



Les services de compensation centrale pour compte de tiers pénalisés par le ratio de levier ?

À la suite de la crise financière mondiale de 2008, les membres du G20 ont souhaité renforcer les incitations à la compensation centrale, afin de réduire le risque de contrepartie entre acteurs du système financier. Or, depuis quelques années, des signes de tension sont observés sur le marché de la compensation centrale pour compte de tiers. Le ratio de levier est souvent invoqué comme l'une des causes de ces tensions, en raison de l'absence de reconnaissance des marges initiales reçues par les adhérents compensateurs de la part de leurs clients dans le cadre d'opérations sur dérivés.

Si l'absence de reconnaissance des marges initiales est conforme à l'objectif du ratio de levier de compléter le ratio de solvabilité par une mesure non sensible au risque, la pénalisation de l'activité de compensation centrale pour compte de tiers présente des risques en termes de stabilité financière qu'il convient d'analyser.

Samira BOURAHLA

Direction des Systèmes de paiement et des Infrastructures de marché

Émilie FIALON

Direction de la Stabilité financière

Alexandre GARCIA, Aurélien VIOLON

SGACPR – Direction des Affaires internationales, Direction d'Étude et d'Analyse des risques

Codes JEL
G21, G23,
G28

Septembre 2009

le G20 de Pittsburgh rend la compensation centrale obligatoire pour les contrats dérivés de gré à gré (*over-the-counter* – OTC) standardisés et liquides.

Décembre 2010

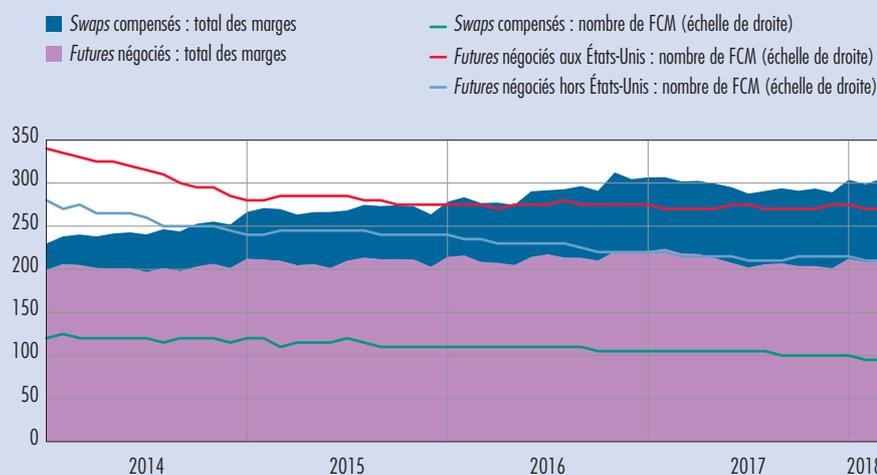
l'accord de Bâle III instaure un ratio de levier.

Plus de 60 %

le pourcentage de l'activité de compensation des deux plus grands adhérents compensateurs (par contrepartie centrale – CCP) réalisée pour compte de tiers, dans la majorité des cas.

Activité de compensation centrale pour compte de tiers aux États-Unis

(échelle de gauche : marges reçues de la clientèle, en milliards de dollars ; échelle de droite : nombre d'acteurs [*futures commission merchants* – FCM] par segment de marché)



Sources : *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) et *Futures Industry Association* (FIA).



1 Le Comité de Bâle conduit une revue de l'impact du ratio de levier sur l'activité de compensation centrale pour compte de tiers

Aujourd'hui, dans le cadre du ratio de levier (cf. encadré 1), les adhérents compensateurs ne sont pas autorisés à déduire du dénominateur du ratio les marges initiales qu'ils reçoivent de leurs clients lorsqu'ils offrent des services de compensation centrale (cf. encadré 2) pour compte de tiers sur opérations de dérivés. Ceci s'inscrit dans la logique du ratio de levier qui est insensible aux risques et ne tient pas compte, à ce titre, des techniques de réduction

du risque de crédit utilisées par les banques (dont fait partie l'exigence de marges initiales de la part des clients).

La consultation du Comité de Bâle sur le standard révisé du ratio de levier a été lancée en avril 2016. Les participants à cette consultation ont signalé à cette occasion les possibles effets indésirables de la mise en œuvre du ratio sur la capacité des adhérents compensateurs à continuer de proposer des services de compensation centrale pour compte de tiers. La profession contestait principalement le fait que le ratio de levier ignore l'effet réducteur de risque apporté par les marges initiales.

ENCADRÉ 1

Qu'est-ce que le ratio de levier ?

Le ratio de levier, qui rapporte les fonds propres d'une banque à son total d'expositions (bilan et hors bilan), est un instrument prudentiel mis en place en 2010 par le Comité de Bâle, forum de coopération internationale, rassemblant les banques centrales et les superviseurs de 28 pays et chargé de définir des normes prudentielles communes applicables aux banques internationalement actives.

Introduit dans le cadre de la réforme dite « Bâle III »¹, le ratio de levier vise à compléter la gamme des instruments à la disposition des superviseurs par une mesure simple répondant à deux objectifs principaux : i) contrôler l'augmentation de la taille des bilans bancaires et ii) réduire le risque de modèle inhérent au ratio de solvabilité. Ce dernier, mis en place dès l'accord de Bâle I (1988) et modifié par l'accord de Bâle II (2004), vise à s'assurer que les banques détiennent suffisamment de fonds propres par rapport aux risques auxquels elles sont exposées. Pour cela, le ratio de solvabilité pondère chaque exposition d'une banque par un facteur tenant compte du risque associé à cette exposition. Ce mécanisme de pondération est très utile pour adapter les exigences en fonds propres aux risques réellement pris par les banques, mais présente cependant un inconvénient associé aux incertitudes en termes de modèle². C'est pourquoi le ratio de levier, qui complète le ratio de solvabilité, est insensible aux risques et ne tient compte, par conséquent, d'aucune pondération en risque, ni d'aucune technique de réduction du risque de crédit (telle que la réception de collatéral en contrepartie d'une exposition).

Introduit d'abord en pilier 2 (c'est-à-dire avec un calibrage spécifique à chaque banque), le ratio de levier est devenu, au niveau international, une norme de pilier 1 (signifiant que le calibrage s'impose de la même manière à toutes les banques) en 2018³, avec un calibrage de 3% auquel sera ajoutée une surcharge pour les banques systémiques. Depuis 2015, il fait l'objet d'une publication par les banques.

$$\text{Ratio de levier} : \frac{\text{Fonds propres Tier 1}}{\text{Expositions bilan et hors bilan}} \geq 3\%$$

1 Les règles établies par le Comité de Bâle (appelées « standards » en anglais) définissent des exigences minimales que les banques et superviseurs doivent respecter. Les standards du Comité de Bâle ne sont pas directement contraignants sur le plan juridique. Néanmoins, les membres du Comité ont un engagement moral à les mettre en œuvre dans leur dispositif législatif et réglementaire. Au sein de l'Union européenne, les standards du Comité de Bâle sont le plus souvent intégrés à la législation européenne. Bâle III désigne la réforme en profondeur des standards initiée à suite de la crise de 2008 et finalisée en 2017 – cf. Basel Committee on Banking Supervision (2017), *Basel III: finalising post-crisis reforms*, décembre.

2 On appelle « risque de modèle » le risque qu'un modèle sur- ou sous-estime l'appréciation d'un risque.

3 En Europe, le passage en pilier 1 sera effectif dès l'adoption du règlement révisé concernant les exigences prudentielles (*Capital Requirement Regulation – CRR2*), en cours de discussion par les législateurs (Parlement européen et Conseil des ministres) – voir aussi encadré 3.

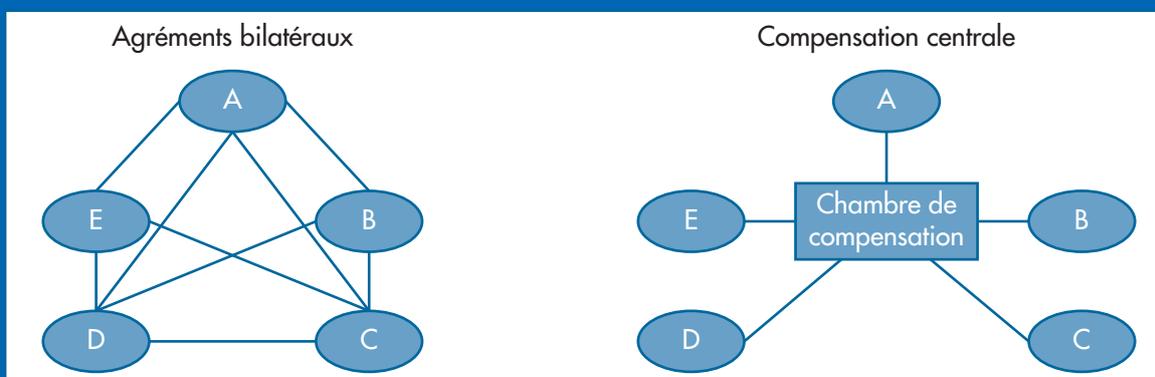


ENCADRÉ 2

Que sont la compensation centrale, les marges initiales et l'obligation de compensation ?

La compensation centrale et les marges initiales

Le mécanisme de compensation par contrepartie centrale (ou « **compensation centrale** ») fait appel à une contrepartie centrale (*central counterparty* – CCP) qui s'interpose entre les acteurs participant à une transaction (cf. schéma ci-dessous) et devient leur unique contrepartie comme acheteur pour les vendeurs et vendeur pour les acheteurs selon le principe de novation¹. La CCP concentre ainsi le risque de contrepartie, à savoir le risque que la contrepartie d'une opération fasse défaut avant le règlement définitif de l'ensemble des obligations liées à cette opération.



Les acteurs traitant directement avec les CCP sont appelés « **adhérents compensateurs** » (*clearing members*). Leur adhésion à la CCP impliquant un certain nombre d'exigences d'ordre opérationnel, juridique et financier, visant à limiter le risque porté par la CCP, ces acteurs sont généralement des établissements financiers, en particulier des banques. Pour gérer le risque de contrepartie, la CCP exige de ses adhérents compensateurs le versement de collatéraux (**marges initiales**² et **marges de variation**³) et la contribution à un fonds de garantie susceptible d'être utilisé en cas de défaillance d'un participant. Les adhérents compensateurs doivent également pouvoir reprendre à leur compte les positions d'un participant défaillant.

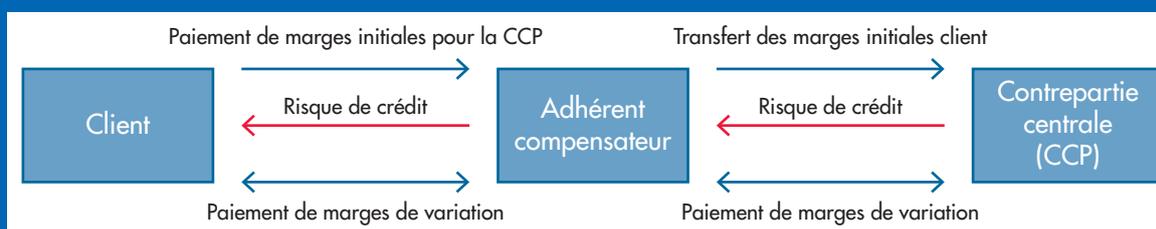
Il existe deux catégories d'adhérents compensateurs : les adhérents compensateurs individuels, qui agissent pour leur compte propre uniquement, et les adhérents compensateurs généraux, qui agissent pour leur compte propre et pour celui de leurs clients. Lorsqu'un adhérent compensateur agit pour le compte d'un client, on parle de **compensation centrale pour compte de tiers (ou client clearing)**. Dans ce cas, l'adhérent compensateur sert d'intermédiaire entre son client et la CCP, tout ou partie des flux financiers (marges, règlements) transitant par lui.

¹ La novation est un mécanisme juridique de substitution qui emporte l'extinction d'obligations contractuelles existantes (par exemple, substitution de l'une des contreparties au contrat). Les termes du contrat se trouvent modifiés entre les deux parties avec la substitution d'un tiers (ici, une chambre de compensation) qui devient la contrepartie de chacune des contreparties et qui s'assure d'exécuter la nouvelle obligation en lieu et place de la contrepartie originelle au contrat. Dans le cadre de la compensation sur instruments dérivés, la chambre de compensation se substitue ainsi comme acheteur (vendeur) face au vendeur (à l'acheteur).

² Dépôt de garantie initial permettant de couvrir les pertes potentielles résultant des fluctuations de la valeur de marché des positions à liquider ou à remplacer, en cas de défaut d'une contrepartie.

³ Règlements couvrant les gains ou pertes pouvant résulter de l'évolution du prix de marché de positions ouvertes.

.../...



L'obligation de compensation centrale

À la suite de la crise de 2008, les membres du G20 ont souhaité renforcer les incitations à la compensation centrale afin de réduire le risque de contrepartie entre acteurs du système financier, notamment en rendant la compensation centrale obligatoire pour les contrats dérivés de gré à gré (*over-the-counter* – OTC) standardisés et liquides. Cette décision du G20 de Pittsburgh (septembre 2009) a été mise en œuvre dans l'Union européenne (UE) par le règlement EMIR ⁴ et aux États-Unis par le *Dodd-Frank Act* ⁵.

Actuellement, l'obligation de compensation centrale s'applique aux dérivés de taux et aux dérivés de crédit. S'agissant des dérivés de taux, elle est entrée en vigueur en février 2013 aux États-Unis et en juin 2016, pour les adhérents compensateurs, dans l'UE. S'agissant des dérivés de crédit, elle est entrée en vigueur en février 2013 aux États-Unis et en février 2017, pour les adhérents compensateurs, dans l'UE.

⁴ Règlement (UE) n° 648/2012 du Parlement européen et du Conseil du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux. EMIR : *European Market Infrastructure Regulation*.

⁵ *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, 2010.

D'après la profession, l'absence de reconnaissance de l'effet réducteur des marges initiales engendrerait une augmentation des coûts pour les clients des adhérents compensateurs. Elle occasionnerait également une moindre rentabilité de l'activité pour les adhérents

compensateurs, un risque de concentration accrue du secteur et une moindre incitation à la compensation centrale, ce dernier élément étant présenté comme contraire au mandat fixé par le G20 d'inciter à la compensation centrale.

ENCADRÉ 3

Déclinaison en Europe et aux États-Unis du standard bâlois

Au niveau européen, contrairement à la voie empruntée par le Comité de Bâle, la révision du règlement concernant les exigences prudentielles (*Capital Requirement Regulation* – CRR2) ¹, proposée par la Commission européenne en novembre 2016, prévoit la reconnaissance de l'effet réducteur des marges initiales pour le calcul du ratio de levier des adhérents compensateurs.

De même, aux États-Unis, parmi les mesures votées par la commission des services financiers de la Chambre des représentants le 21 mars 2018, figure l'exemption du dénominateur du ratio de levier (appelé « *supplementary leverage ratio* » aux États-Unis) des marges sur les produits dérivés dont la compensation est centralisée.

¹ Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil modifiant le règlement (UE) n° 575/2013 en ce qui concerne le ratio de levier, le ratio de financement stable net, les exigences en matière de fonds propres et d'engagements éligibles, le risque de crédit de contrepartie, le risque de marché, les expositions sur contreparties centrales, les expositions sur organismes de placement collectif, les grands risques et les exigences de déclaration et de publication, et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012 du 23 novembre 2016.



Dans l'accord de finalisation de Bâle III publié le 7 décembre 2017, le Comité de Bâle a décidé de ne pas reconnaître l'effet réducteur des marges initiales dans le calcul du ratio de levier des adhérents compensateurs. En même temps, il a convenu de conduire une revue de l'impact du ratio de levier sur l'activité des adhérents compensateurs d'ici à janvier 2019. Cette revue est menée en coordination avec les travaux du Conseil de stabilité financière (*Financial Stability Board – FSB*), qui a été chargé de revoir, d'ici au sommet du G20, fin 2018, l'efficacité des incitations à la compensation centrale des dérivés OTC dans les réformes post-crise.

2 Certaines évolutions récentes des modalités de la compensation centrale pour compte de tiers seraient dues au ratio de levier

Des tensions sur l'offre de compensation centrale pour compte de tiers sont observées depuis la mise en œuvre de Bâle III

Depuis 2002, on observe une diminution du nombre de comptes ouverts par la clientèle auprès des adhérents compensateurs (*futures commission merchants – FCM*)

aux États-Unis (cf. graphique ci-dessous). Entre 2002 et la crise de 2008, cette diminution s'explique par le mouvement de consolidation à l'œuvre aux États-Unis. Après la crise, la poursuite du déclin s'expliquerait par celle du mouvement de consolidation, de même que par certaines modifications réglementaires aux États-Unis et la réglementation post-crise. À cet égard, l'introduction en 2010 par le Dodd-Frank Act des obligations de compensation centrale aurait, dans un premier temps, incité les banques à investir dans l'activité de compensation centrale pour compte de tiers par anticipation d'une hausse des volumes. Ce mouvement aurait, dans un second temps, été suivi d'un désengagement progressif après 2014, sans doute en lien avec la mise en œuvre de Bâle III.

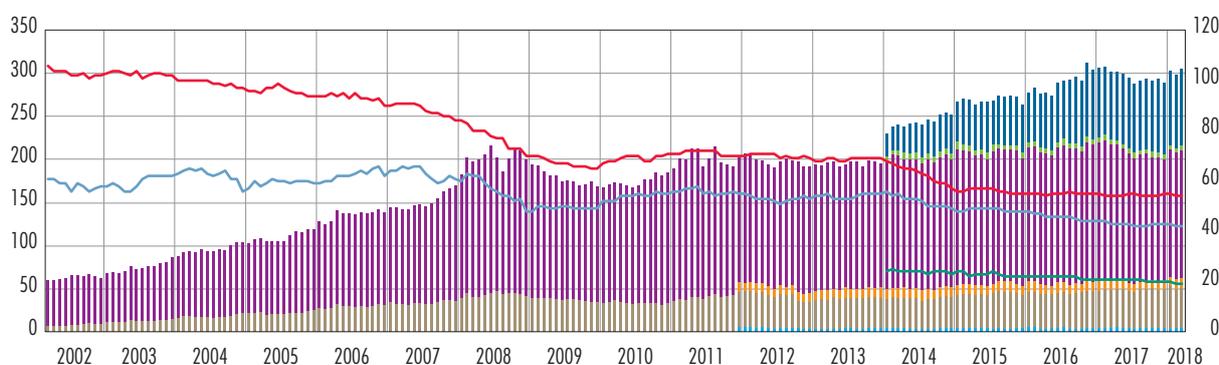
La baisse du nombre d'acteurs aux États-Unis a été notamment mentionnée par le président de la *Commodity Futures Trading Commission (CFTC)*, J. Christopher Giancarlo, dans un discours de juin 2017¹, dans lequel il cite le retrait de plusieurs banques, parmi lesquelles State Street, The Bank of New York Mellon, Nomura, Royal Bank of Scotland et Deutsche Bank.

Évolution de l'activité de compensation centrale pour compte de tiers aux États-Unis, 2002-2018

(échelle de gauche : fonds reçus de la clientèle, en milliards de dollars ;

échelle de droite : nombre d'acteurs [*futures commission merchants – FCM*] par segment de marché)

- Swaps compensés : marges requises
- Swaps compensés : marges excédentaires
- Futures négociés aux États-Unis : marges requises
- Futures négociés aux États-Unis : marges excédentaires
- Futures négociés hors États-Unis : marges requises
- Futures négociés hors États-Unis : marges excédentaires
- Swaps compensés : nombre de FCM (éch. de droite)
- Futures négociés aux États-Unis : nombre de FCM (éch. de droite)
- Futures négociés hors États-Unis : nombre de FCM (éch. de droite)



Sources : *Commodity Futures Trading Commission (CFTC)* et *Futures Industry Association (FIA)*.

¹ <http://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/opagiancarlo-22>



Les travaux menés par la Banque de France et l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), notamment dans le cadre d'entretiens réalisés avec des acteurs du marché, confirment que la demande de compensation centrale est en hausse du fait de la réglementation. Les adhérents compensateurs portent également une attention accrue à l'impact de l'activité sur leurs fonds propres.

Plusieurs adhérents compensateurs se disent prêts à acquérir de nouveaux clients, ce qui pourrait indiquer qu'ils conservent des capacités. Toutefois, ces mêmes acteurs constatent que les coûts liés à la compensation centrale pour compte de tiers sont en augmentation, du fait notamment de la réglementation, ce qui entraîne, en répercussion, des hausses de tarifs. En parallèle, conformément aux propos du président de la CFTC, des retraits partiels ou totaux d'adhérents compensateurs du marché ont été rapportés. Ces retraits pourraient expliquer en partie la hausse de la demande constatée, alors même que la tendance relevée par certains établissements consiste pour les clients à chercher plusieurs membres compensateurs, de façon à pouvoir faire face au retrait éventuel de l'un d'eux.

Les tensions sur l'offre semblent également être ressenties par les utilisateurs finaux. Certains indiquent que les adhérents compensateurs réduisent le champ des collatéraux acceptés, soit en qualité, soit en imposant des décotes additionnelles. Les clients attestent également de l'arrêt d'activité ou du gel de la base clients chez certains adhérents compensateurs. Ils observent enfin des changements de politique tarifaire de la part de certains adhérents compensateurs, se traduisant par une hausse des prix et/ou une modification du mode de tarification.

Afin de limiter leurs expositions, les adhérents compensateurs emploient plusieurs techniques. Certains demandent notamment à leurs clients la compression de leurs transactions, consistant à optimiser le nombre d'expositions entre deux contreparties, ce qui n'est pas toujours compatible avec des portefeuilles directionnels (c'est-à-dire des positions qui ne sont pas équilibrées mais présentant une forte orientation acheteuse ou vendeuse), ces derniers ne permettant pas, ou presque, d'équilibrer positions acheteuses et vendeuses. Par ailleurs, les CCP

élargissent leurs critères d'accès, donnant aux clients un accès direct à leurs services avec, en règle générale, le support d'un adhérent compensateur traditionnel (voir ci-après l'accès dit « sponsorisé »).

De nouveaux modèles, comme le « *sponsored clearing* », se développent en réponse à la réduction de l'offre des adhérents compensateurs

L'incitation à la compensation centrale a poussé les CCP à imaginer des modèles de participation directe à destination des clients, permettant de réduire l'impact du ratio de levier pour les adhérents compensateurs. Cette tendance serait notamment motivée par la réduction de l'offre de compensation centrale pour compte de tiers.

Plusieurs CCP proposent ainsi à l'utilisateur final une offre de participation directe *via* un accès « sponsorisé » par un adhérent compensateur « sponsor ». Le sponsor est en charge de verser les contributions au fonds de défaut et de gérer la participation aux ventes aux enchères dans le cadre de la gestion de la défaillance d'un tiers. Pour les clients (par exemple assurances, fonds de pension), ce modèle présente l'avantage de permettre une individualisation de leurs positions dans les livres de la CCP et un renforcement de leur sécurité. Ils disposent d'un accès direct à la CCP, sans avoir à remplir les critères d'adhésion directe. Quant au sponsor, dans les modèles qui ne prévoient pas de garantie de sa part sur les transactions du client, il bénéficie d'une moindre exigence en fonds propres prudentiels.

Dans l'Union européenne, ce type de participation a été autorisé dans au moins deux pays et est utilisé à ce jour par trois CCP, à savoir ICE Clear Europe Ltd, Eurex Clearing AG et LCH Ltd. Aux États-Unis, il n'existe qu'un seul modèle sponsorisé, celui de CME Clearing, mis en place fin 2016, qui ressemble beaucoup à celui d'ICE Clear Europe Ltd.

Tous ces modèles n'entraînent pas nécessairement un allègement des exigences en fonds propres au titre du ratio de levier pour le sponsor (cf. encadré 4). À ce stade, l'intérêt des banques pour ce type de modèle concernerait davantage les activités de prêt/emprunt de titres ou de pensions livrées (« *repo* »). Cela vient notamment du fait que les modalités de calcul des expositions relatives à ces



ENCADRÉ 4

Le traitement du *sponsored clearing* dans le ratio de levier

L'impact du *sponsored clearing* pour l'adhérent compensateur agent dépend des termes du contrat de sponsoring et des risques auxquels le sponsor reste exposé.

Si l'adhérent compensateur sponsor garantit le respect des obligations du client sponsorisé auprès de la CCP, il est exposé sur le client. La réglementation lui impose par conséquent d'intégrer au dénominateur du ratio l'exposition sur le client comme s'il traitait directement avec lui. En revanche, si l'adhérent compensateur ne garantit pas le respect des obligations du client sponsorisé auprès de la CCP, il n'a pas besoin d'inclure cette exposition au dénominateur. Ce traitement reflète l'exposition réduite de l'adhérent compensateur sur le client.

Une éventuelle question de soutien implicite (risque de *step-in*¹) du sponsor au client en cas de difficulté pourrait toutefois se poser. D'une manière générale, ces montages nécessitent un suivi attentif de la part du superviseur, incluant l'analyse, le cas échéant, des contrats pour identifier la présence d'éventuelles garanties et éviter tout allègement indu des exigences en fonds propres.

¹ Risque qu'une banque, afin de préserver une relation commerciale ou éviter un risque de réputation, soutienne un client en difficulté au-delà de ses obligations contractuelles.

activités dans le ratio de levier sont plus conservatrices que celles des expositions sur dérivés. Certains clients finaux se montrent intéressés par ces modèles, mais beaucoup estiment que les coûts opérationnels induits sont trop élevés.

Le rôle du ratio de levier dans ces évolutions

Le rôle joué spécifiquement par le ratio de levier dans l'évolution du marché de la compensation centrale pour compte de tiers est relativement complexe à isoler. Cependant, ce ratio est régulièrement cité par les acteurs comme un frein – parmi d'autres exigences prudentielles, comme notamment le ratio de transformation à un an (NSFR – *net stable funding ratio*).

Ainsi, un rapport du Trésor américain de juin 2017² estime que, s'agissant d'une activité alliant faibles marges et importants volumes, la compensation centrale pour compte de tiers est découragée par une exigence de ratio de levier trop élevée. Selon les estimations de la CFTC citées dans le rapport du Trésor, tenir compte de l'effet réducteur de risque des marges initiales pour le calcul du ratio de levier réduirait les exigences de fonds propres des banques de seulement 1 %, tout en permettant d'abaisser le coût de l'activité de 70 %.

De même, les contraintes en capital en hausse au cours de ces dernières années sont fréquemment citées par des participants de marché comme un frein à l'expansion de l'activité de compensation pour compte de tiers, le ratio de levier – et plus particulièrement la non-reconnaissance des marges initiales – étant cité comme la contrainte principale. Certains indiquent que ces contraintes se répercutent en termes de coûts de compensation pour les utilisateurs finaux.

3 Les tensions observées sur l'offre de compensation centrale pour compte de tiers pourraient agir négativement sur la stabilité financière

La baisse du nombre d'acteurs accroît la concentration du secteur et le caractère systémique de ceux qui restent. D'après le discours du président de la CFTC (cf. *supra*, première note de bas de page), sur certains marchés de dérivés négociés en bourse (*exchange traded derivatives* – ETD) aux États-Unis, près de la moitié des transactions sont compensées par trois ou quatre adhérents compensateurs.

² US Department of the Treasury (2017), *A financial system that creates economic opportunities – Banks and credit unions*, juin. <https://www.treasury.gov/press-center/press-releases/Documents/A%20Financial%20System.pdf>



De même, d'après un rapport international sur les interdépendances publié en 2017³, si, dans la majorité des cas, les marges des clients représentent moins de 5% des marges postées par les adhérents compensateurs, pour les deux plus gros participants d'une CCP elles représentent plus de 60% des marges.

Or, une concentration accrue du secteur fait peser un risque sur la portabilité des positions en cas de stress. En effet, en période de tension, les marges exigées par les CCP augmentent, tandis que les fonds propres des banques diminuent, ce qui accentue la difficulté pour les banques d'accepter de reprendre des positions provenant de banques en défaut. Toutefois, en cas d'impossibilité de porter les positions d'un adhérent compensateur sous stress, la CCP sera dans l'obligation de les liquider, avec un risque d'effets d'entraînement sur les marchés.

Enfin, le modèle sponsorisé dans lequel l'adhérent compensateur sponsor n'apporte pas sa garantie à la transaction change le profil de risque de la CCP, puisque les clients sponsorisés (fonds de pension, fonds d'investissement, assurances) ont un profil de risque différent des adhérents compensateurs classiques. Certains ont un profil de risque directionnel (exemple : assurances), d'autres ne sont pas supervisés (exemple : entreprises non financières). À cet égard, les clients peuvent disposer d'actifs au titre du collatéral exigé qui ne sont pas tous éligibles auprès de la CCP, là où un adhérent compensateur serait à même d'en faire la transformation. Par ailleurs, la responsabilité de l'évaluation du client ayant un accès direct à la CCP est transférée à cette dernière, de même que la gestion du défaut du client. Enfin, pour un client sponsorisé ayant des positions directionnelles, reprendre une partie des positions d'un autre participant de la CCP en cas de défaut pourrait s'avérer problématique.

4 Conclusion

D'après les premières analyses effectuées par la Banque de France et l'ACPR, les banques perçoivent une hausse de la demande pour les services de compensation centrale au cours des dernières années, notamment en

raison de la réglementation et des nouvelles obligations mises en place, à laquelle certaines semblent en mesure de faire face.

Cependant il existe des signes de tension dans le secteur de la compensation centrale. Si Bâle III n'en est pas la seule raison – il y a un mouvement de consolidation qui est à l'œuvre depuis le début des années 2000 – on observe sur les années récentes des cessations d'activité, avec pour corollaire une concentration du secteur renforçant le risque de non-substituabilité. La vigilance accrue des banques vis-à-vis des coûts liés à la compensation centrale est ressentie par les utilisateurs finaux via une hausse des tarifs, une réduction du champ des collatéraux acceptés et des pressions accrues en faveur de la compression des transactions. En parallèle, les CCP développent des modèles de participation directe des clients, permettant à la fois de répondre à l'accroissement de la demande et de réduire l'impact de la réglementation pour les adhérents compensateurs.

Le rôle joué spécifiquement par le ratio de levier dans l'évolution du marché est assez difficile à isoler, même si le ratio est régulièrement cité par les acteurs – parmi d'autres facteurs – pour expliquer certaines tensions sur l'offre.

Ces tensions font peser un risque potentiel sur la stabilité financière. En effet, une concentration accrue du secteur fait peser un risque sur la portabilité des positions en cas de stress. Par ailleurs, la réduction de l'offre restreint la capacité de certains clients à se couvrir, les clients les plus pénalisés étant *a priori* les acteurs directionnels (assurances, fonds de pension, certains gestionnaires d'actifs, contreparties souveraines, entreprises). Enfin, le modèle sponsorisé dans lequel l'adhérent compensateur agent n'apporte pas sa garantie à la transaction change le profil de risque de la CCP.

En conséquence, autoriser la déduction des marges initiales du dénominateur du ratio de levier permettrait d'atténuer les conséquences indésirables de la mise en œuvre du ratio sur l'activité de compensation centrale pour compte de tiers.

³ BCBS, CPMI, FSB et OICV-IOSCO (2017), *Analysis of central clearing interdependencies*, juillet. Analyse menée à partir des données des 25 principaux adhérents compensateurs de 26 CCP différentes. <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/P050717-2.pdf>



Éditeur

Banque de France

Secrétaire de rédaction

Didier Névonnic

Directeur de la publication

Gilles Vaysset

Réalisation

Studio Création

Direction de la Communication

Rédaction en chef

Céline Mistretta-Belna

ISSN 1952-4382

Pour vous abonner aux publications de la Banque de France

<https://publications.banque-france.fr/>

Rubrique « Abonnement »

