

Quelle architecture financière pour l'Europe post-Brexit ? Droit financier et géographie de la monnaie

Synthèse

Vincent Bignon,
économiste affilié au
Center for Economic
Policy Research

*Les opinions exprimées
ici le sont à titre
personnel*

2 mai 2018

Cette note plaide pour que le Brexit soit l'occasion de modifier l'architecture financière de l'Union européenne en alignant les frontières de l'espace financier européen (celui où s'échangent des contrats financiers) sur les frontières de la zone euro (celui où circule la monnaie commune). Aujourd'hui, la plupart des contrats dérivés en euros et des prêts interbancaires sont échangés par l'intermédiaire de chambres de compensation, c'est-à-dire d'entreprises spécialisées dans l'évaluation et la tarification du risque de chaque co-contractant¹. Les chambres de compensation assurent vendeurs et acheteurs de la bonne fin de leurs contrats financiers. Or la plupart des contrats dérivés couverts par des chambres de compensation en euros sont actuellement localisés à Londres (Cœuré, 2017), hors zone euro et bientôt hors Union européenne, alors même que ces entités disposent de liquidités limitées pour faire face aux périodes de fortes tensions sur les marchés de financement de gros et qu'elles présentent alors des risques pour la stabilité financière de la zone monétaire. Pour se protéger contre des variations extrêmes du risque perçu, les chambres de compensation peuvent en effet être amenées à adopter des actions qui amplifient le stress financier, comme

¹ Une chambre de compensation est parfois appelée par son acronyme en anglais CCP (*central counterparty*).

une forte augmentation des appels de marge ou le choix de méthodes de répartition des pertes amplifiant l'instabilité financière.

La solution à ces difficultés repose sur une politique prenant acte des risques sur la stabilité financière posés par l'absence d'harmonisation entre la zone euro et l'espace financier européen. Ceci appelle à une politique volontariste de localisation des chambres compensant les contrats libellés en euros à l'intérieur de la zone euro. Une telle politique inclut : la supervision des politiques de marge des chambres de compensation par la banque centrale, l'implication d'une autorité de résolution prenant en compte les risques associés aux différents outils de résolution sur la stabilité financière de la zone euro, la responsabilité civile et pénale des chambres de compensation devant une juridiction de l'Union Européenne en cas de défaut causé par des malversations et la conclusion de contrats en droit communautaire.

Avant le Brexit, le droit des contrats financiers était dissocié du droit de battre monnaie, et les différences de frontières entre la zone euro et l'Union européenne permettaient la « circulation » en zone euro de contrats conclus en droit britannique au sein d'une entreprise domiciliée en Grande-Bretagne. Le Brexit offre l'opportunité d'harmoniser la géographie de la finance européenne en matière de localisation de la compensation des contrats financiers avec le territoire de circulation de l'euro. L'argument développé dans cette note est que la compensation des contrats financiers ne peut être traitée offshore alors même que les chambres de compensation sont devenues des acteurs systémiques pour contenir la transmission du risque financier au sein de la zone euro. L'harmonisation passe par la mise en place d'une adéquation entre les autorités monétaires, qui décident du prêt en dernier ressort, et les autorités administratives de supervision et de résolution, ainsi que par une prise en compte, en cas de besoin, des autorités judiciaires compétentes pour juger des litiges potentiels associés au défaut d'une chambre de compensation.

La suite de cette note reprend (1.) le contexte dans lequel une telle politique peut être mise en œuvre, (2.) développe les raisons pour lesquelles les chambres de compensation ont été promues comme des acteurs clés pour limiter le risque financier, (3.) explique en quoi le fonctionnement des chambres de compensation doit conduire à un droit de regard des autorités monétaires sur la supervision des chambres, (4.) explique le rôle des chambres dans la limitation de la contagion des crises financières et les risques portés par leur entrée en résolution, et (5.) conclut sur la nécessité de réconcilier la géographie de la compensation avec celle de l'émission monétaire.

1. HARMONISER LA GÉOGRAPHIE DES MARCHÉS FINANCIERS AVEC CELLE DE L'ÉMISSION MONÉTAIRE

Si les marchés financiers ne connaissent pas de frontières, la survie des intermédiaires financiers en période de crise financière dépend souvent du pouvoir d'émission monétaire de la banque centrale car elle offre le seul point d'accès à un moyen de paiement accepté par tout le monde. Or, pour une banque centrale, la monnaie est territoriale (Cohen, 2000 ; Helleiner, 2002). En effet, la banque centrale ne distribue pas la monnaie par hélicoptère, mais en échangeant des actifs contre de la monnaie, en faisant des prêts sécurisés par des actifs. Parce que le prêt en dernier ressort n'est pas une subvention, la banque centrale s'assure que les emprunteurs en dernier ressort seront en capacité de rembourser, ce qui

implique une connaissance fine de leur risque de crédit. En général, cette capacité s'accompagne d'un pouvoir de supervision et de sanctions.

L'émission monétaire du prêt en dernier ressort est liée au pouvoir de supervision et de sanction de la banque centrale sur les intermédiaires financiers auxquels elle prête en dernier ressort. En effet, elle a besoin d'informations extrêmement précises pour déterminer si un intermédiaire financier a des problèmes temporaires de liquidité (et non pas un modèle d'affaires ou de gestion du risque obsolète). Elle détermine ainsi si le prêt en dernier ressort est suffisant pour réduire les tensions ou si la situation nécessite de liquider (ou restructurer) l'entité. Cette technique du prêt en dernier ressort requiert la capacité de superviser les entités bénéficiaires et donc la capacité de décider *de facto* de la survie d'une institution.

En Europe, aujourd'hui, 90 % des swaps de taux d'intérêt et 40 % des assurances CDS (*credit default swap*, contrat d'assurance contre les défauts) sont compensés par l'intermédiaire de chambres de compensation (par exemple par LCH limited ou ICE...) basées à Londres (Cœuré, 2017). Ces chambres sont responsables devant des institutions publiques britanniques, qui les supervisent et peuvent décider de leur sort. Le droit des contrats qui s'applique aux échanges intermédiés par les chambres de compensation britanniques est le droit britannique, et les litiges se règlent en premier lieu devant des cours britanniques. Pourtant, les chambres de compensation sont des institutions systémiques pour les banques et les intermédiaires financiers de la zone euro, alors que les décisions des autorités extérieures à la zone euro peuvent directement impacter la stabilité financière de la zone euro, créant ainsi une externalité négative sur la zone monétaire.

Le Brexit autorise l'harmonisation de la géographie financière avec la géographie monétaire décidée par le processus de ratification du traité de Maastricht. Tout comme pour l'Union bancaire, c'est le traité de Maastricht qui a conduit l'Union européenne à dissocier le droit des contrats financiers (les règlements et directives européennes) du droit de battre monnaie. Le droit communautaire est unique : tous les pays de l'Union sont assujettis de la même façon aux directives et règlements européens, et la Cour de justice européenne est l'instance compétente en dernier ressort pour les litiges.

Dans l'Union européenne, du fait que la zone euro n'en est qu'un sous-ensemble, le prêt en dernier ressort ne se fait pas dans la même monnaie, faute de monnaie partagée par tous.

Les agents peuvent donc échanger leurs contrats financiers où ils le souhaitent et notamment échanger des contrats financiers en euro en dehors de la zone euro, sans que cet échange puisse être découragé. Mais la conversion des contrats de dettes en euros par la banque centrale – la tâche principale du prêt en dernier ressort – est fragmentée le long des frontières des banques centrales d'émission : les résidents britanniques peuvent se refinancer en livres sterling, pas en euros. Plus encore, en cas de tensions sur les marchés financiers, la banque centrale peut être conduite à agir avec une connaissance limitée des engagements des intermédiaires de la zone euro dans la finance offshore, ce qui entraîne des risques sur la stabilité financière.

Cette dichotomie entre finance et monnaie était bancale avant les crises, comme les débats sur l'Union bancaire l'ont montré (Béranger, Couppey Soubeyran et Scialom, 2014). Elle l'est toujours après. Au cours des crises récentes, elle a forcé les banques centrales à innover afin de fournir la liquidité pour réduire les tensions financières. Deux événements récents ont toutefois changé la nature du débat et appellent à la réunification du droit de la compensation des contrats financiers avec la zone monétaire.

- Le premier événement est le rôle assigné par les autorités aux chambres de compensation comme première ligne de défense contre la contagion financière. Les initiatives réglementaires décidées au sommet du G20 de Pittsburgh en 2009 ont forcé la compensation des contrats dérivés suffisamment standardisés², faisant des chambres de compensation les acteurs systémiques du monde post-*subprime*. En droit européen, cette initiative s'est traduite par l'entrée en vigueur du règlement européen EMIR en 2012 et de la discussion sur le règlement régissant la résolution des chambres de compensation³.
- Le deuxième événement est la décision par la Grande-Bretagne de sortir de l'Union européenne, alors même que Londres est la place européenne concentrant la plus grande part de la compensation des contrats financiers. Dans les faits, après le Brexit, et même si la Grande-Bretagne continue d'appliquer la réglementation de l'UE, les litiges se régleront devant deux juridictions

² Une chambre de compensation conclut un contrat identique avec l'acheteur et le vendeur, s'interposant ainsi entre ces deux agents. Ceci n'est possible et souhaitable que lorsque les contrats peuvent être standardisés, non adaptés à la situation particulière de l'acheteur et du vendeur.

³ Voir la page présentant EMIR [sur le site de l'AMF](#) et la page présentant la proposition de règlement sur le [rétablissement et la résolution des chambres de compensation](#) (consultées le 24 avril 2018).

formellement indépendantes sans aucun arbitre commun. Plus encore, l'aide fournie par les banques centrales en cas de stress financiers – par exemple sous forme de prêt en dernier ressort – se fera auprès d'entités (les chambres de compensation) n'ayant aucune raison de suivre des instructions publiques ou d'appliquer des jugements décidés par des autorités ou des cours de justice entièrement étrangères. Or, c'est dans les crises que les conflits de répartition sont les plus violents et que sont favorisées dès lors les incitations à privilégier les intérêts particuliers – d'un pays – au détriment du bien commun.

2. LE (NOUVEAU) RÔLE DES CHAMBRES DE COMPENSATION POUR LIMITER LA CONTAGION FINANCIÈRE

Les chambres de compensation sont les nouveaux acteurs systémiques de la finance contemporaine. Elles sont le nœud qui centralise l'échange des contrats financiers suffisamment standardisés comme les CDS ou contre les variations de taux d'intérêt (swap de taux d'intérêt). En Europe, elles centralisent également l'échange de la plupart des prêts interbancaires sécurisés par des actifs (connus par leur nom anglais de *repo* pour *repurchase agreement* et dans les pays de langue allemande ou italienne sous le nom de Lombard). Étant donné l'importance des volumes intermédiés par les chambres de compensation et la spécialisation de certaines d'entre elles dans certains segments très particuliers de marché, le défaut d'une chambre de compensation viendrait directement menacer la stabilité financière.

Le fonctionnement d'une chambre de compensation peut se résumer comme suit : une fois que deux parties se sont accordées pour échanger, la chambre de compensation conclut deux transactions séparées, l'une avec l'acheteur et l'autre avec le vendeur du contrat. Ceci supprime la relation directe entre le vendeur et l'acheteur, et donc le risque de contrepartie, c'est-à-dire de non-exécution du contrat causée par le défaut d'une des deux parties. Ce faisant, le risque est reporté sur la chambre de compensation qui porte les contrats jusqu'à maturité. Pour réduire le risque auquel elle s'expose, les chambres acquièrent de l'information sur leurs co-contractants, afin de limiter leur exposition aux participants les plus risqués, et elles appellent des marges – c'est-à-dire qu'elles demandent aux contreparties de leur fournir du collatéral en proportion de la valeur de toute transaction et en proportion des risques perçus. Ces marges peuvent être saisies au moment du défaut

afin de couvrir les pertes potentielles. Les participants réguliers (les membres compensateurs dans la terminologie professionnelle) contribuent par ailleurs à un fonds de défaut qui peut être saisi pour mutualiser le paiement d'une partie des pertes potentielles.

Créées il y a plus de cent ans, les chambres de compensation ont vu leur rôle et leur importance se transformer après la crise de 2007-2009. En effet, il a été établi que l'ampleur de la crise sur le marché de New York s'expliquait par l'opacité des flux financiers entre acteurs financiers systémiques avant 2007. De nombreux témoignages d'opérateurs de marchés (Zuckerman, 2009) et l'analyse de données sur le volume et les prix des contrats financiers échangés (Gorton et Metrick, 2012 ; Copeland, Martin et Walker, 2014) montraient que la plupart des banques ou des fonds d'investissement et de placement s'échangeaient leurs excédents de liquidité ou se garantissaient les pertes contre le défaut ou les variations de taux par des contrats de gré à gré. Ces contrats bilatéraux avaient le grand avantage de la souplesse dans le choix des clauses contractuelles (par exemple, un prix ou une gestion individualisée des collatéraux). Mais cette force s'est révélée être une extrême fragilité quand le doute se propagea sur les actifs *subprime*. La décentralisation de ces contrats avait rendu opaque l'exposition des uns et des autres aux pertes. Dans certaines banques, il a même fallu plusieurs mois pour connaître la part du portefeuille qui avait été investi en actifs sécurisés par des prêts résidentiels (RMBS, Residential Mortgage-Backed Security) *subprime*.

La profondeur de la crise s'expliquait par le fait que, à New York, personne ne centralisait l'information sur l'exposition des banques et des fonds de placement au risque des actifs *subprime*, personne ne produisait un jugement sur la qualité des contreparties qui étaient à l'origine des actifs financiers complexes. Les transactions de gré à gré prédominaient sur les transactions intermédiées par une chambre de compensation. La crise a donc été amplifiée par les doutes croissants sur la valeur des portefeuilles et des pertes potentielles auxquelles chacun pouvait être soumis.

À l'inverse, en Europe, les contrats financiers étaient déjà plus souvent intermédiés par les chambres de compensation (Norman, 2011). Parce que les chambres de compensation assurent de la bonne fin des contrats indépendamment de la solvabilité des co-contractants, elles ont ainsi limité en Europe la montée du stress financier causé par le risque de défaut croissant des contreparties (Norman, 2011).

Au sommet du G20 de Pittsburgh en 2009, les chambres de compensation ont donc été désignées comme la première ligne de défense contre les risques de contagion financière créés par les produits dérivés. Les autorités ont mandaté la compensation obligatoire des produits dérivés suffisamment standardisés, c'est-à-dire par exemple les produits de couverture contre le risque de taux d'intérêt ou d'inflation. Ceci signifie que, pour chaque contrat de dérivé (par exemple, une assurance contre les variations des taux d'intérêt), le vendeur et l'acheteur de cette assurance n'ont pas de relation contractuelle mais sont chacun en relation avec la chambre de compensation.

L'introduction d'une chambre de compensation entre les co-contractants a deux conséquences.

- Tant que le vendeur ou l'acheteur ne sont pas en défaut, les positions sont compensées dans le bilan de la chambre de compensation, qui n'est donc pas exposée au risque de variation des prix. En revanche, si l'une des contreparties est en défaut, la chambre de compensation reste en relation avec la partie qui n'a pas fait défaut et elle doit revendre au plus tard dans les trois jours le contrat qu'elle avait avec la partie en défaut. Pour être en capacité d'absorber la perte associée à cette vente, elle demande des ressources aux co-contractants, à la fois lors de l'initiation du contrat et lorsque le prix du sous-jacent varie (c'est-à-dire potentiellement plusieurs fois par jour).
- Tant que la chambre de compensation n'est pas en défaut, le risque de contrepartie est supprimé, et le stress financier est transféré à la chambre de compensation, qui continuera à exécuter tous les contrats même si les acheteurs ou les vendeurs sont en défaut. Cette assurance contre le défaut d'autrui est coûteuse car la chambre a besoin de ressources pour financer les pertes survenant en cas de substitution au membre compensateur défaillant. Pour ce faire, elle requiert le paiement d'une marge à l'initiation du contrat et de marges supplémentaires lorsque le prix de l'actif varie. Ces marges fournissent les ressources à la chambre de compensation pour couvrir le risque de défaut et faire face à ses engagements.

3. RISQUES SUR LA STABILITÉ FINANCIÈRE : CHAMBRE DE COMPENSATION OFFSHORE ET SUPERVISION ONSHORE

Les chambres de compensation occupent une place particulière dans l'écologie des marchés financiers : elles ne sont pas autorisées à avoir une position directionnelle, ce qui signifie que tout contrat avec un acheteur doit correspondre à un contrat identique avec un vendeur. Une chambre de compensation n'est donc pas exposée au risque de changement de valorisation des actifs, elle ne peut pas émettre de dette et elle est forcée de liquider au plus vite toutes les positions qu'elle serait amenée à détenir pour compte propre. Ceci les distingue des banques, qui peuvent financer par la dette la détention dans leur bilan d'un actif dans le but d'attendre le retournement du prix de cet actif sur le marché.

Ceci implique que, à chaque opération qu'elle réalise avec un agent, la chambre de compensation enregistre une opération en miroir avec un autre agent (qui a donc une position exactement opposée au premier agent). Concrètement, une chambre de compensation qui intermédie un contrat CDS contre le risque de défaut d'un État ou d'une entreprise contracte d'un côté avec la personne qui cherche à se protéger du risque de défaut et conclut simultanément un contrat (exactement dans les mêmes termes) avec la personne qui vend la protection contre le risque de défaut. Tant que ses contreparties ne font pas défaut, une chambre de compensation n'est donc pas exposée au risque de valorisation de l'actif : le risque associé aux variations de prix du CDS étant couvert par des appels de marge auprès de l'acheteur ou du vendeur de CDS (selon l'orientation du marché).

L'équilibre entre les positions vendeuse et acheteuse ne protège pas la chambre de compensation contre tous les risques de marché. Une chambre reste notamment exposée au risque de défaut de ses contreparties. Elle doit donc exercer une surveillance, la plus rigoureuse possible, des risques portés par ces agents, ce qui la conduit à modifier ses appels de marge en fonction de sa perception de l'évolution du risque de contrepartie. Par exemple, si une chambre constate qu'une contrepartie prend une position directionnelle marquée sur un contrat CDS ou si la position nette de cette contrepartie sur ce contrat devient importante, les règles de bonne gestion doivent conduire la chambre à appeler des

ressources additionnelles afin de couvrir le risque supplémentaire associé à la concentration du risque sur une contrepartie⁴.

Les chambres de compensation peuvent décider de changer brutalement leur politique de couverture contre les risques portés par leurs contreparties sans avoir à prendre en compte des risques sur la stabilité financière de la zone euro. En effet, dans un contexte de crise, la politique d'appels de marge d'une chambre de compensation peut se révéler particulièrement procyclique, et donc amplifier le stress sur les marchés financiers⁵.

En période de chute des prix des obligations causée, par exemple, par la perception d'un risque de défaut croissant, les rendements des obligations flambent. Les règles de bonne gestion d'une chambre de compensation doivent alors la conduire à appeler des marges supplémentaires pour se couvrir contre l'augmentation du risque de défaut. Les marges appelées augmentent donc à la fois du fait de la baisse des prix et du fait que le niveau des marges appelées augmente. C'est ce qui s'est passé en novembre 2011, lorsqu'une chambre de compensation londonienne a augmenté fortement ses appels de marge sur la dette souveraine italienne. Le but de ces appels de marge supplémentaires est d'augmenter les ressources des chambres de compensation pour faire face au risque défaut. Il permet également de rendre plus onéreuse la compensation sur ces actifs financiers, mais si ces changements d'appel de marge ont lieu très brutalement, ils peuvent également causer de fortes variations de prix du sous-jacent, amplifier le stress financier et, dans les cas extrêmes, amener à une intervention de prêt en dernier ressort par la banque centrale⁶. Pour répondre aux appels de marge, les contreparties « perdantes » de la chambre peuvent vendre massivement au comptant et amplifier ainsi le stress sur la liquidité sur les sous-jacents.

L'accès au prêt en dernier ressort peut aussi s'avérer crucial pour éviter à la chambre de se trouver avec des co-contractants défaillants du fait de variations brutales des marges demandées. Bernanke (1990) a montré combien cet accès a été décisif pour éviter des défauts en chaîne lors du krach boursier d'octobre 1987, la Fed fournissant les liquidités

⁴ Voir Menkveld (2017) pour une évaluation de l'importance de cette dimension de gestion du risque par les CCPs.

⁵ C'est ce qu'argumente Patrick Jenkis dans une colonne écrite pour le *Financial Times* le 8 janvier 2018. <https://www.ft.com/content/0a6bce2c-f470-11e7-8715-e94187b3017e> consulté le 18/4/2018.

⁶ Voir par exemple la description faite sur le blog Alphaville (<https://ftalphaville.ft.com/2011/11/09/736051/lch-clearnet-sa-raises-margin-on-italian-bonds/>, consulté le 19/4/2018). Ce type de mécanisme s'applique aussi aux appels de marge qu'une chambre peut spécifiquement demander aux acteurs qu'elle perçoit comme lui faisant encourir plus de risques.

permettant de financer les marges additionnelles appelées du fait de la chute des prix. Dans le contexte actuel de la zone euro, la possibilité de ce type de scénario souligne l'importance que la supervision des chambres de compensation soit faite également par l'Eurosystème, c'est-à-dire par la banque centrale qui est amenée à intervenir auprès des banques de la zone euro afin de réduire les risques sur la stabilité financière de la zone.

Quand une contrepartie fait défaut, une chambre de compensation doit liquider la position défaillante dans les trois jours, y compris dans les conditions de marché les plus extrêmes, c'est-à-dire quand tout le monde veut vendre et personne ne veut acheter, ce qui signifie chercher une nouvelle contrepartie d'accord pour reprendre la position à l'identique (sans altération du contrat initial). La vente à très courte échéance peut donc conduire à constater une perte extrêmement importante, par exemple lors des krachs boursiers. Ces pertes doivent en général être absorbées par les ressources propres de la chambre de compensation, par les ressources versées par l'agent défaillant et par le fonds de défaut qui est abondé par les différents co-contractants de la chambre.

Les pertes que doit absorber la chambre de compensation sont déterminées par l'écart entre le prix auquel la compensation a eu lieu, d'une part, et le prix de marché (s'il existe) au moment de la liquidation de la position, d'autre part. La chambre dispose de ressources dont le montant est calibré pour faire face aux pertes associés au défaut des deux plus grosses contreparties dans des scénarios de marché normaux mais extrêmes. Mais si le prix de marché n'existe pas, comme ce fut le cas sur certains segments en 2007 et 2008 ou en 2011 et 2012, ou si la chambre doit liquider la position défaillante par enchère ou par vente de gré à gré, la taille de la perte à couvrir peut être extrêmement élevée, et proportionnée au peu de liquidité de ce segment de marché et/ou au fait que personne ne souhaite prendre en charge la position directionnelle défaillante. Ce peut être le cas en particulier quand le risque de crédit d'un CDS associé à un souverain ou une banque devient tellement grand que personne ne souhaite vendre d'assurance contre un risque de défaut beaucoup trop grand : le marché est alors inactif et personne n'est prêt à assurer contre le risque d'un défaut devenant quasi certain comme l'illustre chaque crise financière depuis l'invention des CDS (par exemple, sur le marché des CDS sur l'Argentine lors de la crise argentine de 2001, les CDS sur les prêts *subprime* lors de la crise de 2007-2008 ou sur certains souverains ou banques lors de la crise des dettes souveraines en 2011-2012).

Les chambres de compensation, quand elles se retrouvent avec une position défailante, doivent vendre la position dans les trois jours, comme on l'a dit. Si la situation de marché est telle qu'il n'y a pas d'acheteurs sur le marché, la chambre est toujours tenue par cette obligation, ce qui contribue à augmenter les pertes en comparaison d'une situation de marché normale. Par ailleurs, le choix de la méthode de liquidation (vente sur le marché, enchères...) n'est pas neutre et peut avoir des conséquences sur la stabilité financière. En effet, rien n'indique que la chambre choisisse la méthode qui minimise les risques sur la stabilité financière. Si la chambre de compensation ne dispose pas de ressources préfinancées suffisantes, elle peut inciter la participation des contreparties à une enchère (pour une position qui pourrait se retrouver très risquée) tout en sollicitant de la part de ses membres des ressources additionnelles pour financer la perte attendue.

On peut se trouver dans des situations où certains outils d'absorption des pertes peuvent drainer la liquidité de marché des intermédiaires financiers vers les chambres de compensation, alors même que la position de liquidité de ces membres compensateurs est déjà en tension et que la chambre leur demande de se charger de risques supplémentaires. Dans un contexte de multiplication des chambres de compensation et de grande fragmentation du marché de la compensation (Persaud, 2015), la situation pourrait rapidement devenir intenable si chaque chambre adoptait sa propre politique d'augmentation brutale du niveau des marges, sans prendre en compte les externalités négatives induites.

4. RISQUES FINANCIERS CAUSÉS PAR L'ENTRÉE EN RÉOLUTION D'UNE CHAMBRE DE COMPENSATION EXTRATERRITORIALE

Les risques associés à la compensation des contrats financiers par des chambres extraterritoriales à la zone euro ne s'arrêtent pas à la potentielle divergence entre la zone monétaire et la politique de marges ou de gestion des positions défailtantes des membres compensateurs. Les chambres de compensation extraterritoriales sont des institutions systémiques pour la zone euro également quand elles feront défaut, à la fois à cause des conséquences de ces défailtances sur la dynamique des marchés mais également à cause des outils qu'elles utiliseront pour rétablir leur position ou que l'autorité de résolution utilisera pour décider de leur continuation ou de leur liquidation.

Les risques associés au défaut d'une chambre de compensation ne doivent pas être sous-estimés parce qu'il s'agit d'événement rares. En effet, même s'il n'a été recensé que trois défauts de chambres de compensation au cours des cinquante dernières années (Dodd, 2010) et quelques cas de situations très proches du défaut (Cox et al., 2016), l'étude de ces cas suggère un risque fort de conflit d'intérêts créé par le choix d'une méthode de partage des pertes entre les membres compensateurs et la chambre, mais également au sein des membres compensateurs.

Par ailleurs, deux facteurs ont contribué à modifier la dynamique du secteur et les risques de défaut associés suite à la compensation obligatoire des dérivés suffisamment standardisés, comme l'argumente Avinash Persaud (2015). D'une part, l'augmentation du nombre de chambres permet une politique de gestion du risque et des appels de marge adaptés aux spécificités de chaque produit financier, mais elle crée aussi une situation plus fragmentée, avec des acteurs plus petits, ayant chacun leurs propres modalités de gestion du défaut, ainsi que l'a illustré la gestion du défaut d'un courtier par la chambre coréenne KRX en 2014. D'autre part, la réglementation permet à la fois de fournir plus de prévisibilité quant à la politique de gestion du risque par les chambres, mais elle contraint de ce fait leur liberté dans la gestion du défaut alors même que la flexibilité dans le choix des outils de gestion du défaut a dû contribuer au faible nombre de défauts des chambres. Il est donc très probable que le passé ne soit pas un bon guide et conduise à sous-estimer la probabilité de défaut des chambres de compensation.

Que se passe-t-il au moment du défaut d'une chambre de compensation ? Il est évidemment impossible de revenir à la situation sans chambre de compensation car le retour à l'opacité des contrats en situation de crise ne ferait qu'amplifier le stress financier. Mais les conséquences du défaut pour la société dépendront sûrement du scénario par lequel la chambre a fait défaut. Le défaut d'une chambre de compensation pourrait provenir de deux scénarios. D'une part, d'un problème technologique (par exemple, une rupture de la transmission du paiement des marges résultant d'un problème informatique ou une cyber-attaque). D'autre part, du défaut de plusieurs membres compensateurs. Dans les deux cas, l'extraterritorialité de la chambre rend plus complexe et plus coûteux le défaut de la chambre de compensation.

Dans le premier cas, l'interruption de la transmission d'information sur le paiement de marges peut créer des situations dans lesquelles la chambre de compensation doit payer

des marges aux membres « gagnants » du fait de l'évolution des prix alors même qu'elle n'a pas reçu les paiements de la part des membres « perdants » du fait du problème technologique. Dans cette situation, la chambre se retrouve exposée à un risque de liquidité, alors même que son extraterritorialité rend impossible l'accès à la monnaie de la banque centrale dans laquelle les contrats sont compensés.

Dans le second cas, le défaut de plusieurs membres compensateurs expose la chambre à deux types de risques de liquidité. Premièrement, les membres peuvent ne pas disposer de la liquidité requise pour régler leurs appels de marge causés par des variations brutales des prix de marchés ou par des appels à contribution pour régler les pertes résultant de la liquidation des positions défaillantes. Deuxièmement, la chambre peut elle-même ne pas disposer des ressources pour régler les contreparties non défaillantes. Ceci peut arriver en cas de défaut de plusieurs membres compensateurs sur les marchés interbancaires « *repos* », c'est-à-dire des prêts sécurisés par la mise en garantie d'actifs. Dans ce cas, la chambre peut avoir besoin de placer les actifs en garantie auprès de la banque centrale afin de faire face à ses échéances auprès des membres non défaillants.

Dans les situations de crises aiguës, au cours desquelles la liquidité sur le marché est fortement réduite, les prix des actifs sont fortement influencés par l'augmentation du risque de crédit et par le manque de liquidité. Ce type de situation est caractéristique de chaque crise financière et se traduit pour la plupart des actifs par un retour des prix vers leur niveau de pré-crise, une fois la panique passée. Lors de la crise des dettes souveraines, la réduction du risque de liquidité s'est matérialisée par la forte réduction des rendements des obligations des pays en crise au cours de l'été et de l'automne 2012, une fois que l'Eurosystème a adopté le programme OMT (Outright Monetary Transactions).

Dans ce contexte de crise de liquidité aiguë, le choix d'un outil de liquidation d'une position par la chambre de compensation peut interagir fortement avec le prix du sous-jacent, amplifiant ainsi la contagion par la variation du prix des actifs. En matière de choix d'outils de rétablissement ou de résolution d'une chambre de compensation, il n'y a toutefois pas de solution idéale. Les crises étant des périodes hautement imprévisibles, marquées par des ruptures soudaines, la meilleure politique de gestion des crises consiste à choisir les outils en ayant la connaissance la plus fine des membres compensateurs, afin de prévoir au mieux l'impact d'un outil sur les participants de marché. Dans la mesure où la plupart des membres compensateurs de contrats financiers libellés en euros sont le fait des

intermédiaires financiers localisés en zone euro, et parce que le superviseur a une connaissance très fine de la situation de ces intermédiaires, la gestion des crises financières serait facilitée par la localisation de la compensation des contrats en euro dans la zone euro.

Enfin, l'histoire fournit des leçons importantes quant aux conflits de répartition qui naissent au moment du défaut des chambres de compensation (Bignon et Vuillemeys, 2017). La faillite de la chambre de compensation parisienne s'est déroulée au cours de l'automne 1974 dans des conditions de marchés extrêmes d'effondrement des prix et a entraîné le défaut du plus gros membre compensateur et fortement fragilisé plusieurs autres membres. Pour rétablir sa situation, la chambre de compensation a cherché à manipuler le prix de marché afin de modifier la répartition des pertes entre membres tout en refusant plusieurs offres de rachat de la position défailante, conduisant à l'interruption du fonctionnement du marché pendant deux ans.

La faillite de la Caisse de liquidation des affaires en marchandises (Clam) s'est traduite à la fois par une manipulation de la procédure de rétablissement et par une instrumentalisation des autorités publiques de la part de ses mandataires sociaux. La manipulation a consisté en une utilisation erronée de la procédure de rétablissement prévue par le règlement de la Clam afin de fixer un prix de liquidation permettant de minimiser les pertes encourues par la chambre de compensation. L'instrumentalisation a consisté à fournir des informations partielles au ministre afin que les autorités publiques prennent les mesures favorisant à la fois la chambre et quelques membres compensateurs au détriment des autres membres compensateurs et de la continuité de la compensation. Les décisions prises par les dirigeants de la Clam ont été contestées par les membres compensateurs lésés, et *in fine* annulées par la justice, illustrant à la fois la puissance des conflits de répartition et l'importance d'une gestion *informée* de la crise par les autorités publiques.

Peut-on s'en remettre à la seule volonté de coopérer entre souverains indépendants quand les coûts sont si élevés et la vitesse de décision si cruciale ?

5. DES PROPOSITIONS POUR RÉCONCILIER L'ESPACE DES ZONES MONÉTAIRES ET DES ZONES FINANCIÈRES

En temps de crise, le divorce entre le droit financier et le droit de l'émission monétaire peut se révéler crucial, voire fatal, en termes de risque supplémentaire sur la stabilité financière, en termes de contagion entre zones monétaires et en termes de répartition des coûts de résolution des crises à la fois entre pays et entre agents économiques. Trois raisons expliquent cela.

- Premièrement, prêter en dernier ressort requiert des procédures d'acquisition d'informations et des techniques de gestion du risque qui minimisent le risque de perte pour la banque centrale. Or la vitesse d'intervention des autorités est cruciale pour minimiser la contagion (Delatte et Toubal, 2017). Séparer la supervision des chambres de la banque centrale qui prête en dernier ressort, c'est introduire un délai et des problèmes de coordination dans le traitement des crises financières qui augmentera fortement les risques sur la stabilité financière.
- Deuxièmement, dans certaines circonstances, la décision des chambres de compensation de surcharger les appels de marge pour se couvrir contre des variations abruptes du risque de défaut peut créer des effets de bord, par lesquels la chambre joue sa survie au détriment de membres compensateurs qui sont parfois des banques systémiques de la zone euro. Ce cas n'est pas un cas d'école : les changements du niveau des appels de marge sur les souverains de la zone euro par les chambres de compensation de Londres en 2011 et 2012 suggèrent au contraire qu'il doit être pris très au sérieux et que cela requiert une vision globale des risques sur les marchés, à la fois quant à la position de crédit des chambres de compensation, à la position de liquidité des membres compensateurs et à la situation de stress sur les marchés des actifs. En cas de difficulté d'une chambre de compensation, on ne peut pas s'en remettre à une hypothétique coordination entre des autorités qui ne partagent pas nécessairement les mêmes objectifs, le pays offshore n'ayant pas nécessairement des intérêts identiques à ceux de la banque centrale d'émission de la devise.
- Troisièmement, en cas d'entrée en rétablissement ou en résolution, les chambres de compensation ou les autorités publiques du pays dans lequel la chambre de

compensation est enregistrée juridiquement seront amenées à décider de la répartition des pertes entre ses différents créanciers. Comme le montre l'exemple de la restructuration de la chambre de compensation parisienne en 1974 (Bignon et Vuillemeys, 2017), la gestion des risques financiers par les chambres de compensation, lorsqu'elles sont proches du défaut, fait diverger leur intérêt de ceux de leurs membres ou de l'intérêt public. *A fortiori*, il n'y a aucune raison de penser que l'intérêt des chambres de compensation extraterritoriales à l'Union européenne sera de choisir des outils de rétablissement ou de résolution minimisant les risques sur la stabilité financière de l'Union tout en permettant la poursuite de la compensation des contrats en euros. L'intervention des autorités publiques se justifie par les externalités – potentiellement très négatives sur le reste de l'économie – de la restructuration des chambres de compensation défaillantes. Ces choix ne peuvent pas être délégués à une entité publique extraterritoriale à l'Union, qui n'a pas la légitimité pour répartir les pertes entre créanciers de la chambre. Il est également crucial que l'autorité de résolution des chambres de compensation puisse anticiper l'impact des différents outils d'allocation des pertes sur les membres des chambres de compensation, c'est-à-dire ici les principales banques systémiques de la zone euro. Il faut, en effet, que les pertes associées au défaut d'une institution soient réparties en fonction de la minimisation du risque financier tout en maintenant les fonctions critiques de compensation.

Pour conclure, quels devraient être les objectifs d'une politique visant à localiser les chambres de compensation dans l'Union européenne ? Une telle politique peut viser à modifier soit la nationalité du droit dans lequel l'entité a été enregistrée et auquel elle est soumise (et donc y compris l'autorité de supervision des activités de l'entité), soit le droit dans lequel les contrats sont rédigés et compensés, soit la responsabilité opérationnelle, c'est-à-dire la localisation géographique des infrastructures opérationnelles (main-d'œuvre, logiciels et matériels informatiques, gestion des risques). Les risques technologiques pourraient conduire à chercher à localiser les infrastructures techniques dans la zone monétaire associée, afin de minimiser les risques de défaut d'une chambre de compensation créés par des problèmes techniques comme la rupture de la transmission de données entre la localisation des infrastructures opérationnelles de la chambre de compensation et la localisation du reste de l'entité. Le débat sur la juridiction à laquelle les chambres de compensation sont soumises recouvre la question de la supervision par une

entité publique pouvant effectivement s'assurer que, dans les situations de crise financière, les chambres de compensation contribueront effectivement à la stabilisation financière de la zone monétaire. Mais l'enjeu de la nationalité des chambres recouvrent également celle de la juridiction judiciaire devant laquelle l'entité et ses dirigeants seront responsables, notamment en cas de défaut causé par des négligences graves dans la gestion du risque ou des malversations.

BIBLIOGRAPHIE

Béranger, Adrien, Couppey-Soubeyran, Jézabel, Scialom, Laurence, « Union bancaire : le temps joue contre nous », note Terra Nova, 2014.

Bernanke, Ben, « Clearing and settlements during the crash », *Review of financial studies*, 3, 1990, p. 133-151.

Bignon, Vincent et Vuillemeys, Guillaume, «The failure of a clearinghouse: Empirical evidence », Document de travail ECMI, 6, 2017.

Cœuré, Benoît, « European CCPs after Brexit », conférence à la Global Financial Markets Association, Francfort sur le Main, 20 juin 2017.

Cox, Robert, Murphy, David, Budding, Edward, « Central counterparties in crisis: International Commodities Clearing House, New Zealand Futures and Options Exchange and the Stephen Francis Affair », *Journal of Financial Market Infrastructures*, 4, 2016, p. 65-92.

Cohen, Benjamin, *The geography of money*, Ithaca, Cornell University Press, 2000.

Delatte, Anne-Laure et Farid Toubal, « Brexit : Saisir les opportunités et limiter les risques dans la finance », note du CAE, 45, décembre 2017.

Copeland, Adam, Antoine Martin, Michael Walker, « Repo Runs: Evidence from the Tri-Party Repo Market », *Journal of Finance*, 69, 2014, p. 2343-2380.

Dodd, Randall, « History of Central Counterparty Failures and Near-Failures », Box 3.5 of the *International Monetary Fund's Global Financial Stability Report*, avril 2010.

Helleiner, Eric, *The Making of National Money. Territorial Currencies in Historical Perspectives*, Ithaca, Cornell University Press, 2002.

Gorton, Gary et Metrick, Andrew, « Securitised banking and the run on repo », *Journal of Financial Economics*, 104, 2012, p. 425-451.

Menkveld, Albert, 2017, « Crowded Positions: An Overlooked Systemic Risk for Central Clearing Counterparties », *Review of Asset Pricing Studies*, 7, p. 209-242.

Norman, Peter, *The Risk Controllers: Central Counterparty Clearing in Globalised Financial Markets*, Londres, Wiley, 2011.

Persaud, Avinash, « The Unintended Consequences and Possible Mitigation of the Clearing Mandate for OTC Derivatives », *SSRN Electronic Journal*, 13 août 2015.

Zuckerman, Gregory, *The Greatest Trade Ever: The Behind-the-Scenes Story of How John Paulson Defied Wall Street and Made Financial History*, Crown business, 2009.