

## **CHAPITRE III**

---

# **LES CONDITIONS FAVORABLES AU DÉVELOPPEMENT D'UN MARCHÉ DE PENSION**



On peut regrouper les facteurs favorables au développement d'un marché de pension dans un pays donné en six grandes familles : le volume de la dette officielle, la présence de courtiers spécialisés, la qualité du système de paiement et de livraison, la précision du cadre légal et réglementaire, la vitalité de la place financière principale et l'attitude des autorités monétaires et financières.

## **LE VOLUME DE LA DETTE OFFICIELLE**

Les titres d'État sont de loin les titres les plus utilisés comme support dans les opérations de pension. Leurs caractéristiques (actifs sans risque, liquidité, volatilité assez faible, etc.) les destinent naturellement à servir de collatéral dont la valeur est relativement stable et dont la vente peut être rapidement réalisée sans entraîner des variations importantes de prix.

Dans les pays de l'OCDE, les titres de dette sont émis par le Trésor. Ils portent donc le nom de bons du Trésor (pour les échéances courtes) ou d'obligations du Trésor (pour les échéances plus longues, qui peuvent aller jusqu'à 30 ans). Le Trésor a la double mission de satisfaire les besoins de l'État en matière d'endettement et d'essayer de mettre en place un mode de gestion et de placement des titres qui réduise le coût des endettements. Il faut reconnaître que dans la grande majorité des pays de l'OCDE, le Trésor a été particulièrement occupé au cours des 30 dernières années. L'accumulation des déficits budgétaires, une conception élastique de la théorie keynésienne, un comportement mimétique des gouvernements et des périodes conjoncturelles difficiles ont en effet conduit à un gonflement sans précédent de l'endettement des États. La période 1975-1995 restera comme la période au cours de laquelle on a eu recours aux déficits budgétaires avec une ampleur et une persistance sans précédent en période de paix. La préparation de l'union économique et monétaire aura en tout cas servi, dans de nombreux pays, à souligner la gravité de la situation. Les autorités de Bruxelles durent même mettre en veilleuse le critère de l'endettement pour permettre à plusieurs pays de passer le test des quatre critères de Maastricht.

On sait<sup>1</sup> que trois principes directeurs guident le Trésor dans la sélection des titres émis et la gestion de la dette publique : la

---

1 Himbert (1998, p. 18 et suivantes).

simplicité des produits, la liquidité des emprunts et la transparence des émissions. Après plusieurs essais infructueux visant à élargir la gamme des titres, les autorités responsables des émissions sont revenues sur leurs pas, et la tendance partout dans les pays de l'OCDE est de mettre sur le marché des produits simples et homogènes en laissant aux intermédiaires et aux courtiers le soin de les restructurer. La liquidité est l'une des caractéristiques les plus recherchées par les détenteurs de titres d'État. Généralement, le Trésor veille à ce que les émissions soient d'un volume suffisant au moment de l'émission ou bien a recours, dans certains pays, à la technique de l'assimilation par laquelle on émet des titres à plusieurs reprises pour une même échéance en s'assurant que tous les titres sont fongibles. Enfin, l'objectif de transparence est respecté par la publication de calendriers d'émission et le recours au mécanisme des adjudications.

Il s'ensuit que dans tous les pays de l'OCDE les marchés des titres d'État ont beaucoup de profondeur. Les bons et obligations du Trésor peuvent donc être utilisés comme collatéral dont la valeur est relativement stable et peuvent être vendus sans difficulté au cas où le détenteur du nantissement doit le réaliser sur le marché si la contrepartie ne respecte pas ses engagements.

## **LA PRÉSENCE DE COURTIERIS SPÉCIALISÉS DANS LA NÉGOCIATION DES TITRES D'ÉTAT**

Si une place financière a, sur une base stable, des courtiers spécialisés dans l'achat et le placement de titres d'État (bons du Trésor, obligations gouvernementales), le développement d'un marché de pension sera facilité. Cela s'explique en partie par le fait que les transactions sur titres d'État portent sur des montants importants et que les courtiers ont, périodiquement, des besoins de financement. L'utilisation de leurs titres non placés comme garantie pour le financement à court terme de leurs activités est naturelle.

La mise en place d'un marché officiel de pension passe généralement par la reconnaissance du statut particulier de courtiers spécialisés (*primary dealers* ou spécialistes en valeurs du Trésor). Ces courtiers constituent généralement la contrepartie

de la banque centrale dans ses opérations de pension<sup>2</sup>. De plus, si un marché de pension (ou équivalent) existe avec la banque centrale comme contrepartie, il se crée des habitudes dans le marché qu'il sera facile de transposer à un marché privé de pension.

Il n'y a pas d'uniformité d'un pays à l'autre quant au nombre de spécialistes en valeurs du Trésor. Leur nombre doit néanmoins être suffisant pour assurer un bon fonctionnement du marché. En 1997, ils étaient 18 au Royaume-Uni, 20 en France et 34 en Italie<sup>3</sup>.

## **LA QUALITÉ DU SYSTÈME DE PAIEMENT ET DE LIVRAISON**

Il est indispensable pour que puisse se développer un marché de pension qu'existe un système de paiement et de livraison sûr et très rapide. La rapidité des transactions est une nécessité absolue, car la durée des opérations peut être très brève (24 heures). L'expérience du marché le plus développé, le marché américain, montre que les quelques accidents sérieux qui se sont produits avaient été causés, dans la plupart des cas, par la négligence des contreparties en ce qui concerne la livraison. La livraison peut paraître une contrainte considérable pour les transactions au jour le jour, surtout si elles sont fréquentes et répétitives; mais c'est dans les périodes de tension que l'on s'aperçoit qu'elle est nécessaire pour limiter le risque de contagions.

En matière de paiement, une attention particulière doit être portée aux transferts de gros montants. Il est vrai que des progrès considérables ont été effectués dans les grands pays industrialisés par suite, entre autres, des recommandations du Comité sur les systèmes de paiement et de règlements des banques centrales du groupe des dix à Bâle<sup>4</sup>.

---

2 L'expérience du développement du marché en France est à cet égard significative. On s'est en effet rendu compte que les maisons susceptibles de jouer le rôle de spécialistes en pension sur valeur du Trésor (SPVT) étaient les mêmes que les spécialistes en valeurs du Trésor (SVT) et l'on a fusionné les deux fonctions en février 1996.

3 Himber (1998, p. 25-26).

4 Banque des règlements internationaux (1996).

Tous les pays qui instaurent un marché de pension disposent d'un dépositaire central de valeurs mobilières. Il peut s'agir d'une entité publique ou d'une entité autonome, propriété d'un groupe d'institutions financières.

Dans beaucoup de pays, les titres d'État, base du système de pension, sont dématérialisés et ne peuvent être détenus que sous forme d'inscription en compte dans une institution titulaire d'un compte auprès du dépositaire central<sup>5</sup>. Les plates-formes informatiques, facilement disponibles aujourd'hui, permettent d'effectuer les transferts de compte à compte sans problème et en toute sécurité.

Dans une phase plus avancée du marché, lorsque les actifs utilisés comme support sont plus diversifiés, l'attention des contreparties se porte toujours sur la sécurité et la rapidité effectives des livraisons. Ce double aspect est largement mis de l'avant par les producteurs des opérations tripartites sur le marché de gré à gré. Les centrales de compensations internationales Euroclear et Cedel ont tablé sur leur expertise dans le domaine de la livraison et de la garde des titres pour accroître leur part du marché<sup>6</sup>.

## LA PRÉCISION DU CADRE LÉGAL ET RÉGLEMENTAIRE

L'expérience montre que pour qu'un marché de pension se développe, il est nécessaire que le cadre légal et réglementaire soit sans équivoque.

**Une interprétation sans équivoque sur la nature des opérations de pension.** Même si dans les opérations de pension il y a effectivement un transfert de droits de propriété sur des titres, avec une vente et un rachat simultané à une date ultérieure, la nature de l'opération est essentiellement une opération de prêt et d'emprunt. Si les intentions des parties dans le contrat sont claires (c'est une opération de prêts), les intervenants sur le marché doivent avoir la certitude que l'opération ne sera pas traitée, d'un point de vue fiscal, comme une cession d'actifs suivie d'un rachat quelques jours plus tard.

---

5 On notera ici que les titres dématérialisés qui sont conservés chez un dépositaire central sont considérés comme livrés, quand ils sont inscrits sur un compte ouvert auprès de ce dépositaire central. Ce point a beaucoup d'importance, car la livraison effective des titres dans certaines conventions-cadres est la condition *sine qua non* pour que les protections particulières en cas de faillite puissent être évoquées. Voir Hervo (1996, p. 103).

6 Hagger (1998).

Dans beaucoup de pays, le marché des pensions n'a pu prendre son envol qu'une fois que les autorités locales eurent tranché sans équivoque.

**Une interprétation claire de la situation d'une pension en cas de faillite.** Des parties seront d'autant plus disposées à se lancer dans des opérations de pension qu'elles ont la certitude qu'elles pourront retrouver leurs titres ou leurs liquidités à l'échéance en toute circonstance. La question se pose donc de savoir ce qu'il advient en cas de faillite.

Dans de nombreux pays, le développement du marché a été possible une fois que les incertitudes à ce propos eurent été levées. C'est ainsi que l'on a reconnu un mécanisme de compensation avec exigibilité anticipée (*close out netting*), qui constitue une disposition dérogoatoire au droit des faillites. Par cette disposition, la partie non défaillante à une opération de pension peut en cas de faillite de sa contrepartie résilier l'ensemble des opérations de pension en cours et procéder à la récupération de ses titres ou de ses liquidités avant l'échéance. En mettant à l'abri les intervenants contre les délais associés à une faillite et en assurant une forte sécurité aux opérations de pension, une telle disposition renforce les avantages liés à cet instrument.

## **LA VITALITÉ DE LA PLACE FINANCIÈRE PRINCIPALE ET SON MODERNISME**

L'implantation d'un marché de repo sur une place financière est un bon indicateur de son dynamisme et de la volonté des intervenants locaux de participer à l'évolution générale des marchés. Sont considérés comme favorables les éléments suivants :

- une tradition de prêts de valeurs mobilières;
- des marchés de titres financiers caractérisés par une certaine profondeur;
- le degré avancé de déréglementation financière;
- un potentiel de transactions suffisant pour assurer un niveau minimal de liquidité des instruments créés et justifier la spécialisation de certains courtiers;
- une volonté d'ouverture à l'activité internationale et à la globalisation des marchés.

## L'ATTITUDE DES AUTORITÉS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES

Le développement d'un marché moderne de pension dépend beaucoup de l'attitude des autorités monétaires et financières. Leur rôle peut être un simple rôle de soutien et d'encadrement, mais il peut aussi être un rôle d'initiative et de participation. Leur apport se manifeste principalement :

- en favorisant l'évolution du cadre réglementaire par l'énoncé de conventions claires, ou en rédigeant un cadre contractuel homogène;
- en orientant l'action des autorités de surveillance dont le but doit être de veiller à la sécurité des transactions et d'éviter le risque systémique, tout en mettant en place des mécanismes qui assurent un degré raisonnable de transparence des opérations;
- en harmonisant leur rôle avec celui des associations professionnelles quand elles existent.

En fait, l'attitude face aux pensions est révélatrice de la philosophie qui anime les autorités monétaires et financières. On peut y mesurer :

- La volonté d'accroître la liquidité sur les marchés. Les opérations de pension et autres transactions apparentées augmentent la liquidité sur les marchés des titres de support en facilitant les ventes à découvert. Comme l'offre de titres (principalement de titres obligataires) s'accroît lorsqu'un pourcentage significatif d'une émission peut être emprunté plutôt que de rester dans des portefeuilles, la liquidité s'améliore. À vrai dire, les propriétaires de titres bénéficient doublement de ces opérations : ils voient la liquidité générale s'accroître et ils reçoivent un revenu additionnel en prêtant leurs titres s'ils désirent les garder. Cet accroissement de la liquidité se traduit par une diminution des écarts entre le prix offert et le prix demandé sur le marché secondaire des actifs de support. Cela a été clairement le cas à la fin des années 80 lorsque le développement d'un marché repo sur les obligations d'État allemandes (les « *bunds* »)<sup>7</sup> s'est accompagné d'un rétrécissement très significatif de l'écart *bid-ask* sur le marché intérieur comme sur le marché international.

---

<sup>7</sup> En fait, ce marché s'est développé à Londres avant de se mettre en place à Francfort.

- La volonté de faciliter le développement de marchés à terme de taux d'intérêt. Sur les grandes places financières, les contrats à terme de taux d'intérêt ont comme sous-jacent un titre d'État (ou un gisement de titres). Les opérateurs sur ce marché doivent donc avoir la possibilité à l'échéance d'effectuer la livraison<sup>8</sup>. La présence d'un marché repo actif donne la certitude aux opérateurs qu'ils pourront en toute circonstance emprunter les titres si cela s'avère nécessaire. À nouveau, le cas des *bunds* a mis ceci en évidence : l'accroissement des valeurs d'opérations a été simultanée sur le marché repo et sur le marché à terme lorsque le London International Financial Futures Exchange (LIFFE) a introduit son contrat à terme sur les *bunds* avec grand succès.
- La volonté d'intégrer les différents marchés à court et moyen terme. Dans les économies les plus avancées, le taux repo est devenu un taux de référence parmi tous les taux d'intérêt à court et moyen terme. Sa valeur, en effet, est influencée par les taux du marché monétaire (en particulier par le taux des fonds fédéraux aux États-Unis), mais elle est aussi influencée par les taux du marché interbancaire. Les pensions constituent en fait un complément et un substitut à d'autres modes de financement, en particulier pour les courtiers<sup>9</sup>.
- La volonté de modernisme. Pendant longtemps le marché américain a été le seul où la technique du repo était pratiquée sur une grande échelle. Dans plusieurs pays européens, on considérait qu'elle apportait peu aux marchés, qu'elle constituait un véhicule facilitant la spéculation et surtout que le mode de financement du Trésor ne s'en trouverait pas amélioré en cas d'adoption. Il est remarquable à cet égard que l'attitude des autorités dans beaucoup de pays a changé du tout au tout et que l'on considère que la modernisation du marché monétaire national passe par l'adoption d'un marché de pension.
- La volonté de soutenir la place financière nationale face à la concurrence internationale. Le changement d'attitude des autorités face au marché des pensions a été aussi encouragé par la volonté des autorités de ne pas laisser la place financière nationale

---

8 Même si dans la pratique ils préfèrent dénouer leur position par une opération inverse.

9 Chose très surprenante, tout ce domaine de l'interrelation entre les taux à court terme est très peu étudié par le monde universitaire

se faire dépasser par ses concurrentes. Cela est particulièrement évident en Europe où la concurrence entre Londres, Paris et Francfort a poussé les autorités financières à faciliter l'utilisation de toutes les techniques les plus modernes. L'effort remarquable de la Banque d'Angleterre pour faire émerger un marché repo au milieu des années 90 procède de cette volonté de combler le retard de Londres par rapport à Paris.

Il faut dire aussi que l'attitude positive face au marché des pensions n'est pas désintéressée :

- Les autorités y voient des avantages dans la mesure où le marché des pensions participe à l'efficacité et à la réalisation de leur politique monétaire.
- Les autorités monétaires espèrent qu'un marché développé de pensions diminuera le coût de financement de la dette gouvernementale; si, à court terme, le marché des pensions permet aux courtiers de réduire le coût de financement de leurs stocks, par la suite, ce sont les gouvernements eux-mêmes qui en bénéficient. La Banque d'Angleterre, dans des documents publiés au moment de l'ouverture du marché repo en janvier 1996, se disait d'avis que cette innovation allait améliorer la liquidité et l'efficacité du marché des obligations gouvernementales, augmenter la demande de ces titres de dette et, à long terme, diminuer le coût d'emprunt de l'État. Elle se donnait même comme objectif d'épargner jusqu'à 50 points de base ou 1,25 MM £ par an en frais d'intérêt.