

## **Repo - un instrument financier pour les banques**

Victor Füglistler, Directeur adjoint de l'Association suisse des banquiers

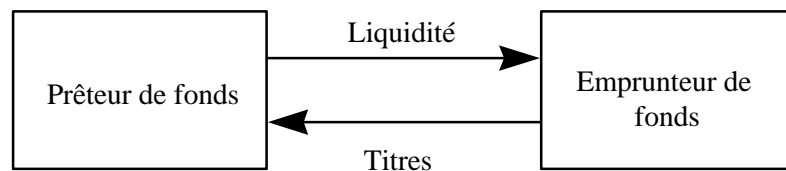
Mesdames, Messieurs,

Le marché des pensions (REPO) n'est ni une nouveauté ni une invention suisse. Les premiers "Repurchase agreements" ont été conclus aux Etats-Unis, peu de temps après la fondation du Federal Reserve System en 1913, alors que la Federal Reserve Bank commençait à accepter des Banker's Acceptances en tant que garanties contre les liquidités qu'elle mettait à la disposition des banques participantes. Mais la croissance du marché américain des pensions a effectivement commencé à la fin des années 70 et s'est développée de manière parallèle à l'endettement des Etats-Unis. La dérégulation des marchés financiers internationaux et la mobiliérisation en pleine croissance ont contribué à l'augmentation de l'importance du marché des pensions au cours des années 80. Ceci n'est pas surprenant, car le trafic libre des capitaux et le flux international des investissements ont provoqué des impasses de liquidité d'une part et des excédents de liquidités d'autre part. La Bank of England n'a introduit le marché des pensions en gilts formellement qu'en janvier 1996. Après huit mois déjà, on pouvait constater un volume de 80 milliards de livres. En ce qui concerne les USA, on estime le volume actuel à environ 2 billions de dollars américains, ce qui représente à peu près 70% des opérations de pensions du monde entier. Les grandes banques suisses y sont aussi impliquées. Pour elles le marché des pensions n'est donc pas nouveau. Ce qui l'est par contre, c'est l'extension du système aux francs suisses en vue d'une standardisation du marché, qui commencera la semaine prochaine grâce à la précieuse coopération de la Banque nationale suisse et de la SEGA.

Permettez-moi de vous expliquer brièvement comment se déroule une opération de pension:

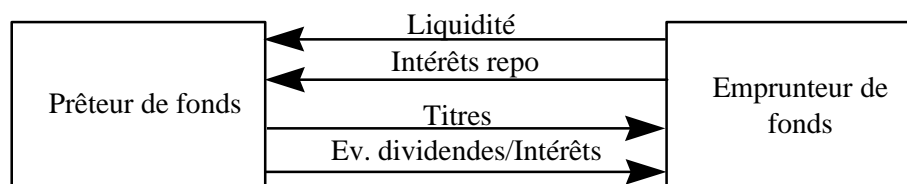
l'emprunteur cherche un prêteur de fonds sur le marché afin de pouvoir remédier à un resserrement de liquidités au moyen d'un prêt. Pour l'emprunteur, il s'agit d'une mise en pension (Repurchase agreement) tandis que pour le prêteur de fonds, il s'agit d'un achat au comptant lié à une vente à terme, ce qu'on appelle une prise en pension ou Reverse Repo. Afin de faciliter le crédit et d'en réduire le coût, l'emprunteur remet des garanties à son partenaire, par exemple sous forme de papiers-valeurs.

*Fig. 1: Ouverture d'un repo*



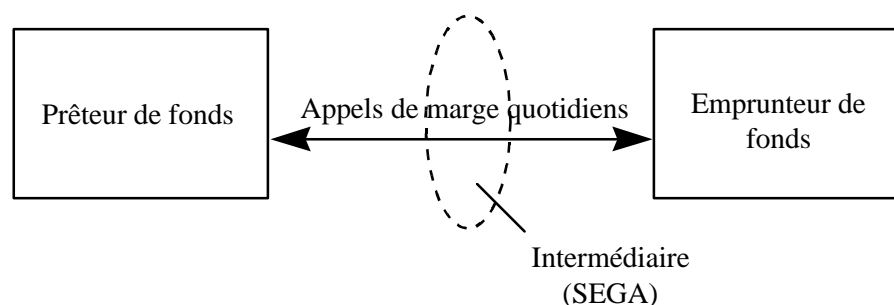
Après l'écoulement de la durée du contrat, les prestations fournies sont échangées: le prêteur de fonds redonne les garanties et reçoit en retour le montant nominal du capital mis à disposition, plus un intérêt repo. La propriété formelle des garanties passe au prêteur de fonds lors de la conclusion du contrat et revient à l'emprunteur à l'échéance. C'est pourquoi les intérêts et dividendes versés sur les titres mis en pension pendant la durée du contrat sont payés au prêteur de fonds. Mais comme l'emprunteur veut rester l'ayant droit économique des titres, le prêteur de fonds doit le créditer de tout dividende ou intérêt échus.

*Fig. 2: Fermeture du repo*



Dans ce sens, les opérations de pensions peuvent être comparées à un "swap" (p.ex. un swap de créances comptables à court terme) ou à un buy/sell back. Cependant l'une des plus grandes différences entre ces différents types d'opérations apparaît pendant la durée du contrat: les titres remis comme garanties sont soumis aux fluctuations du marché et aux facteurs spécifiques à l'émetteur qui influencent le cours de manière positive ou négative. Ainsi le prêt peut être tantôt insuffisamment couvert, tantôt couvert à plus de 100%. Il existe plusieurs façons de se protéger contre ce risque. Par exemple, les parties peuvent décider de couvrir le prêt à plus de 100%. Ce système qui comprend une marge de sécurité (en anglais: haircut) prend en considération les intérêts du prêteur de fonds, mais pas ceux de l'emprunteur, ce qui provoque un conflit d'intérêts. Le modèle suisse est élaboré de telle manière qu'il évite de tels conflits. Selon ce modèle, les titres sont remis à la valeur du marché. Simultanément, les fluctuations sont évaluées chaque jour et compensées. A cet effet, la SEGA joue un rôle très important. Non seulement elle assure la garde des titres mis en pension, mais elle se charge également de leur évaluation et de la livraison de garanties supplémentaires sous forme de titres ou de liquidités.

*Fig. 3: Compensation des fluctuations*



La mise ou la prise en pension est un instrument financier qui présente des similitudes, mais aussi des différences par rapport aux autres instruments. En voici quelques-unes.

**Repo comparé à buy/sell-back:** l'achat et la vente simultanés de titres fait également partie des opérations de pensions. Contrairement aux "véritables" pensions, ces opérations sont conclues séparément et souvent sans contrat, ce qui accroît le risque pour les deux parties. En effet, aucun appel de marge n'est effectué.

**Repo comparé aux avances sur nantissement:** dans un crédit lombard, les titres servent également à couvrir le crédit. Toutefois, ils sont mis en nantissement (sans transfert de la propriété). Les titres mis en nantissement sont immobiliers (art. 17 loi fédérale sur les banques) et ne peuvent être vendus que sous certaines conditions. L'utilisation des titres dans plusieurs opérations n'est pas possible.

**Repo comparé au securities lending:** bien que les deux opérations aient de nombreux points communs, le motif économique sur lequel elles reposent est totalement différent: lors d'une opération de pension, le besoin monétaire est déterminant tandis que lors du securities lending, des titres sont prêtés pour parer à un retard de livraison ou à une position insuffisante. C'est pourquoi on parle également de prêt de titres contre commission en faveur du prêteur. En règle générale, le prêt de titres est couvert par d'autres titres (collateral). Cependant, il n'y a pas d'appel de marge en cas de variation de cours.

**Repo comparé au FX-forward ou aux swaps:** le FX-forward est une opération à terme sur devises. Deux monnaies sont échangées pendant une durée déterminée. Le cours à terme se calcule par "spot rate", par la durée et par le différentiel d'intérêt. Les garanties (collateral) sont donc données non pas sous forme de titres mais de liquidités. Contrairement aux pensions, il n'y a pas d'appel de marge, même lors d'importantes fluctuations.

**Repo comparé aux dépôts:** les opérations traditionnelles sur le marché de l'argent comportent de gros risques liés à la contrepartie, étant donné que les crédits sont accordés sans garantie.

Les comparaisons que je viens de faire mettent en évidence les caractéristiques des opérations de pension. Tout d'abord, l'aspect des risques: lors d'un crédit non

couvert, les banques doivent couvrir le risque pondéré de la contrepartie (c'est-à-dire le risque que le débiteur ne tienne pas ou que partiellement ses engagements) avec des fonds propres à un taux entre 2 et 8%, selon la catégorie de débiteurs. Si le crédit est mis en danger durant la durée, des provisions supplémentaires doivent être constituées. Lors d'opérations de pensions, le risque lié à la contrepartie se réduit à une différence négative entre la valeur des titres et celle du montant prêté. Vu que cette différence est compensée tous les jours, le risque se réduit aux fluctuations d'un jour au maximum, ce qui distingue nettement les pensions des autres instruments financiers couverts. Le risque de marché des garanties est également réduit à un minimum grâce aux appels de marge journaliers. Grâce au SECOM, le risque lié au règlement est également réduit effectivement à zéro. Le SECOM est le système de traitement SEGA qui fonctionne selon le principe de la "livraison contre paiement". Monsieur Haeberli vous donnera de plus amples informations à ce sujet.

J'aimerais pour conclure encore mentionner les perspectives du marché des pensions dans notre pays. Nous disposons en Suisse d'un réseau de négoce et de règlement intégré unique au monde, fonctionnant en temps réel. Et ceci non seulement pour les dérivés à la SOFFEX, mais également pour le négoce des titres eux-mêmes, de la conclusion boursière à la comptabilisation des fonds par le SIC et des titres auprès de la SEGA. De cette manière les conditions essentielles sont réunies pour le déroulement des pensions selon des méthodes standardisées et automatisées, en garantissant une sécurité maximale. Ces conditions permettront une communication étroite entre le domaine des liquidités et celui du marché des capitaux. L'évolution constatée à l'étranger nous montre que ces deux secteurs, strictement séparés jusqu'à présent, doivent se rapprocher. Ces possibilités auront des incidences extrêmement positives pour les banques commerciales, et pas seulement pour les grandes banques. L'ouverture du marché des pensions en Suisse devrait réorienter le marché financier dans différentes directions:

**Premièrement** les pensions serviront d'instrument supplémentaire pour la gestion du marché monétaire, comme l'a expliqué monsieur Spörndli de la Banque nationale. Cette dernière a défini à cet effet les titres admissibles dans un "panier BNS".

**Deuxièmement** les banques commerciales sont libres de conclure des opérations de pensions interbancaires avec d'autres titres. Elle ne devront pas se limiter aux titres rapportant des intérêts; les actions pourront également être utilisées comme garanties de prêts interbancaires. Grâce au SECOM, tous les papiers-valeurs et droits-valeurs admis à la SEGA pourront être utilisés pour les opérations de pensions. Il faut s'attendre à ce que les banques remplacent de plus en plus souvent les opérations classiques du marché monétaire par des opérations de pensions. Ainsi,

- les risques liés à la contrepartie seront réduits
- les fonds propres seront utilisés plus efficacement
- la liquidité du marché augmentera.

**Enfin**, un marché des pensions liquide permet également de couvrir des positions insuffisantes de manière avantageuse et d'améliorer les performances du portefeuille des clients, que les clients prennent directement part aux pensions ou qu'ils mettent des titres convenant aux pensions à la disposition des banques via le securities lending.

Par conséquent, toutes les parties concernées profiteront du marché suisse des pensions: les banques commerciales, la Banque nationale suisse et les clients, en particulier les clients institutionnels.