

Le Repo Tripartite, un bel avenir et des risques à maîtriser.

A l'heure où la BCE met en œuvre un assouplissement quantitatif sans précédent en Europe et impose des taux négatifs sur le marché monétaire, la liquidité continue malgré tout à être une ressource précieuse, sinon rare, qu'il est important de valoriser et d'optimiser.

L'entrée en vigueur progressive du ratio de LCR dans les banques (Liquidity Coverage Ratio) de janvier 2015 à janvier 2019 pousse les banques à maximiser parmi leurs actifs la part de collatéral éligible au calcul du ratio prudentiel.

Parmi la palette des outils disponibles pour optimiser la liquidité, Le Repo tripartite est l'un des instruments qui est appelé à se développer fortement au cours des prochaines années. Il représente actuellement environ 12% du marché du Repo en Europe contre 65% aux Etats Unis où le marché de la conservation des titres est moins fragmenté. L'évolution en cours des infrastructures de marché de l'Eurolplace avec le développement de Target 2 Securities (T2S) et la recherche continue de l'optimisation du collatéral parmi les acteurs financiers promettent un bel avenir au Repo tripartite et son utilisation dépasse d'ores et déjà le cadre des seuls acteurs bancaires.

Qu'est-ce que le Repo tripartite ?

Le Repo tripartite est appelé « Tripartite » car au-delà des deux contreparties traditionnelles du Repo, il fait intervenir un tiers, le plus souvent un dépositaire central comme Clearstream ou Euroclear en Europe. Ce tiers est contractuellement lié aux deux contreparties et gère plusieurs aspects post-marchés de la transaction de Repo.

L'agent tripartite effectue :

- Les mouvements de cash et d'espèces
- L'optimisation du collatéral donné en garantie selon certaines règles
- La valorisation indépendante des actifs et l'ajustement du collatéral (et donc implicitement les appels de marge).

Cette délégation des aspects post-marchés à l'agent tripartite permet aux deux contreparties de l'opération de Repo d'élargir le spectre et le nombre des actifs mis en garantie d'une transaction de Repo et d'améliorer la sécurité et la flexibilité de la transaction. Ainsi une transaction de Repo tripartite peut porter sur plusieurs dizaines voire dans certains cas plusieurs centaines de titres simultanément, ce qui ne serait pas envisageable dans une transaction bilatérale.

L'agent tripartite applique à la lettre la « feuille de route » contractuelle définie bilatéralement dans un document signé par les deux contreparties de marché qui définit de manière détaillée les critères de sélection des titres que chaque contrepartie accepte de recevoir en garantie dans l'opération de Repo tripartite.

Quelques applications du Repo tripartite :

- Le Repo ou financement sécurisé : il s'agit d'emprunter des espèces en apportant des titres en garantie. Dans un cadre tripartite, il est possible de mobiliser de petites lignes ou des lignes de titres qui ne traitent pas de manière courante sur le Repo bilatéral classique. Il est aussi possible de mettre en garantie des titres sans se préoccuper de savoir si l'on a besoin de ces titres par ailleurs pour du Repo bilatéral où même pour les céder à un tiers : c'est l'agent tripartite qui opère automatiquement les substitutions en libérant au fil de l'eau les titres qui ne sont plus disponibles en tripartite. Seule la quantité globale de titres disponibles doit être surveillée par le donneur de collatéral.
- Le Reverse Repo ou prêt sécurisé qui est la transaction de Repo vue du prêteur d'espèces. Le couple rendement/risque du prêteur d'espèces en Repo tripartite est souvent jugé performant. C'est la contrepartie de la flexibilité offerte à l'emprunteur d'espèces.
- Le Repo titres contre titres. Sans mouvement d'espèces, ce type de Repo tripartite peut porter sur des titres obligataires, sur des parts de fonds ou sur des actions. Ces opérations titres contre titres sont souvent une opportunité pour une contrepartie financière d'optimiser son ratio de LCR en recevant des titres éligibles au ratio contre des titres non éligibles. Pour ce dernier type de Repo, les contreparties non soumises au ratio de LCR, compagnies d'assurances, gestions et grands corporates sont largement démarchés par les banques.

Des opérations complexes qu'il faut bien maîtriser

Ces opérations de Repo titre contre titres sont souvent présentées comme un « free lunch » c'est-à-dire une opération sans risque qui rapporte gros. En effet la banque propose à sa contrepartie de recevoir une rémunération de plusieurs points de base l'an pour échanger des titres qui ont la même valeur de marché avec la possibilité symétrique d'interrompre la transaction à tout moment.

Il est vrai que la gestion tripartite apporte de la sécurité opérationnelle puisque c'est un tiers indépendant qui est chargé des valorisations et du réajustement du collatéral et qui garantit également que les titres donnés ne sont pas réutilisés en dehors du circuit tripartite du dépositaire.

Cette présentation du « free lunch » est toutefois un raccourci.

Pour que le risque de perte financière dans une opération de Repo se réalise il faut une double condition :

- Que la contrepartie du Repo connaisse en évènement de crédit. Or nul ne peut dire que ce risque est nul depuis Lehman Brothers, l'épisode Kerviel qui a mis en danger la Société Générale et plus récemment le bail in imposé par les pouvoirs publics sur la dette senior de Heta en Autriche.

- Que la revente du collatéral reçu ne permette pas de racheter l'intégralité du collatéral donné en garantie, d'où l'importance du dimensionnement des haircuts.

Le risque dans le cadre du Repo tripartite dépend donc à la fois de la solidité de la contrepartie de Repo et de la définition des règles pour définir les portefeuilles reçus et donnés en garantie.

Plus les titres reçus sont concentrés ou corrélés en risques, peu liquides ou risqués, plus leur valorisation est incertaine en raison de leur complexité ou de l'absence de prix de marché (valorisation par modèles), et plus le risque augmente tandis que les titres donnés sont souvent liquides et transparents puisqu'éligibles au ratio de LCR.

Dans certains cas extrêmes, le risque de pertes peut être très important en particulier si la revente du collatéral s'avère trop longue, impossible ou coûteuse, bien au-delà des marges de sécurité anticipées à travers les haircuts. Or les critères définis dans les opérations de Repo tripartite peuvent être particulièrement larges et il ne faut pas sous-estimer les risques portés par ces opérations. Les règles qui régissent le collatéral reçu doivent faire l'objet d'une analyse fine en termes de types d'actifs, de concentration, de corrélation, de liquidité etc. A défaut et dans les cas extrêmes, les pertes pourraient être plus sévères sur le Repo tripartite que sur des opérations de prêt senior non collatéralisées.

Le dimensionnement des haircuts sur les titres reçus et donnés doit par ailleurs être cohérent avec la nature des titres échangés et doit prendre en compte la diminution de leur liquidité en période de stress.

ESTER peut vous aider à mettre en place un cadre performant pour vos opérations de Repo tripartite de manière à optimiser le rendement de vos titres dans un cadre bien compris et sécurisé.

Contacts :

Elsa Sitruk, Directrice Générale

Tel : 01 70 60 72 33

elsa.sitruk@esterfinance.com

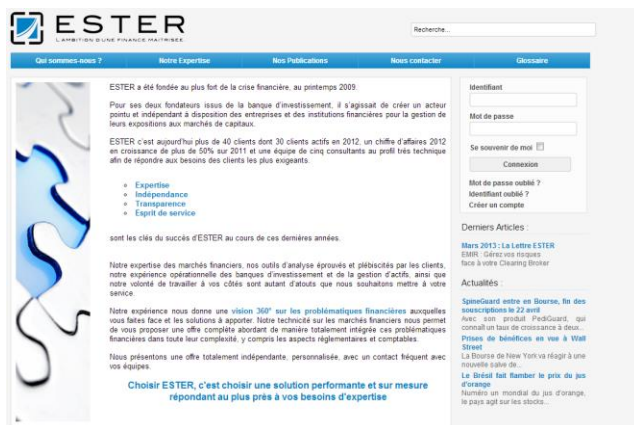
Stéphane Kourganoff, Président

Tel : 01 70 60 72 32

stephane.kourganoff@esterfinance.com

Site Internet : www.esterfinance.com

Lettre d'information : La Lettre ESTER



Rédigée le 15 mai 2015

Avertissement

La société ESTER s'entoure de toutes les précautions d'usage et tests pour fournir des informations aussi justes que possible. En aucune façon, les niveaux de prix et informations fournies par ESTER, ne constituent un conseil en investissement. Ces valorisations et informations ne représentent pas non plus une sollicitation, recommandation ou invitation à acheter ou vendre des produits financiers et n'engagent en aucune manière la société ESTER. Les idées et opinions émises dans le cadre de cette lettre par les consultants d'ESTER résultent d'analyses faites en toute bonne foi et sur la base d'un ensemble limité d'informations qu'ESTER et ses consultants pensent être fiables. Elles n'ont aucun pouvoir prédictif sur l'évolution des marchés. ESTER ou ses consultants ne pourront être en aucun cas rendus responsables de toute action, manque d'action, ou délai dans l'action résultant des analyses et opinions exprimées dans cette lettre. Avant d'agir sur la base de ces opinions ou idées, vous devrez décider si elles sont applicables à votre situation propre, à vos objectifs de gestion, et à votre situation réglementaire et fiscale. En conséquence, ESTER ne pourra être tenu comme responsable des idées, déductions, conclusions et plus généralement toute information communiquées dans cette lettre. ESTER décline toute responsabilité sur l'utilisation que le Client ou de tierces personnes pourraient faire des informations, résultats, et analyses déclinant de la mission.

ESTER est Conseiller en Investissements Financiers immatriculé à l'Orias sous le numéro 13000667, www.orias.fr, et membre de la CNCIF.