

Les pensions livrées : un marché mature

Le marché de la pension livrée français bénéficie d'un cadre réglementaire structuré et sécurisé ainsi que de systèmes de règlements livraisons compétitifs. Après des années de fort développement, il arrive aujourd'hui à maturité.

Élisabeth Pauly
Directeur des marchés de capitaux
Sophie Blanchet
Adjoint de direction

Banque de France

■ Né de la volonté conjointe de la Banque de France et des banques commerciales de mieux sécuriser les opérations sur le marché interbancaire français à la fin des années quatre-vingt, le marché français de la pension livrée a enregistré, au cours de ces dernières années, une forte croissance. Conforté par un statut juridique assurant toute sécurité et bénéficiant de dispositifs performants de règlement-livraison, il a attiré un nombre croissant d'acteurs, résidents et non-résidents, au-delà des seuls participants au marché interbancaire.

En même temps qu'il participait à la liquidité du marché des valeurs du Trésor, il a ainsi acquis progressivement une place de plus en plus importante dans le marché monétaire français, et rendu possible une réforme en profondeur des instruments utilisés par la Banque de France pour mettre en œuvre la politique monétaire.

La loi de décembre 1993 définit les modalités des pensions livrées

Jusqu'à la fin des années quatre-vingt, les opérations d'échange de liquidités sur le marché interbancaire français étaient traditionnellement effectuées selon des procédures qui n'assuraient au prêteur qu'une faible sécurisation. Réalisées selon la technique de l'aval en pension, les prêts d'espèces étaient réalisés contre la remise, par la banque emprunteuse, d'effets publics ou privés au profit de la banque prêteuse. Toutefois, tout formalisme avait été progressivement abandonné. Les ef-

fets avaient cessé de faire l'objet d'une remise effective et étaient conservés «sous dossier» par la banque emprunteuse, ne faisant pas, la plupart du temps, l'objet de la moindre individualisation. De ce fait, les garanties dont aurait pu se prévaloir le prêteur d'espèces en cas de défaillance de l'emprunteur étaient quasiment inexistantes.

Afin de sécuriser les opérations du marché interbancaire, la Banque de France entreprit avec les banques une réflexion qui déboucha sur la rédaction, en 1988, d'une convention de place destinée à définir la nature et le régime juridiques des opérations de pension. Selon cette convention, les parties signataires reconnaissaient la pension comme une vente temporaire de titres, le transfert de propriété ne pouvant être opposable aux tiers que dans la mesure où les titres étaient effectivement livrés.

La sécurité juridique des opérations de pension fut pleinement consacrée par la loi du 31 décembre 1993 ⁽¹⁾ qui confirma la définition de la pension adoptée par la convention de place, et en particulier la distinction entre pensions livrées et non livrées.

En outre, cette loi établit la neutralité fiscale de ces opérations de façon à ce que la cession temporaire des titres n'entraîne, chez le cédant, aucune conséquence fiscale.

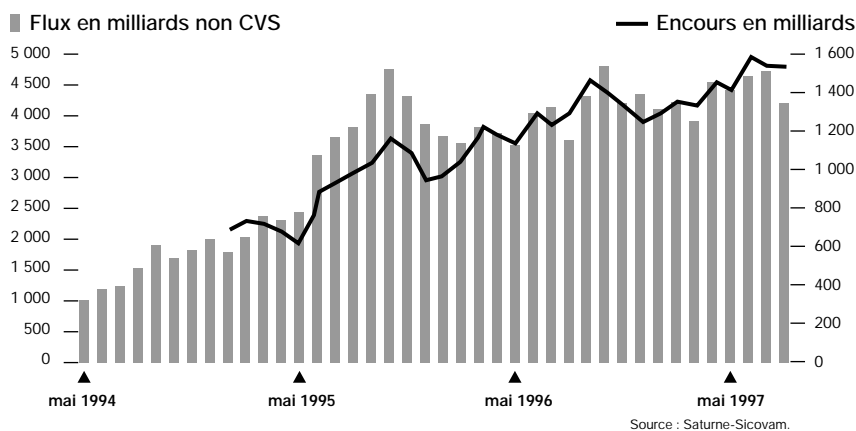
Elle consacra également la pension comme un instrument ouvert à l'ensemble des agents économiques (seules les opérations de pensions contre effets privés étant réservées aux établissements de crédit).

La loi définit enfin le régime comptable de ces opérations en étendant à l'ensemble des agents économiques les dispositions comptables applicables jusque là aux seuls établissements de crédit. Selon ces dispositions, le cédant des titres (l'emprunteur des espèces) conserve ceux-ci dans son bilan et comptabilise l'opération de trésorerie. Symétriquement, le cessionnaire des titres ne les entre pas dans son portefeuille mais comptabilise le prêt d'espèces.

Les opérations de pensions livrées sont compensables entre elles

Enfin, le régime juridique des opérations de pensions a été complété en août 1994 ⁽²⁾ par une nouvelle disposition législative reconnaissant la compensation des opérations de pensions livrées conclues entre deux parties. En cas de défaillance d'une des contreparties, la partie non défaillante peut ainsi résilier l'ensemble des opérations de pensions en cours et procéder à l'évaluation du solde de résiliation. Cette possibilité étant, selon la loi, réservée aux opérations régies par une convention cadre approuvée par le gouverneur de la Banque de France, président de la Commission bancaire, celui-ci a approuvé en décembre 1994 la convention cadre relative aux opérations de pension, préparée par l'AFTB, avant de donner récemment son agrément à la convention PSA-ISMA, de façon à permettre aux cocontractants étrangers des banques françaises de bénéficier des dispositions de la loi française dans l'hypo-

L'évolution des flux et de l'encours des pensions livrées



thèse où leur contrepartie serait défaillante.

Outre la sécurisation juridique des opérations, le marché de la pension livrée a dû son essor au développement concomitant d'outils facilitant la mise en place et le dénouement des opérations grâce à des procédures de règlement-livraison.

Des systèmes de règlement-livraison compétitifs

Créé en septembre 1988 par la Banque de France pour assurer le règlement-livraison sur les bons du Trésor, le système Saturne a, dès l'origine, été conçu pour traiter des opérations en valeur jour. Très rapidement a été mis en place un module spécifique pour les opérations de pensions livrées qui a déchargé les banques de la gestion de ces opérations, en assurant le dénouement des opérations à l'échéance (livraison des titres, calcul et prélèvement des intérêts). Une démarche identique a été également effectuée par la Sicovam pour assurer, dans Relit, le traitement des opérations de pension sur valeurs mobilières.

A la faveur de la sécurisation juridique et des facilités techniques, les opérations de pensions livrées se sont rapidement développées sur le marché interbancaire. La Banque de France elle-même a mis à profit ces évolutions pour faire évoluer ses procédures en plaçant dès 1990 ses opérations d'appels d'offre contre bons du Trésor sous le cadre de la pension livrée. Alors que

jusqu'ici, la Banque imposait simplement à ses contreparties de détenir, sur leurs comptes de bons du Trésor ouverts sur ses livres, un volume de titres au moins égal aux opérations de prêts qu'elle leur avait consenti, elle a désormais exigé la livraison des titres, c'est-à-dire le virement des bons du Trésor sur un compte ouvert à son nom. Toutefois, afin de faciliter la gestion par ses contreparties de leurs portefeuilles titres, elle a donné aux banques la possibilité de substituer, pendant la durée de la pension, d'autres bons du Trésor à ceux qui lui avaient été livrés.

Le développement des pensions livrées est une tendance de fond en France et à l'étranger

Si l'évolution du statut juridique de ces opérations ainsi que leur traitement dans les systèmes de règlement-livraison ont connu des développements spécifiques à la France, la croissance du marché de la pension a correspondu à une tendance de fond constatée également sur l'ensemble des marchés étrangers : c'est l'attention accrue portée aux risques de contrepartie par les opérateurs des marchés financiers, et en premier lieu par les établissements de crédit. L'évolution de la réglementation prudentielle a d'ailleurs largement contribué à ce mouvement : le ratio de solvabilité mis en place en 1991 a imposé une couverture en fonds propres au moins égale à 8 % du montant total des risques pondérés – les risques sur les établissements de crédit étant pondérés

à 20 % – tout en exonérant les opérations de prêts (quelle que soit la nature de la contrepartie) réalisées sous forme de prises en pension de titres d'État.

Le rôle spécifique des Opcvm

Il convient de signaler que le marché de la pension livrée a également bénéficié d'un facteur spécifique à la France : il s'agit du développement des Opcvm et particulièrement des Opcvm monétaires qui, collecteurs d'épargne à la recherche d'un rendement indexé sur les taux à très court terme, n'avaient pas vocation à détenir des portefeuilles d'actifs sensibles aux variations de taux d'intérêt. Après avoir, dans un premier temps, trouvé dans les opérations de réméré un véhicule adapté à leurs contraintes réglementaires et à leurs objectifs, les Opcvm se sont détournés de cet instrument par lequel ils ne pouvaient couvrir correctement leurs risques de taux. En effet, les opérations de réméré conférant au vendeur des titres une option, et non une obligation, de reprendre les titres à l'échéance de l'opération, les Opcvm, acheteurs de titres à réméré, étaient susceptibles de devoir conserver des titres dépréciés à l'échéance de l'opération. Ils sont donc devenus un des acteurs majeurs sur le marché de la pension, particulièrement sur le compartiment des pensions à taux variable indexées sur le TMP, principale référence pour la rémunération des parts de Sicav monétaires.

Enfin, le marché de la pension livrée, dont les supports restent très majoritairement aujourd'hui constitués par des titres

d'État, s'est développé à la faveur de l'accroissement de la dette publique et de la politique conduite par la direction du Trésor pour organiser le marché des titres d'État, avec notamment la création des spécialistes en pensions sur valeurs du Trésor (SVPT) en 1994.

L'internationalisation du marché des valeurs du Trésor au début des années quatre-vingt-dix a d'ailleurs été étroitement liée au développement des opérations de pension livrée grâce auxquelles les investisseurs non résidents ont pu disposer d'un instrument particulièrement souple pour prendre des positions sur la courbe des taux française. Dans un contexte de volatilité élevée des taux courts sur le marché français, ils ont pris des positions à la baisse des taux longs en acquérant des montants très importants de titres français (près de 300 milliards de francs en 1992 et de 200 milliards de francs en 1993), et en refinançant très largement ces achats par des opérations de pension livrée, évitant ainsi tout risque de change.

L'ensemble de ces facteurs a permis au marché de la pension livrée de bénéficier d'une croissance particulièrement soutenue, allant bien au-delà de celle des échanges sur le marché monétaire ou de celle de la dette publique. Cette dynamique témoigne d'une tendance à l'accélération de la rotation des portefeuilles des investisseurs, également à l'œuvre sur les grands marchés étrangers. Ainsi, si l'on compare l'encours des pensions traitées en Saturne/Sicovam et l'encours de la dette publique, on constate un accroissement significatif de ce ratio passé de 0,28 fin 1994 à 0,45 en août 1997 (ce ratio sous-estime d'ailleurs la «vitesse de rotation» des titres, puisque le numérateur n'inclut pas les opérations traitées sur Cedel et Euroclear). Les statistiques sur les flux d'opérations recensés par Sicovam SA montrent le même phénomène avec un doublement, depuis fin 1994, du volume des opérations mises en place, celui-ci dépassant désormais 200 milliards de francs/jour en moyenne.

En outre, l'enquête réalisée par la Banque de France auprès des opérateurs principaux de marché (3) fait ressortir une progression continue de la part des pensions livrées dans les prêts effectués sur le marché interbancaire, celle-ci atteignant 40 % des opérations au qua-

trième trimestre 1996, ainsi que le poids dominant (85 %) des opérations réalisées contre valeurs du Trésor. Enfin, selon les statistiques publiées par la Commission bancaire, l'encours des titres donnés en pension livrée par les établissements de crédit a atteint 2 000 milliards de francs fin 1996, en progression de 47 % par rapport à fin 1995.

Bien qu'aucune de ces statistiques ne permette de disposer d'une vision exhaustive de la taille de ce marché, elles témoignent toutes de l'accroissement de sa profondeur et de sa liquidité.

Marché du vrac et marchés des opérations spécifiques

Prenant acte de cette évolution, la Banque de France a pu diversifier progressivement les modalités de ses interventions sur le marché monétaire. A côté des appels d'offres à taux officiel, la banque utilise aujourd'hui les pensions livrées sur bons du Trésor pour effectuer des opérations de réglage fin de la liquidité bancaire. Réalisées aux conditions du marché avec les contreparties les plus actives, ces opérations permettent d'ajuster le volume du refinancement aux besoins de la place entre les appels d'offre et rendent ainsi moins nécessaires les interventions de la banque sur le marché de l'argent au jour le jour.

A côté du marché des opérations «en vrac» par lesquelles les détenteurs de titres mettent en pension les titres dont ils disposent pour se procurer de la liquidité, et sur lequel la Banque de France intervient, il convient de souligner que s'est progressivement développé un marché des opérations dites «spécifiques» sur lequel se négocient des pensions sur des lignes de titres données (4). Ces opérations sont utilisées en particulier pour prendre des positions sur la structure de la courbe des taux. Elles consistent pour les opérateurs à vendre à découvert, en les empruntant en pension, les titres pour lesquels ils anticipent une dépréciation et à acheter, en les finançant par des mises en pension, les échéances devant à leurs yeux s'apprécier. Elles peuvent également permettre aux opérateurs de tirer parti d'une anomalie ponctuelle dans la valorisation d'une échéance donnée.

La formation des taux sur ce marché est complètement différente de celle qui régit les opérations en vrac, le taux de la pension étant déterminé prioritairement par la rareté relative du titre considéré et le prix de la liquidité devenant un paramètre secondaire. La mise en pension de lignes de titres particulièrement recherchées permet ainsi aux détenteurs de portefeuilles d'accroître le rendement de ceux-ci, puisqu'ils peuvent replacer les fonds provenant des mises en pension à un taux supérieur à celui auquel ils les ont empruntés.

Un marché mature bien placé dans le contexte européen

Au terme de ces évolutions, la place de Paris dispose aujourd'hui d'un marché de la pension livrée qui a fait la preuve de sa maturité et qui devrait enregistrer prochainement des évolutions significatives :

- d'une part, la souplesse d'utilisation de cet instrument et sa grande sécurité juridique justifient qu'il ait été choisi par la Banque de France comme véhicule de l'alimentation en liquidité intrajournalière des établissements de crédit dans les systèmes de paiement en temps réel TBF et RGV. Il s'agit là d'une utilisation nouvelle de ces opérations, en marge des interventions monétaires, particulièrement importante pour la fluidité des échanges.
- d'autre part, la mise en place de la monnaie unique va créer un environnement nouveau favorable au développement des opérations de pensions livrées, notamment transfrontières. Dans ce contexte, le marché de la pension livrée constitue donc un atout important dont dispose la place de Paris pour jouer un rôle éminent dans le futur marché monétaire en euro et participer ainsi pleinement à la mise en œuvre décentralisée de la politique monétaire unique. ●

(1) «Le nouveau régime juridique des opérations de pension», Patrice de Lapasse.

Bulletin de la Banque de France n° 7 juillet 1994.

(2) «La convention cadre relative aux pensions livrées», Patrice de Lapasse. *Bulletin de la Banque de France* n° 13 janvier 1995.

(3) «L'analyse des flux d'opérations sur le marché monétaire français», J.-M. Serrot et F. Wilhelm. *Bulletin de la Banque de France* n° 44 avril 1997.

(4) «Le marché de la pension livrée», F. Hervé. *Bulletin de la Banque de France* n° 28 avril 1996.