

CHAPITRE II

LES UTILISATIONS DES PENSIONS ET LES RISQUES ASSOCIÉS À CES OPÉRATIONS

Le marché des repos se prête à des utilisations de plus en plus nombreuses, ce qui explique en partie sa popularité croissante. D'un pays à l'autre, l'éventail des motivations est tout à la fois semblable et différent dans la mesure où le développement du marché n'est pas partout le même.

On présentera ci-après les principales utilisations avant d'analyser la nature des risques associés aux opérations de pension.

LES UTILISATIONS DES MISES ET PRISES EN PENSION

Quand dans une opération de pension l'une des contreparties est la banque centrale, la motivation de cette institution qui sous-tend le recours à ce marché est claire : elle cherche essentiellement à accroître ou à diminuer les liquidités à court terme. Elle vise donc des buts essentiellement macroéconomiques. Dans le cadre de la conduite de la politique monétaire, elle se sert du marché de repo pour influencer les taux d'intérêt à court terme sur le marché interbancaire.

Les contreparties autres que la banque centrale dans les opérations « officielles » ou dans les opérations de gré à gré obéissent à d'autres motivations. On peut les regrouper en sept catégories que l'on présentera, ci-après, tour à tour.

1. Le financement d'un portefeuille de titres

Le besoin de financer des portefeuilles d'obligations gouvernementales se trouve parmi les motivations originelles qui expliquent le développement des marchés des pensions. Cette possibilité de financer des portefeuilles sans avoir à liquider des positions est toujours recherchée par les courtiers, qui souvent, s'ils sont indépendants des banques, ont une faible capitalisation. Dans le cadre de leurs activités de placement, ils peuvent avoir à détenir des titres pour des périodes plus longues que celles anticipées, si la sélection des détenteurs finals est plus ardue que prévu ou s'ils ont évalué avec trop d'optimisme leur capacité de placement au moment des adjudications. L'extension du marché à d'autres catégories d'utilisateurs a confirmé ce rôle en l'appliquant au financement de titres autres que les seules obligations d'État. Le marché des pensions offre ainsi un relais de financement.

2. L'emprunt temporaire des titres

Les agents financiers peuvent avoir besoin à court terme de titres qu'ils ne possèdent pas pour effectuer une livraison ou pour couvrir une position. Dans le cadre de leurs activités, les courtiers en particulier peuvent avoir des positions à découvert, et le marché des pensions leur permet d'honorer leurs obligations de livraison.

Ce besoin peut être temporaire, pour quelques jours, ou devra être comblé par plusieurs opérations de pension successives.

Au-delà de la couverture de position à découvert, qui est fréquente pour certains titres, une demande précise de titres est liée à l'existence de contrats à terme sur certains produits financiers. Il y a donc une relation entre le développement de marchés à terme sur produits financiers et le marché repo. Ce dernier est même considéré comme un instrument indispensable pour assurer le succès, la liquidité et la pérennité d'un contrat à terme sur obligation.

3. L'amélioration du rendement de titres

En prêtant des titres qui reviendront dans leur portefeuille à la fin de l'opération de pension, les détenteurs de titres améliorent de quelques points, pour la durée de la pension, le rendement de leurs actifs. On se souviendra ici que les intérêts (les coupons) payés durant la période de pension restent la propriété des détenteurs initiaux des titres servant de support à l'opération de pension et n'influent pas sur le rendement global associé au titre ayant fait l'objet de pension.

4. La possibilité de tirer avantage de l'allure de la courbe de taux

Dans la majorité des cas, la structure des taux d'intérêt est telle que les taux à court terme sont inférieurs aux taux à moyen terme. La pente de la courbe n'est pas constante : elle peut varier pour répondre aux anticipations du marché, aux conditions conjoncturelles ou aux interventions de la banque centrale dans la conduite de sa politique monétaire. Plus la pente de la courbe est prononcée, plus un détenteur de titres à moyen terme a intérêt à participer à des opérations de mises en pension pour financer ses obligations. Bien sûr, cette stratégie ne va pas sans risque, car il n'est pas rare que des changements dans l'ensemble des taux s'accompagnent d'une déformation de la courbe de taux.

5. La constitution de portefeuilles de pension parfaitement ou imparfaitement appariés

Une demande spécifique d'opérations de pension est liée à la pratique de la constitution de portefeuilles de repo parfaitement ou imparfaitement appariés. On retrouve ces opérations sur les marchés les plus anciens et là où l'expérience des courtiers est la plus poussée. Dans le cas de portefeuilles parfaitement appariés, un intermédiaire financier (le plus souvent un courtier à son compte ou pour le compte d'un de ses clients) s'engage simultanément dans des opérations de cession et de prise de pension, c'est-à-dire en empruntant et en prêtant immédiatement des liquidités, les deux types d'opération portant sur des montants identiques et comportant les mêmes échéances. La rémunération du courtier dans un portefeuille parfaitement apparié (*matched book*) tient bien sûr à la différence entre le taux demandé (taux de prise en pension) et le taux offert (taux de mise en pension). On comprend que ce marché est un marché de gros, du fait de l'écart (*spread*) minime entre les deux taux. On notera que différentes techniques peuvent être utilisées pour accroître cet écart en particulier en tirant profit du fait que tous les courtiers ne sont pas tous logés à la même enseigne sur le marché et que certains bénéficient de taux avantageux ou d'un coefficient de réduction (*haircut*) pénalisant moins que d'autres. Dans la gestion de portefeuille de pensions imparfaitement appariés, les courtiers ajoutent un élément supplémentaire pour améliorer leur rendement : l'exposition au risque de taux.

6. La réduction des risques sur le marché interbancaire

Les opérations de pension ont beaucoup bénéficié de la volonté de certains acteurs de réduire leurs risques de contrepartie. À l'origine d'ailleurs, cette recherche de la réduction du risque de contrepartie était l'essence même de l'opération de mise en pension. Les titres supportant l'opération constituent une garantie lorsque le preneur de pension ne peut évaluer convenablement le risque de contrepartie ou, au contraire, lorsque connaissant le risque, soit d'après son évaluation personnelle soit en se basant sur la notation faite par l'une ou l'autre des grandes agences, il décide qu'il ne veut s'engager sans avoir un collatéral satisfaisant.

On a noté récemment que le recours aux mises et prises en pension avait fortement augmenté entre contreparties bancaires qui,

il y a quelques années, auraient procédé à des dépôts ou emprunts sur le marché interbancaire sans exiger de garanties. Cette nouvelle prudence s'explique par la détérioration de la qualité de certaines signatures bancaires dans quelques pays de l'OCDE, mais aussi par la détérioration soudaine du bilan des banques de pays émergents par suite de graves crises économiques.

La pratique de la collatéralisation par le truchement de pensions ne dispense pas les banques d'effectuer leur traditionnel travail d'évaluation avant d'établir leurs lignes de crédit sur le marché interbancaire, mais elle réduit sensiblement l'incertitude qui lui est associée.

7. Le recours aux pensions dans le cadre du respect des normes de capitalisation des banques

L'accord de 1988 sur la convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres a amené les banques, dès son entrée en application en 1993, à revoir leurs pratiques en matière de prêts et de gestion de leur bilan. En fait, toute mesure pouvant réduire l'utilisation des fonds propres reçoit un accueil favorable chez les gestionnaires bancaires. Or, on sait que, dans le calcul du ratio Cooke, les créances des banques peuvent être classées en quatre catégories correspondant à des pondérations différentes. Les créances sur les gouvernements de l'OCDE¹ ont un coefficient de pondération de 0 %. Ainsi les prêts aux gouvernements de ces pays ne « consomment » pas de fonds propres.

Or, la pondération affectée à une créance collatéralisée est celle du collatéral. Ainsi une banque qui, dans une opération de prise en pension, reçoit des titres émis par un gouvernement de l'OCDE économise sensiblement ses fonds propres. La prise en pension devient un moyen d'utiliser de façon plus efficace les fonds propres qui constituent l'élément le plus rare.

LES RISQUES ASSOCIÉS AUX OPÉRATIONS DE PENSION

Comme toute opération financière, les opérations de pension sont soumises à des risques dont il faut évaluer l'importance réelle.

1 Leroux (1994, p. 166).

De tous les risques à prendre en considération, le plus important est le risque de contrepartie. On le traitera en premier avant de cataloguer l'ensemble des autres risques.

1. Le risque de contrepartie

Les deux participants à une opération de pension assument un certain risque de contrepartie puisque l'emprunteur de fonds veut récupérer ses titres et l'investisseur désire retrouver ses liquidités. Une défaillance de leur partenaire les expose chacun au risque de marché. En effet, si un emprunteur (par exemple un courtier) faillit à son obligation de racheter le titre, l'investisseur peut le conserver. Néanmoins, advenant qu'une hausse des taux soit survenue après l'opération de pension, la valeur marchande du sous-jacent aura chuté, et l'investisseur se retrouve avec des titres valant moins que le prêt qu'il a consenti. Si ces derniers se transigent alors à escompte, l'investisseur peut se refaire en laissant les titres venir à maturité. Cependant, des contraintes de liquidité peuvent l'en empêcher. Réciproquement, si le cours du sous-jacent a augmenté, le courtier a tout intérêt à le récupérer, puisqu'il vaut plus que le prêt.

L'investisseur de fonds fait face à un risque de contrepartie additionnel. En effet, dans l'éventualité où le courtier omet de racheter le sous-jacent, il doit considérer non seulement le risque de marché mais en plus le risque de crédit de l'émetteur des titres. Les titres de dette gouvernementale de pays industrialisés, offerts en gage dans la plupart des opérations de pension, en sont dépourvus puisque, selon la formule consacrée, ils sont garantis par « *the full faith and credit of the government* ». Cependant, le risque de crédit de n'importe quel autre émetteur doit être sérieusement étudié.

2. D'autres risques associés aux opérations de pension

D'autres risques peuvent être associés aux opérations de pension : certains sont liés aux risques traditionnels des marchés, d'autres tiennent à l'exécution des opérations et aux changements potentiels dans l'environnement légal et réglementaire.

Le risque de réinvestissement. Les opérations de pension ne donnent pas lieu à des flux monétaires intermédiaires comme une obligation à coupons, mais elles sont exposées au risque de réinvestissement puisqu'il y a échange de liquidités à la première

étape. En effet, un détenteur d'obligations qui met en pension ses titres doit investir l'argent reçu afin de dégager un profit. Selon le choix du véhicule d'investissement et de sa maturité, le propriétaire peut se retrouver en situation plus ou moins précaire. Le marché repo peut conduire des détenteurs de titres à moyen et à long terme à dépendre beaucoup trop du financement à court terme.

Les années 1970 et 1980 en fournirent une illustration² alors que de plus en plus de gestionnaires ont cherché à bonifier le rendement des portefeuilles de leurs clients en recherchant activement les occasions de mettre en pension leurs obligations très en demande (donc commandant un taux repo spécial, inférieur au taux du marché) pour ensuite réinvestir ces liquidités dans des prises en pension ordinaires ou dans des titres du marché monétaire de haute qualité. Ce revenu additionnel était généré en courant très peu de risque vu la qualité des instruments financiers choisis et le fait que les gestionnaires faisaient correspondre l'échéance de l'emprunt sur le marché spécial à celle du réinvestissement des liquidités. Mais, au milieu des années 80, les gestionnaires se firent plus audacieux, et modifièrent d'ailleurs la structure des frais demandés à leurs clients pour bénéficier davantage des revenus liés aux opérations de mise en pension. Tout d'abord, la maturité des emprunts de liquidités obtenues par la mise en pension ne coïncidaient plus nécessairement avec la maturité des investissements. Deuxièmement, certaines de ces activités de prêt n'étaient pas déclenchées exclusivement par des possibilités d'emprunter au-dessous des taux du marché; l'écart profitable s'obtenait plutôt en investissant l'argent dans des véhicules plus risqués (échéance plus longue ou moins bonne cote de crédit). La hausse des taux en 1994 sonna la fin de la récréation dans plusieurs cas.

Le risque de liquidité sur le marché du collatéral. Un risque de liquidité additionnel se présente lorsque la contrepartie auprès de laquelle on a déposé des titres en nantissement fait défaut. Elle doit pour récupérer les liquidités réaliser les titres en garantie. Or, la vente soudaine de titres sur le marché peut faire baisser les cours si la profondeur du marché du collatéral n'est pas adéquate. On notera néanmoins que ce risque n'existe pas si les titres utilisés comme support sont des titres d'État (bons du Trésor). Par ailleurs, le choix

² Exemple tiré de Singer (1996).

du coefficient de réduction (*haircut*) doit refléter le degré de liquidité du support et donc effacer une bonne partie de ce risque de liquidité.

Le risque de taux d'intérêt. Il est possible d'utiliser « activement » le marché des opérations de pension pour y implanter des stratégies visant à s'exposer volontairement au risque de taux d'intérêt. Par exemple, un courtier qui anticipe une baisse des taux peut décider d'emprunter au moyen d'une mise en pension à long terme (et donc moyennant un taux fixe pour la période) et de placer cet argent dans des prises en pension échéant le lendemain, reconduites autant de fois que nécessaire (et donc régies par un taux renégocié quotidiennement). Prendre de telles positions sera profitable si le courtier a correctement prévu la direction des taux, mais peut évidemment engendrer des pertes.

Le risque de levier. L'accès au marché des pensions peut permettre à des gestionnaires de portefeuille d'accroître de façon considérable leur effet de levier. En effet, les liquidités obtenues par la mise en pension de titres peuvent être utilisées à l'acquisition de nouveaux titres, qui seront à leur tour financés par mise en pension. Théoriquement, l'effet multiplicateur n'est limité que par la nécessité de surcollatéralisation liée à l'utilisation de coefficients réducteurs. Quelques épisodes malheureux avec les « *hedge funds* » en 1998 ont bien montré que le marché des pensions permet à certains dirigeants de fonds à risque d'accroître de façon considérable le volume des capitaux qu'ils contrôlent avec une base de capitalisation relativement étroite.

Le risque de fraude. Le développement du marché des repos a été marqué par des épisodes mettant en évidence un potentiel de risque de fraude. Aux États-Unis, au début des années 80, plusieurs courtiers en titres gouvernementaux firent faillite à cause de l'utilisation frauduleuse des titres servant de support à des opérations de pension. Ces faillites furent très coûteuses pour les investisseurs qui, dans plusieurs cas, n'avaient pas exercé leur droit de prendre physiquement possession du sous-jacent : certains courtiers avaient donné les mêmes titres en garantie pour plusieurs mises en pension (manœuvre frauduleuse appelée « *double-dipping* »), ou les avaient carrément vendus. À la faillite des courtiers, ces investisseurs confiants s'aperçurent – mais un peu tard – qu'ils ne pouvaient obtenir les titres qu'ils allaient « acheter » lors de la première phase de la transaction.

Les correctifs apportés à la réglementation américaine et l'obligation de livraison dans d'autres pays ont pratiquement fait disparaître ces risques de fraude.

Les risques opérationnels. Les risques opérationnels auxquels font face les contreparties dans les transactions sur le marché de prises et de mises en pension appartiennent à deux catégories : le risque de retard d'exécution et le risque de paiement. Le risque de retard d'exécution peut survenir lorsque l'une des parties ne peut remplir ses obligations contractuelles à l'échéance; habituellement, ce risque est parfaitement défini dans les contrats cadres et des mesures et pénalités sont prévues pour compenser la contrepartie qui pourrait être lésée. Le risque de paiement pour les opérations de repo est le même que celui qui est présent dans toute transaction où des titres et des montants circulent et où l'on a recours à un système de paiement national ou international. Beaucoup d'efforts ont été consacrés depuis dix ans par les autorités des pays les plus importants pour accroître la sécurité des systèmes de paiements. Les efforts déployés notamment à la suite d'inquiétudes relatives au marché des changes ont profité à tous les secteurs des systèmes de paiement.

À vrai dire, les risques opérationnels aujourd'hui sont minimes. Ils constituent néanmoins un argument régulièrement utilisé par les promoteurs des opérations tripartites, qui soutiennent que le recours à cette procédure réduit sensiblement tous les risques opérationnels.

Le risque de changements dans l'environnement réglementaire ou législatif. Les opérations de pension étant généralement d'une durée relativement courte, l'éventualité de changements brusques dans l'environnement réglementaire ou législatif influe peu sur les parties prenantes, dans la mesure où l'échéance des opérations en cours sera atteinte avant qu'un changement annoncé ne soit effectivement mis en application.

Néanmoins, le marché dans son ensemble peut être fortement influencé par l'évolution de la réglementation. Le marché est vulnérable notamment à tout changement pouvant se traduire par la nécessité de constituer des réserves obligatoires ou par une réinterprétation défavorable par le tribunal de la nature exacte de l'opération de pension. De la même façon, une remise en cause des pratiques de collatéralisation dans le cadre du calcul des fonds

propres³ des institutions bancaires aurait un impact majeur sur le marché.

L'exposition et la contribution au risque systémique. On ne peut faire le tour des risques associés aux opérations de pension sans évoquer la contribution ou l'exposition au risque systémique dans ces opérations. À cet égard, la réponse n'est pas unidimensionnelle; en effet, la nature même des opérations de pension vient réduire le risque de contagion du fait de la collatéralisation. D'un autre côté, les opérations de pension peuvent accroître la transmission de risques, en particulier parce qu'elles permettent d'accroître l'effet de levier et qu'elles sont directement liées aux autres compartiments du marché monétaire. Les autorités de surveillance internationales ont peu abordé cette question. Sans doute, la nouvelle version de l'accord de Bâle sur la capitalisation bancaire, attendue pour le début de l'an 2000, donnera-t-elle directement ou indirectement un nouvel éclairage à cette question.

3 On sait que le Comité des règles et pratique de contrôle des opérations bancaires de la BRI pense revoir l'accord de 1998 sur la mesure et les normes de fonds propres et qu'une nouvelle version de cet accord devrait être prête pour le début de l'année 2000.

