

Séminaire Chaire ACPR : Comment la réglementation EMIR et Bâle III ont affecté les taux du marché repo européen?

Dans le cadre des séminaires mensuels de sa Chaire sur les risque systémiques, l'ACPR a reçu, le 02 septembre 2020, Angelo Ranaldo (Université de Saint-Gall), qui a présenté en vidéoconférence un papier étudiant l'impact des réglementations EMIR et Bâle III sur les taux du marché repo européen.

Le papier souligne que la réglementation produit des effets d'offre et de demande sur le marché repo. D'un côté, la réglementation EMIR conduit les chambres de compensation (CCPs) à offrir des montants importants de liquidité en cash dans des contrats *reverse repo* (marché OTC). Plus précisément, EMIR impose aux CCPs d'investir à fréquence journalière au moins 95% de la liquidité accumulée (via les appels de marge et les contributions pour le risque de défaut) dans des actifs liquides et sans risque (*reverse repo*, obligations souveraines ou dépôts auprès de la BCE). Cette contrainte réglementaire affecte donc naturellement la partie offre du contrat repo. D'un autre côté, la réglementation de Bale III introduisant un ratio de levier (LR) minimum réduit la demande des contrats repo (en particulier à proximité des *leverage ratio reporting days*) car cela mène, pour des raisons comptables, à une réduction du LR (contrairement au *reverso repo* qui laisse le LR inchangé).

Les auteurs prouvent empiriquement, à l'aide de régressions en panel avec un certain nombre des variables de contrôle, que ces deux facteurs (la réglementation EMIR et Bâle III) réduisent de manière significative les taux repo, ce qui expliquerait le niveau inattendu des taux repo s'établissant en-dessous du taux de facilité de dépôt de la BCE.

Les questions de l'auditoire ont porté sur des questions réglementaires, empiriques et les implications de stabilité financière. L'auteur a notamment été interrogé sur les points suivants :

- i. les effets potentiels de la réglementation sur le *liquidity coverage ratio (LCR)* sur les taux repo : L'auteur a souligné que les effets du LCR sont très limités car les actifs acceptés comme collatéral par les CCPs sont des actifs liquides et de grande qualité de niveau 1 (*Level 1 HQLA*) et donc pas pondérés à 100% dans le cadre des règles du LCR. De plus, les maturités des contrats repo (de un jour à une semaine) sont inférieures à la maturité cut-off de 30 jours pour le LCR ;
- ii. la façon dont les CCPs détiennent leurs liquidités accumulées. Un graphique du papier montre par exemple que les CCPs détiennent autour de 40% des marges initiales en *cash instruments* et la moitié de cela en *reverse repo* ;
- iii. le choix de l'estimateur économétrique et les biais induits par la présence, parmi les régresseurs du modèle, de la variable dépendante retardée. L'auteur mentionne que les résultats obtenus par rapport aux taux repo restent valables pour les spreads de ces taux par

rapport au taux de la facilité de dépôt de la BCE, ce qui permet de réduire le problème de la persistance ;

- iv. le moyen d'atténuer les effets d'EMIR et Bâle III sur les taux repo. L'auteur suggère, par exemple, de : a) donner accès à des institutions non-financières (donc non soumises à Bâle III) comme contreparties des CCPs sur le marché repo ; b) donner aux CCPs des options alternatives d'investissement en actifs sans risque.

Pour mémoire, les séminaires de la Chaire ACPR ont lieu, en principe, tous les 1^{ers} mercredis de chaque mois et sont ouverts aussi bien au personnel de la Banque de France et de l'ACPR qu'à des participants extérieurs. Pour notre prochain séminaire (**mercredi 7 octobre 2020**), nous recevrons (**virtuellement**) **Christoffer Kok (BCE)** qui présentera le papier « *Interconnected Banks and systematically important exposures* ».