marché, mais évidemment elle influence par ses actions la formation des prix. Avec la généralisation des repos, les taux pour les *general collateral repos* deviendront probablement la référence sur le marché monétaire et la Banque nationale conclura ses opérations au taux actuel. Pour le moment, la BNS ne prévoit pas de donner au taux de ses repos un rôle d'indicateur de ses intentions. Il faudrait d'ailleurs pour cela qu'elle offre toujours la même durée, ce qui n'est pas le cas. La BNS ne publie pas le résultat de ses enchères.

10 Leo Schürmann, *La loi sur la Banque nationale*, éd. Stämpfli, Berne 1980, §6 du commentaire de l'art.14.

11 Art. 14 ch. 4 de la loi sur la Banque nationale. Le taux des avances sur nantissement varie chaque jour et est publié sur les pages Reuters SNB01 et Telerate 8629. Il est calculé sur la base de la moyenne des taux observés sur le marché monétaire, les deux jours précédents, pour l'argent au jour le jour. La moyenne est arrondie au huitième de point.

12 Art.14 LBN: «La Banque nationale est autorisée à effectuer les opérations suivantes:

1. ...  
2. Achat et vente ainsi que prise et mise en pension de bons du trésor et d'obligations de la Confédération, de créances inscrites au livre de la dette de la Confédération, d'obligations des cantons et des banques cantonales au sens de la loi sur les banques, de lettres de gage émises par les centrales suisses de lettres de gage, d'obligations facilement négociables d'autres banques suisses et de communes;

## 5. Le panier BNS

Pour obtenir des liquidités au moyen d'un repo, les banques doivent vendre des titres à la BNS. Celle-ci n'accepte pas n'importe quel papier. Elle est restreinte en particulier par les dispositions de la loi<sup>12</sup>. Elle a défini un panier de titres qu'elle est prête à accepter. Les partenaires savent ainsi que s'ils concluent un repo *general collateral*, ils peuvent livrer n'importe lequel des titres figurant dans le panier. Les titres acceptables sont identifiés par leur ISIN<sup>13</sup>. La Banque nationale tient à jour une liste et communique immédiatement toute modification à la SEGA.

Actuellement, le panier BNS est défini selon les critères suivants:

1. Les titres doivent être libellés en francs suisses. La libération, les paiements d'intérêts et le remboursement doivent se faire en francs suisses.

2. Les titres doivent être négociables auprès d'une bourse reconnue ou sur un marché représentatif<sup>14</sup> et livrables par la SEGA ou INTERSETTLE.

3. Seules sont admises les émissions qui atteignent un montant de 100 millions de francs, afin d'avoir un minimum de liquidité. Avec des émissions de moins de 100 millions, il arrive fréquemment que le dernier prix date trop pour être représentatif.

4. La BNS accepte les catégories de titres suivantes:

- emprunts obligataires classiques
- emprunts obligataires à taux variable
- emprunts obligataires à option, sans l'option
- créances comptables à court terme (CCCT)

Les emprunts de rang subordonné et les obligations convertibles ne sont pas admis. Les bons émis par la BNS elle-même selon l'art. 14 ch. 2<sup>bis</sup> de la loi ne sont pas mentionnés dans le panier parce que la BNS n'en a plus émis depuis le début des années 1980.

2<sup>bis</sup>. Emission et rachat ainsi que prise et mise en pension de ses propres bons, productifs d'intérêt, à deux ans d'échéance au plus, en tant que l'exige la politique d'open market;

3. Achat et vente (au comptant ou à terme) ainsi que prise et mise en pension d'effets de change et de chèques sur l'étranger portant au moins deux signatures qui offrent chacune toute garantie de solvabilité, à six mois d'échéance au plus,

d'obligations facilement négociables d'Etats étrangers, d'organisations internationales ou de banques étrangères, d'autres avoirs sur l'étranger, à douze mois d'échéance au plus, de produits dérivés (options, futures, forward rate agreements), en tant qu'ils sont utilisés pour la gestion des risques de marché inhérents aux créances détenues sur l'étranger;

13 International Security Identification Number.

14 Cette exigence provient de l'art. 12g de l'ordonnance sur les banques.

5. La BNS accepte les débiteurs suivants<sup>15</sup>:

- Confédération
- cantons
- autres débiteurs avec garantie explicite de la Confédération ou d'un canton
- communes suisses, y compris leurs centrales d'émission
- centrales suisses de lettres de gage
- Etats étrangers (administrations centrales) avec un *rating* minimum
- autres débiteurs avec garantie explicite d'un Etat étranger, avec un *rating* minimum
- organisations internationales avec un *rating* minimum
- banques étrangères avec un *rating* minimum.

Le *rating* minimum pour les débiteurs étrangers est «A» (Standard & Poors) ou «A2» (Moody's). Les titres qui n'ont que le *rating* minimum ne sont plus acceptés lorsqu'un déclassement est envisagé. La Banque nationale n'accepte pas les obligations de banques suisses, parce qu'elle ne veut pas accorder des crédits au système bancaire suisse en prenant pour garantie des obligations de ce même système bancaire. Le partenaire qui emprunte de l'argent au moyen d'un repo ne peut livrer des titres émis par lui-même ou par des entreprises faisant partie de la même entité économique. A partir d'une participation de 20%, une entreprise est réputée faire partie de la même entité économique. Cette règle ne s'applique toutefois pas aux participations aux centrales de lettres de gage.

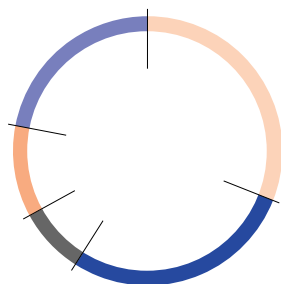
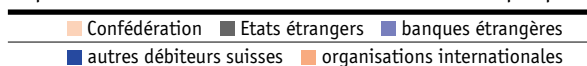
Le graphique 1 présente le panier BNS réparti selon les débiteurs. Les titres pouvant faire partie du panier BNS totalisent environ 180 milliards de francs suisses. Le panier a été défini de manière assez large pour qu'il puisse servir aussi aux *general collaterals* entre banques, ceci afin d'éviter que plusieurs paniers se fassent concurrence. La grande majorité de ces titres se trouvent dans les dépôts des clients, si bien que les banques doivent souvent les emprunter avant de conclure un repo. La BNS comme les autres participants au marché acceptent, en garantie de leurs repos, des titres empruntés.

Dans la pratique des premiers mois, les banques ont livré principalement des titres de la Confédération (créances comptables à court terme et obligations), vraisemblablement parce qu'elles en détiennent des blocs plus importants. Comme chaque catégorie de titres fait l'objet d'un repo séparé dans la première version du système, il est plus rapide de livrer un seul bloc plutôt que plusieurs catégories de titres différentes. Toutefois, à partir d'octobre 1998, le processus de sélection automatique des titres GCselect devrait permettre de livrer de plus petits blocs vu qu'il ne sera plus nécessaire de passer une transaction séparée pour chaque catégorie de titres.

Lorsque le système repo de la SEGA le permettra, la BNS élargira probablement son panier et acceptera des titres libellés en monnaie étrangère, pour autant que la livraison puisse avoir lieu au même instant que le paiement des francs. Ceci devrait permettre aux partenaires étrangers, qui souvent ne détiennent pas de titres en francs suisses, de joindre le marché repo suisse.

Le panier BNS

Graphique 1



15 Les débiteurs suisses sont mentionnés au chiffre 2, les débiteurs étrangers au chiffre 3 de l'article 14 de la loi sur la Banque nationale.

## 6. Volume des repos de la BNS

Le montant total des repos en cours de la BNS a progressé rapidement dans les premières semaines et fluctue depuis juillet 1998 entre 8 et 12 milliards de francs. La progression rapide illustrée par le graphique 2 montre la volonté de la Banque nationale de mettre l'accent sur le nouvel instrument.

Pour l'instant, la Banque nationale n'a utilisé les repos que pour créer de la liquidité. Le besoin d'injecter de la liquidité apparaît fréquemment parce qu'une grande partie de la masse monétaire est créée sur une base temporaire, par des repos, des swaps et des replacements. A l'échéance d'une opération, il faut la renouveler sans quoi la masse monétaire diminue. Les fluctuations saisonnières dans la demande de comptes de virements et surtout de billets de banques ainsi que les paiements sur le compte de la Confédération obligent également la Banque nationale à procéder à des opérations destinées à stabiliser les comptes de virements des banques. Bien que le besoin ne s'en soit pas fait sentir jusqu'à présent, il est aussi possible de résorber de la liquidité au moyen de repos. La Banque nationale doit simplement disposer de titres acceptables.

Comme le montre le graphique 3, les repos sont devenus l'instrument principal de la Banque nationale.

## 7. Négoce électronique

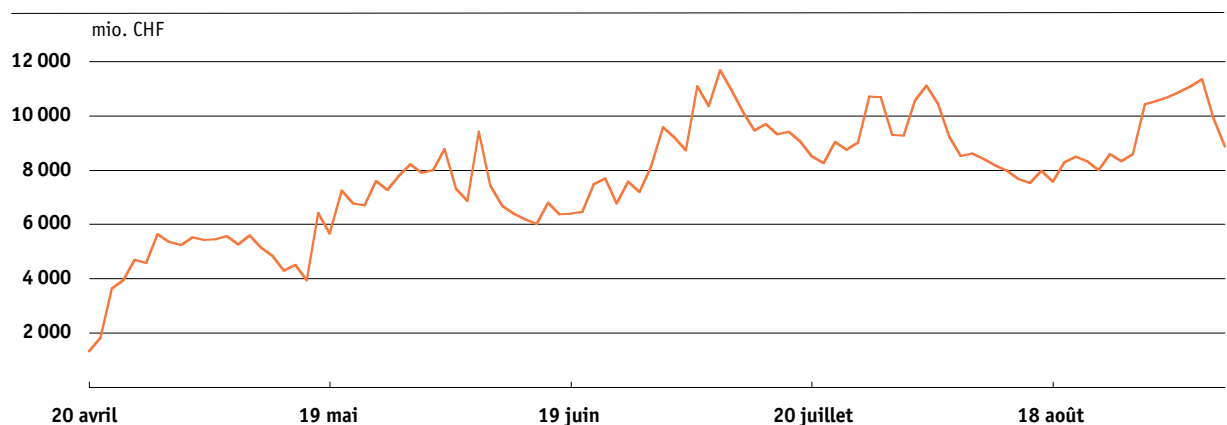
Le négoce des repos en Suisse se fait pour l'instant par téléphone. A partir de 1999 toutefois, la Bourse suisse mettra à disposition une plate-forme pour le négoce électronique des repos. La plate-forme repo sera indépendante du négoce de titres, si bien que la participation ne sera pas limitée aux membres de la Bourse suisse et qu'aucune finance d'entrée ne sera perçue. Les services de la Bourse suisse ne seront pas restreints au marché suisse des repos. Les partenaires étrangers pourront participer, des monnaies étrangères seront aussi traitées et le système sera ouvert à des participants qui ne sont pas membres de la SEGA ou INTERSETTLE. L'introduction du négoce électronique est prévue en deux phases:

### a) Off market

Un système *off market* sera d'abord mis en place. La banque désirant conclure un repo transmet une demande d'offres à un, plusieurs ou tous les participants. Les instituts intéressés envoient alors des offres fermes que la banque peut accepter en tout ou partie, rejeter ou ignorer; elle peut aussi faire une contre-offre. La validité des offres est limitée dans le temps. Lorsqu'une offre est acceptée, les données sont transmises automatiquement à la SEGA (pour autant que le règlement se fasse par elle), ce qui évite aux partenaires de devoir saisir l'opération à nouveau. La Banque nationale se servira probablement de ce système pour ses enchères.

Volume des repos de la BNS

Graphique 2



## b) On market

Dans une deuxième phase, un système *on market* fera se rencontrer automatiquement l'offre et la demande pour des contrats standardisés. Les banques introduiront leurs offres dans le système, celui-ci vérifiera s'il existe des partenaires disposés à traiter au prix limite proposé ou à un prix plus favorable, et assurera une conclusion automatique au prix le plus avantageux. En cas de pluralité d'offres au même prix, la plus ancienne l'emporte. Des conclusions partielles sont possibles, à moins d'avoir spécifié que l'on veut tout ou rien. Les auteurs des offres resteront anonymes jusqu'à la conclusion, mais le système affichera le total des offres pour chaque prix, si bien qu'il sera toujours possible de voir où se situe le taux du marché. Le négoce électronique sera aussi muni d'un système de limites. Ainsi, les participants ne seront pas forcés d'entrer en relation avec des partenaires non désirés ou de conclure des montants importants avec des partenaires de faible taille.

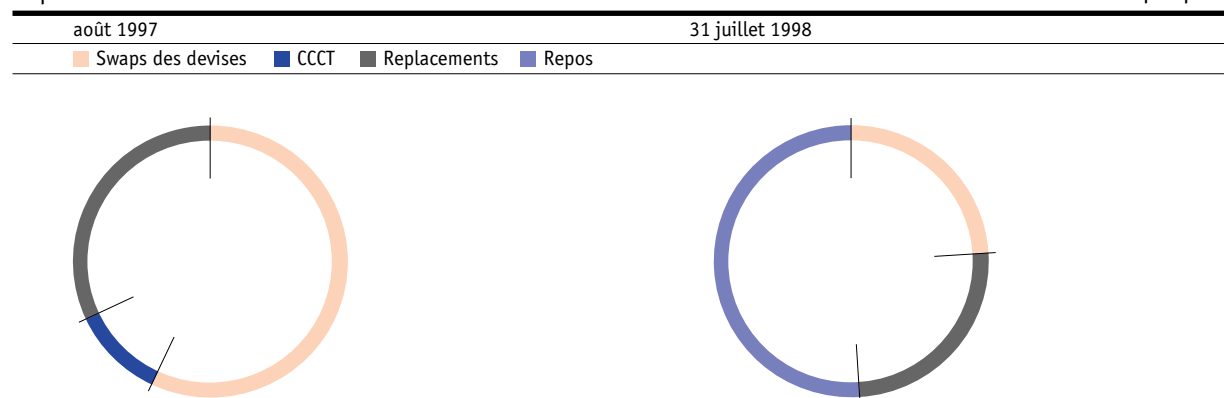
## 8. Paiement des fonds et livraison des titres

La Banque nationale recourt au système informatique SECOM de la SEGA<sup>16</sup> pour le règlement de ses repos. Grâce au lien entre SECOM et le système de paiement interbancaire SIC<sup>17</sup>, le paiement et le transfert des titres ont lieu simultanément, trait pour trait. Les fonds sont crédités sur le compte SIC de l'emprunteur de fonds, et les titres sont comptabilisés par SECOM dans le dépôt du prêteur de fonds à la SEGA. Ainsi, le risque de règlement disparaît. La Banque nationale en a fait une condition essentielle pour l'utilisation du repo. Le règlement commence dès la conciliation des ordres par SECOM pour les repos dont la transaction d'ouverture a lieu le même jour. Pour les repos conclus un jour précédent, le processus de règlement commence à 8 heures du matin, donc après le traitement de la majorité des paiements de faible montant. Ainsi, on évite que les repos, qui ont un degré de priorité élevé dans le SIC et portent sur des sommes importantes, ne perturbent la séquence de règlement.

A partir du 26 octobre 1998, il ne sera plus nécessaire, dans un repo *general collateral*, de spécifier au moment de la conclusion quels titres seront livrés. Les banques marqueront, dans leur dépôt de titres à la SEGA, ceux qu'elles sont prêtes à donner en repo. Elles ne mettront donc pas à disposition l'ensemble de leur dépôt, mais seulement les titres dont elles n'ont pas besoin dans l'immédiat. Elles pourront aussi limiter le marquage à une partie d'une position (p. ex., une banque détient 100 millions de Confédération 6,25 % 2003 mais n'en marque que 70 millions). Le marquage sera limité dans le temps. Les

Importance relative des instruments de la BNS

Graphique 3



16 SECOM = SEGA Communication System. La SEGA est une entreprise commune aux banques suisses fondée en 1970; c'est elle qui a la garde de la plupart des titres en francs suisses et qui effectue les transferts de titres entre banques.

17 SIC = Swiss Interbank Clearing. Contrairement à son nom, le SIC n'est pas un clearing mais un système de paiements bruts en temps réel. Les paiements ne

sont effectués que lorsque la couverture est suffisante, et ils sont définitifs. Le SIC utilise, pour les paiements en francs suisses, les comptes de virements des banques auprès de la Banque nationale suisse.



titres ne peuvent de toute manière pas être utilisés au-delà de leur échéance, mais les banques auront la possibilité de ramener la disponibilité à une durée plus courte. Après la conclusion du repo, les partenaires feront parvenir leurs instructions au système SECOM et celui-ci enclenchera un programme spécial, nommé GCselect, qui choisira automatiquement les titres à transférer. Le choix comprendra plusieurs étapes. D'abord, le GCselect groupera tous les titres marqués acceptables, en excluant les titres sur lesquels un intérêt ou un dividende soumis à un impôt anticipé devrait être versé pendant la durée du repo<sup>18</sup>. Ensuite, il classera les titres selon deux classes de priorité, à savoir la durée du marquage et le volume de la position. Le GCselect choisira de préférence des titres marqués pour une brève période, afin de ne pas bloquer ceux qui sont disponibles à long terme dans des repos de courte durée. En ce qui concerne le volume, le GCselect essaiera d'éviter que trop de titres différents soient transférés en couverture d'un repo, il accordera donc la priorité aux plus grosses positions.

Le traitement de contrats *general collateral* standardisés fera partie des services offerts par la SEGA. Ces contrats auront chacun un numéro ISIN, indépendant des titres donnés en repo. Sont prévus *intraday*, *overnight*, *tom/next*, *spot/next*, une semaine, deux semaines, ainsi que des repos échéant aux dates IMM<sup>19</sup> jusqu'à une année. Il suffira d'indiquer à la SEGA le numéro ISIN du contrat. Grâce au GCselect et aux contrats standardisés, la conclusion d'un repo sera aussi simple que celle d'un dépôt non couvert. La Banque nationale conclura une bonne partie de ses repos au moyen de contrats standardisés.

Le prêteur de fonds devient propriétaire légal des titres obtenus par un repo. Il peut en disposer librement en les réutilisant dans un autre repo (comme emprunteur de fonds cette fois-ci) ou en les revendant, ce qui bien sûr l'obligera à les racheter au plus tard à l'échéance du repo. La réutilisation dans d'autres repos a un effet multiplicateur sur un panier utilisé en *general collateral*. Il est peu probable que la Banque nationale réutilisera les titres obtenus en repo, d'une part parce que sauf exception, elle ne va pas annuler l'effet d'une de ses opérations par une opération en sens contraire, et d'autre part parce qu'elle dispose d'un portefeuille de titres propres suffisant. Le système SECOM permet aussi la substitution de titres pendant la durée du repo, mais il faut que le prêteur de fonds ait accordé ce droit explicitement, les contrats standard ne le prévoient pas.

Si un paiement d'intérêts, un dividende ou un autre revenu sur les titres échoit pendant la durée du repo, c'est le propriétaire légal qui le reçoit. Mais, d'après le principe du repo, ces revenus doivent être transmis au propriétaire originel des titres, qui reste l'ayant droit économique. Si le prêteur de fonds a vendu les titres, il doit procurer à l'emprunteur de fonds une prestation équivalente; il n'essuie pas de perte, parce que le prix de vente tenait compte des revenus attendus. Pour les opérations de gestion les plus courantes, le SECOM assure un versement automatique au bénéficiaire économique. L'emprunteur de fonds est ainsi mieux assuré que les revenus lui parviendront effectivement, et la tâche du prêteur de fonds est allégée.

Le remboursement du repo est déclenché automatiquement à l'échéance dès 8 heures du matin par SECOM, pour autant bien sûr que les titres et les fonds soient disponibles. Les partenaires n'ont pas besoin d'entreprendre quoi que ce soit.

## 9. Gestion du risque

Le risque le plus important, dans un repo, est celui qu'un partenaire ne puisse remplir son obligation à l'échéance et que le cours des titres ait évolué dans un sens défavorable. Ce risque est réduit considérablement du fait que les repos prévoient des appels de marge, c'est-à-dire que le partenaire qui n'est pas assez couvert peut exiger de sa contrepartie une livraison de titres ou de fonds pour un montant équivalent à la différence.

La procédure commence avec une évaluation quotidienne des créances et obligations résultant de chaque repo. Les titres sont évalués à leur cours de marché, y compris l'intérêt couru, et les fonds sont augmentés de l'intérêt repo pour la durée déjà écoulée; les créances comptables à court terme n'étant pas cotées en bourse, on utilise l'évaluation de la Banque nationale. Les sommes ou titres transférés du fait d'un appel de marge précédent sont aussi pris en considération. SECOM calcule alors pour chaque participant son risque net vis-à-vis de chacun des autres participants. Un éventuel appel de marge a donc lieu non pas pour chaque repo pris individuellement, mais sur la base de l'ensemble des repos conclus entre deux partenaires. Les participants fixent unilatéralement une limite maximale à leur risque net vis-à-vis de chacun de leurs partenaires. La Banque nationale a des limites de tolérance standardisées vis-à-vis de ses partenaires. Lorsque le ris-

18 Afin d'éviter le double versement de l'impôt anticipé, voir plus bas page 45.

19 Le 3e mercredi du mois; IMM = International Monetary Market.

que net dépasse la limite fixée, l'appel de marge a lieu et la banque débitrice doit livrer des titres ou des fonds pour un montant au moins égal au risque net.

Dans les repos automatisés à partir d'octobre 1998, SECOM déclenchera automatiquement les appels de marge. Il effectuera la livraison selon l'ordre de priorité suivant:

1. En premier lieu, si la banque débitrice a reçu des fonds en tant que bénéficiaire d'un appel de marge précédent, ils sont retransférés. Cette priorité provient du fait que les fonds livrés sur appel de marge ne sont pas rémunérés.

2. Ensuite, les titres provenant d'appels de marge sont retransférés. Les titres obtenus lors d'un appel de marge restent bloqués dans le dépôt du bénéficiaire parce qu'on ne sait pas quand il faudra les retransférer.

3. En troisième lieu, des titres sont transférés. Le système transfère en priorité les titres que les participants ont réservés pour les appels de marge. En cas d'insuffisance, il a recours aux autres titres marqués pour les repos.

4. Finalement, si rien d'autre n'est possible, SECOM débite le compte SIC de la banque débitrice du montant du risque net. Cette procédure met le bénéficiaire de l'appel de marge dans une position solide vis-à-vis du débiteur.

Une autre manière d'atténuer le risque consiste à appliquer une marge de sécurité (*haircut*), par exemple lorsque les titres sont achetés à 95% de leur valeur de marché. Mais comme dans ce cas, la sécurité de l'un est le risque de l'autre, les repos standard sur le marché suisse ne prévoient pas de marge de sécurité. La Banque nationale n'en exige pas non plus.

Les contrats relatifs aux repos prévoient aussi des garanties en cas de difficultés d'un partenaire. Le repo concerné ou, dans les cas graves, l'ensemble des repos avec le partenaire fautif est liquidé. Les deux partenaires gardent les fonds et les titres (ils en deviennent alors également ayants droit économiques), une évaluation a lieu et le montant net non couvert doit être payé le jour suivant. Des intérêts moratoires peuvent être exigés<sup>20</sup>.

## 10. Fondements juridiques

Un repo peut être considéré du point de vue des partenaires au contrat, des prestataires de services pour le règlement, de la surveillance bancaire ou des autorités fiscales. Il n'est donc pas surprenant que des normes diverses soient applicables. Les considérations qui suivent se limitent au droit suisse.

20 Cette procédure est essentiellement celle prévue par le Global Master Repurchase Agreement de l'ISMA (International Securities Market Association).

### a) conclusion des repos

Il n'existe pas, dans la législation suisse, de disposition définissant le repo. La transaction est en principe soumise aux dispositions du code des obligations sur la vente. Les participants au marché repo ont toutefois réglé les repos de manière plus précise par voie contractuelle, avec le contrat cadre suisse relatif aux prises et mises en pension de titres. Il s'agit d'un contrat d'adhésion: il est le même pour tous les participants et un institut intéressé n'a pas de possibilité d'en négocier les termes. En signant une fois le contrat et en le déposant à la SEGA, le nouvel adhérent est lié vis-à-vis de tous les signataires précédents et futurs. La SEGA a la charge d'annoncer l'arrivée ou le retrait d'un participant. Ce contrat standard à signature multilatérale permet d'éviter la multiplication de contrats à contenu différent. Le contrat cadre suisse correspond pour l'essentiel au Global Master Repurchase Agreement (GMRA) qui est fréquemment employé à l'étranger ou pour des repos internationaux. Avec l'internationalisation du marché repo suisse, le GMRA pourra être aussi appliqué.

Des règles et usages complètent le contrat cadre. Par exemple, les participants au marché des repos *general collateral* sont convenus de ne pas introduire d'ordres supérieurs à un montant fixe en millions de francs suisses afin de diminuer le risque d'un blocage du système. En outre, chaque transaction individuelle peut déroger, si les partenaires le stipulent expressément, aux règles du contrat cadre.

### b) repos de la Banque nationale

La Banque nationale ne peut conclure, pour sa politique monétaire, que les opérations auxquelles elle est autorisée par la loi<sup>21</sup>. Depuis novembre 1997, l'article 14 de la loi sur la Banque nationale autorise la conclusion de repos. L'expression «mise et prise en pension» introduite lors de la révision de 1997 doit être comprise comme visant les repos<sup>22</sup>. L'article est très détaillé en ce qui concerne les valeurs que la Banque peut accepter. Cela est dû au fait que la conception de la loi est toujours celle du début du siècle, lorsque la Banque devait gagner la confiance d'un public encore peu habitué aux billets de banque en n'investissant que dans des avoirs extrêmement sûrs et à très court terme. Concernant les modalités de l'opération en revanche, la loi laisse une grande latitude à la BNS, ce qui est préférable vu que le marché repo va certainement évoluer au cours des années. Les conditions générales de la BNS sont aussi applicables<sup>23</sup>.

21 Leo Schürmann, *La loi sur la Banque nationale*, éd. Stämpfli, Berne 1980, §3 du commentaire de l'art. 14.

22 FF 1997 II 884.

23 Actuellement Recueil des conditions, C.2.3, qui renvoie à des «règles contractuelles particulières».

Lorsque la BNS conclut ses opérations, elle est liée par les principes généraux du droit public<sup>24</sup>, par exemple l'égalité de traitement et l'interdiction de l'arbitraire. La concrétisation de ces principes est souvent délicate. Ils garantissent néanmoins aux partenaires de la BNS que celle-ci ne va pas exploiter leur manque de liquidité pour maximiser son bénéfice, fixer des prix différents suivant les partenaires ou mieux servir une banque que les autres.

### c) prestataires de services

Les participants au marché repo suisse doivent signer avec la SEGA ou sa branche internationale INTERSETTLE le contrat relatif au traitement des opérations de pensions. Là aussi, il s'agit d'un contrat d'adhésion. Les conditions générales ainsi que le contrat de prestation de services (qui porte sur les services de garde et transfert de titres) de la SEGA ou INTERSETTLE sont également applicables. Mais le document le plus important pour les repos est constitué par les spécifications techniques de la SEGA/INTERSETTLE. C'est dans ces spécifications qu'on trouve le détail des prestations concernant les repos, donc le degré d'automatisation du système repo en Suisse. Elles règlent aussi en partie les droits et devoirs des parties, par exemple dans les repos standard. Les spécifications évoluent bien entendu avec le développement du projet.

Par ailleurs, lorsque le négoce électronique deviendra possible, les participants devront signer un contrat avec la Bourse suisse.

### d) réglementation bancaire

Certes, la réglementation bancaire ne concerne pas directement la Banque nationale, mais elle s'applique à ses partenaires. Dès lors, elle a aussi son importance pour les repos de l'institut d'émission.

Les conséquences des repos au point de vue des exigences en fonds propres sont réglées à l'art. 12g de l'ordonnance sur les banques. Le prêteur de fonds ne doit pas couvrir sa créance par des fonds propres; seule une éventuelle différence entre la somme du repo et la valeur boursière des titres doit être couverte comme s'il s'agissait d'une avance en blanc. Trois conditions doivent être remplies: les titres doivent être négociés auprès d'une bourse reconnue ou sur un marché représentatif, ils doivent faire l'objet d'une évaluation quotidienne au cours du marché, et des excès ou insuffisances de couverture doivent être rectifiés quotidiennement par des appels de marge. Grâce à cette disposition, les repos disposent d'un avantage par rapport au produit concurrent que sont les dépôts en blanc.

Les dispositions sur les gros risques contiennent à l'article 21i une règle analogue à celle relative aux fonds propres: seule une éventuelle différence entre la somme du repo et la valeur boursière des titres doit être prise en compte lorsque les conditions de l'article 12g sont remplies.

Les repos ont également des conséquences du point de vue des exigences relatives aux liquidités<sup>25</sup>. La Commission fédérale des banques et la Banque nationale ont publié le 28 mai 1998 une circulaire relative à la partie monétaire (la somme d'argent; ceci concerne donc l'emprunteur de fonds, qui a un engagement à court terme) des repos interbancaires. Selon cette circulaire, seul le total de tous les risques nets résultant de repos doit être pris en compte pour le calcul des exigences en matière de liquidité de caisse et de liquidité globale, lorsque toutes les conditions de l'article 12g de l'ordonnance sur les banques sont réunies. Le côté titres quant à lui est soumis aux règles générales sur les liquidités. L'emprunteur de fonds ne peut plus compter les titres comme actifs facilement réalisables, même s'il a comptabilisé le repo comme un prêt et que les titres sont demeurés dans son bilan. Le prêteur de fonds peut faire figurer les titres parmi ses actifs facilement réalisables, pour autant qu'il ait choisi un mode de comptabilisation qui les fasse apparaître dans son bilan.

La comptabilisation des repos est, suivant le chiffre 49 des Directives de la Commission fédérale des banques sur l'établissement des comptes<sup>26</sup>, possible de trois manières différentes:

- comme opération achat/vente au comptant et vente/achat à terme simultané (swap),
- comme prêt/emprunt de titres contre couverture en espèces,
- comme avance contre couverture en titres ou dépôt de fonds avec mise en gage de propres titres.

La Banque nationale comptabilise ses repos selon la troisième méthode. Dans ses situations, les repos figurent sous les rubriques «créances en francs suisses résultant de pensions de titres» et «engagements en francs suisses résultant de pensions de titres».

### e) impôts

Une circulaire de l'Administration fédérale des contributions<sup>27</sup>, entrée en vigueur au 1er janvier 1997, a précisé l'interprétation de la loi sur les droits de timbre en ce sens que les repos ne sont pas soumis au droit de timbre de négociation. L'autorité fiscale les considère maintenant comme une opération de

24 ATF 109 Ib 155.

25 Art. 15 à 20 de l'ordonnance sur les banques.

26 Du 14 décembre 1994, modifiées les 14 novembre 1996 et 22 octobre 1997.

27 S-02.140 (11.96).

financement; le paiement d'une somme d'argent a lieu en vertu d'un prêt, et les titres sont transférés en garantie de ce prêt. Pour éviter d'être soumis au droit de timbre, un repo doit remplir certaines conditions. L'emprunteur de fonds doit rester l'ayant droit économique des titres, les fluctuations du cours des titres doivent donner lieu à des appels de marge et les partenaires doivent convenir d'un taux d'intérêt repo. C'est cette circulaire, combinée avec les dispositions relatives aux fonds propres et la révision de la loi sur la Banque nationale, qui a permis l'apparition du repo en Suisse.

Il peut arriver qu'un revenu (coupon ou dividende) soit payé sur un titre donné en repo, et qu'il soit soumis à l'impôt anticipé de 35%. L'Administration fédérale des contributions court alors le risque que les deux partenaires (le propriétaire légal des titres, par qui le paiement a transité s'il a conservé les titres, et l'ayant droit économique) réclament le remboursement des 35%. Pour éviter cela, le contrat cadre<sup>28</sup> prévoit un deuxième versement au fisc. Outre les 65% qu'il doit verser à son partenaire selon le principe du repo, le prêteur de fonds doit ainsi payer 35% à l'Administration fédérale des contributions ou, s'il est étranger, à l'emprunteur de fonds suisse qui en effectuera le versement. Le prêteur de fonds, s'il détient encore les titres, et l'emprunteur de fonds ont alors chacun une créance vis-à-vis de l'Administration fédérale des contributions. Le prêteur de fonds peut compenser son obligation de verser 35% avec sa créance en remboursement.

L'intérêt repo est également soumis à l'impôt anticipé lorsqu'il est payé par une banque à un partenaire autre qu'une banque. En outre, une partie des prestations de la SEGA sont soumises à la TVA.

## 11. Conclusion

Comme on l'a vu, les repos sont des opérations simples dans leur définition mais compliquées dans la pratique. L'automatisation qu'offre la SEGA permet cependant de traiter ces opérations de manière rapide, rationnelle et sûre. La Banque nationale suisse est reconnaissante à la SEGA et aux autres participants d'avoir développé ce projet. Dès l'introduction des repos, la BNS s'est servie de cet instrument et en a fait rapidement son principal outil pour la mise en œuvre de la politique monétaire. Un système efficace pour les repos devrait aussi contribuer au renforcement de la place financière suisse.

<sup>28</sup> Art. 13 al. 3; dès le 26 octobre 1998: 14 al. 3.