

## 2. Le marché des pensions livrées : pilier de la liquidité souveraine et défis pour la stabilité financière

*Auteurs et coordinateurs : Lucas DEVIGNE, Arthur DIVISIA, Martin SAILLARD ;*

*Autres contributeurs : Roxane BATAILLE, Paul DOMART, Léa LE QUEAU, Carole ORTS*

---

**Le marché des pensions livrées (*repo*) – qui consiste pour un acteur financier à céder temporairement des titres contre des liquidités avec une date de rachat associée – s'est imposé comme un segment central du financement à court terme et du fonctionnement des marchés obligataires à la place des formes de financement non sécurisé.** Si ce marché est historiquement animé par les banques commerciales pour se refinancer, les banques centrales y participent également de manière très active pour y mener leurs opérations, gérer leurs investissements ou soutenir la liquidité obligataire. Il permet aux acteurs financiers de gérer leur trésorerie et de financer des besoins sans procéder à la cession définitive de leurs titres. Représentant un encours mondial d'environ 16 000 milliards de dollars, dont près de 80 % adossés à de la dette souveraine, le *repo* s'est profondément transformé au cours de la dernière décennie, alimenté par la hausse des émissions obligataires souveraines et la mise en œuvre de la politique monétaire des banques centrales. Plusieurs épisodes de tension successifs récents (2019, 2020, 2022 et 2025) ont mis en exergue la dualité de ce segment de marché : s'il garantit la fluidité de la circulation des liquidités et des titres en temps normal, il constitue également un canal de contagion systémique majeur lors des phases de tensions.

**Cette importance systémique s'accompagne de vulnérabilités en hausse liées à la présence croissante des entités non-bancaires, à l'effet de levier et à la forte concentration des acteurs.** L'intermédiation du marché est traditionnellement assurée par un noyau restreint de grandes banques internationales, dont les capacités peuvent être contraintes par les règles prudentielles (notamment le ratio de levier – le *liquidity coverage ratio* [LCR] et le *net stable funding ratio* [NSFR]) en particulier en période de tension. Ces entités accordent une part de plus en plus importante de leurs financements aux fonds spéculatifs pour soutenir des stratégies d'arbitrage à fort effet de levier. Cette dynamique accroît le risque de mouvements brusques sur les prix et favorise l'émergence de canaux de contagion vers le reste du système financier en cas de raréfaction soudaine de la liquidité. Ces fragilités sont renforcées par la prédominance des opérations à très court terme – en majorité au jour le jour aux États-Unis – et par une application des mécanismes de gestion des risques (décotes et appels de marge) parfois insuffisants, et susceptibles de se révéler procycliques en cas de choc.

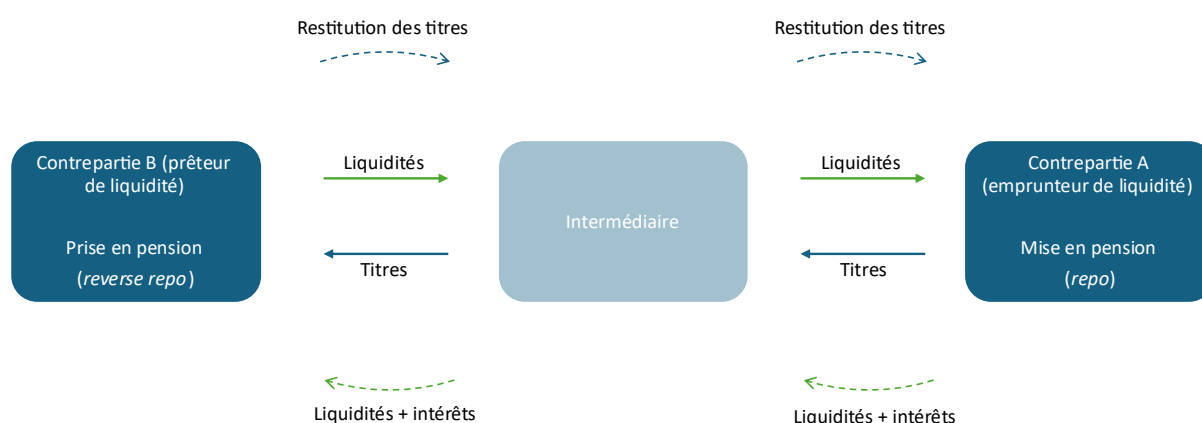
**Pour atténuer ces fragilités, le marché connaît aujourd'hui des transformations structurelles majeures, au premier rang desquelles figure le développement de la compensation centrale.** Cette transition est déjà bien amorcée à l'échelle mondiale, à l'instar de la mise en place progressive d'une obligation de compensation pour les transactions sur les obligations d'État aux États-Unis et du niveau notable de compensation centrale déjà atteint sur les obligations d'État françaises, allemandes et italiennes (allant de 30 % à 60 %, selon le périmètre retenu). Dans l'Union européenne, une obligation de compensation centrale permettrait de mieux garantir la résilience du marché européen. En tout état de cause, l'adaptation du cadre macroprudentiel en faveur de plus de transparence apparaît indispensable.

## 2.1 Le marché du *repo* constitue un pilier de financement et assure la liquidité des marchés souverains

### Un élément clé du financement à court terme et du fonctionnement du marché obligataire

Le marché du *repo* occupe une place centrale dans l'architecture financière contemporaine. Une opération de mise en pension (*repo*, pour *repurchase agreement*) consiste pour un acteur financier à céder temporairement des titres contre des liquidités, avec l'engagement de les racheter à une date et à un prix convenus à l'avance (cf. schéma 2.1). L'opération miroir du point de vue du prêteur de liquidité est appelée la prise en pension (*reverse repo*). Bien que juridiquement structuré comme une vente suivie d'un rachat, le *repo* fonctionne économiquement comme un prêt de liquidité garanti par du collatéral. Le prix de rachat étant fixé dès l'initiation du contrat, le receveur du titre n'est par principe pas exposé aux fluctuations du prix de l'actif sous-jacent pendant la durée de l'opération. Il peut toutefois exister une exposition résiduelle en cas de défaut de la contrepartie entre deux appels de marge<sup>115</sup> (*gap risk*), le prêteur de liquidité devant alors liquider le collatéral pour récupérer ses fonds.

Schéma 2.1 : Illustration d'une pension livrée avec intermédiation



Note : L'intermédiaire, qui procède à la fois à la mise et à la prise en pension, n'est pas indispensable. Les flèches continues vertes et bleues indiquent respectivement les transferts de liquidité et de titres au début de la transaction, tandis que les flèches en pointillé vertes et bleues indiquent respectivement la restitution des liquidités et des titres à l'échéance. Source : Banque de France, d'après FSB (2026).

Le *repo* permet aux acteurs financiers d'accéder à des financements sécurisés à court terme contre collatéral, principalement souverain. Il constitue ainsi un maillon essentiel de la gestion de la liquidité au sein du marché monétaire (cf. graphique 2.1), en permettant aux détenteurs de titres d'obtenir des liquidités sans procéder à leur cession définitive. Il offre ainsi une forme de « liquidité sans liquidation »<sup>116</sup>, particulièrement précieuse en période de tension financière, afin de limiter les ventes forcées susceptibles d'amplifier les déséquilibres de marché. En facilitant la circulation des titres au-delà de leurs détenteurs de long terme, le *repo* contribue également au bon fonctionnement et à la liquidité des marchés souverains. Il soutient notamment l'activité des teneurs de marché, qui assurent en continu l'achat et la vente de titres sur le marché secondaire. Pour remplir ce rôle, ces intermédiaires doivent temporairement détenir des stocks importants d'obligations souveraines dans leurs bilans. Le marché du *repo* leur permet de financer ces inventaires à faible coût en utilisant les titres comme collatéral pour emprunter des liquidités. Le caractère sécurisé de ces opérations réduit le coût du financement et facilite le portage des obligations souveraines. Cela contribue à resserrer les *spreads bid-ask* et favorise ainsi une plus grande fluidité des transactions. Plus largement, il renforce la capacité des intermédiaires à absorber les flux d'achat et de vente sans provoquer de fortes variations de prix, soutenant ainsi la liquidité et la résilience des marchés souverains. En signalant la rareté relative de certains titres, l'ajustement des taux de *repo* incite les détenteurs à les mettre temporairement à disposition, favorisant leur recirculation au sein du système financier et renforçant la liquidité effective des marchés souverains (cf. encadré 2.1).

<sup>115</sup> Mécanisme de gestion du risque de contrepartie qui vise à réaligner la valeur du collatéral estimée au prix de marché avec le montant de liquidité prêtée.

<sup>116</sup> Coen (J.), Coen (P.) et Hüser (A.-C.) (2024), « Collateral demand in wholesale funding markets », *Staff Working Paper* n° 1082, Bank of England, juillet.

## Encadré 2.1 : Formation des taux et rôle des acteurs publics en zone euro

Par Lucas Devigne, Paul Domart et Claire Orliac

Une transaction *repo* se négocie au taux permettant d'équilibrer l'offre et la demande de liquidité contre collatéral. Ce taux correspond au coût d'emprunt de liquidité garanti par des titres et évolue dans le voisinage du taux de la facilité de dépôt (*deposit facility rate*, DFR) de l'Eurosystème. Les opérations de *repo* peuvent être regroupées en deux grandes catégories selon la nature du collatéral utilisé.

- **Le *general collateral* (GC):** les titres remis en garantie sont considérés comme interchangeables et regroupés par grandes catégories homogènes, généralement définies par juridictions souveraines<sup>117</sup>. L'identité précise du titre lors de la négociation importe peu lors de la transaction, seule compte son appartenance à une catégorie de collatéral donnée. Les taux associés varient selon la qualité de crédit des titres concernés : le taux GC allemand est ainsi généralement inférieur à celui du GC italien, les obligations allemandes étant considérées comme plus sûres (cf. graphique 1). En conséquence, la partie qui reçoit ces titres en garantie accepte une rémunération plus faible, car elle prend moins de risque. Dans ce cas, l'opération répond principalement à un besoin de financement, et le *repo* constitue avant tout un instrument d'accès à la liquidité.
- **Le *specific collateral* (SC):** alors que certaines opérations de *repo* répondent avant tout à un besoin de financement, d'autres sont motivées par la recherche d'un titre spécifique. Ces titres peuvent notamment être recherchés dans le cadre d'opérations de couverture, de règlement-livraison, ou lorsqu'ils constituent les titres à livrer sur le marché des dérivés. Lorsque les intervenants recherchent l'accès à un collatéral très particulier, le taux *repo* peut se négocier très en dessous des taux GC, parfois de plusieurs dizaines de points de base. On qualifie alors ce titre de *special*. Cette baisse du taux *repo* reflète la rareté relative du titre: les acteurs acceptent de prêter des liquidités à des conditions plus favorables, afin d'obtenir temporairement ce titre, ce qui incite sa remise en circulation sur le marché. La *specialness* observée depuis le début des achats de titres de l'Eurosystème doit être interprétée à la lumière de celui-ci: les achats ont pu réduire la disponibilité relative de certains titres souverains, et déséquilibrer l'offre et la demande sur ces titres. Plus généralement, en période de rareté relative du collatéral de haute qualité, certains taux *repo* peuvent évoluer très en dessous du DFR. À l'inverse, lorsque des titres spécifiques sont recherchés, mais demeurent suffisamment disponibles sur le marché, notamment dans des périodes de resserrement quantitatif (*quantitative tightening*, QT) et d'offre nette positive de titres souverains, les taux *repo* peuvent évoluer au-dessus ou au voisinage des taux monétaires de référence.

Les taux de *repo* servent de référence de marché comme taux d'intérêt à court terme, complémentaire au taux des transactions au jour le jour (*overnight*) non sécurisées (le taux €STR, *euro short term rate*), calculé et publié par la Banque centrale européenne (BCE). Les taux €STR, *repo* GC et Euribor servent de référence pour de multiples produits financiers (dérivés de taux, prêts, instruments de couverture).

Il convient toutefois de bien distinguer ces transactions de marché privé des opérations de refinancement de l'Eurosystème. Les banques centrales nationales de l'Eurosystème agissent comme prêteurs de liquidité à leurs contreparties de politique monétaire, sur des maturités d'une semaine (*main refinancing operations*, MRO) ou de trois mois (*long term refinancing operations*, LTRO). Bien que le mécanisme économique soit similaire (prêt de liquidité contre remise de titres en collatéral), ces opérations ne sont pas exécutées sur le marché du *repo* : elles sont effectuées bilatéralement au guichet de la banque centrale avec un nantissement du collatéral, à la différence des opérations de *repo* de marché qui impliquent un transfert de propriété des titres.

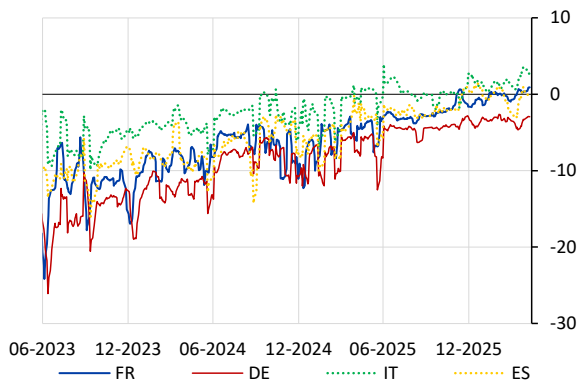
Le taux MRO est un des trois taux directeurs de la BCE. Fixé 15 points de base au-dessus du taux DFR (« taille du corridor ») depuis la revue du cadre opérationnel de l'Eurosystème entrée en vigueur en septembre 2024, il contribue à encadrer les conditions de financement à court terme du marché monétaire. Le niveau des taux directeurs et l'amplitude de l'excédent de liquidité banque centrale influencent directement les taux de marché du

<sup>117</sup> Par exemple, le « taux du GC allemand sur la maturité spot/week » désigne le taux d'emprunt garanti par des obligations souveraines allemandes pour une opération débutant généralement deux jours ouvrés après la conclusion de la transaction et arrivant à échéance une semaine plus tard.

*repo*. La dernière revue du cadre opérationnel a confirmé que, dans un contexte de liquidité ample, le taux DFR constitue le taux directeur de référence, dans le voisinage duquel évoluent les conditions de marché<sup>118</sup>. Cet ancrage assure la bonne transmission de la politique monétaire, dont les taux de marché à court terme sont le premier vecteur.

**Graphique 1 : Écart entre le taux de repo européens au jour le jour et le taux de la facilité de dépôt (DFR)**

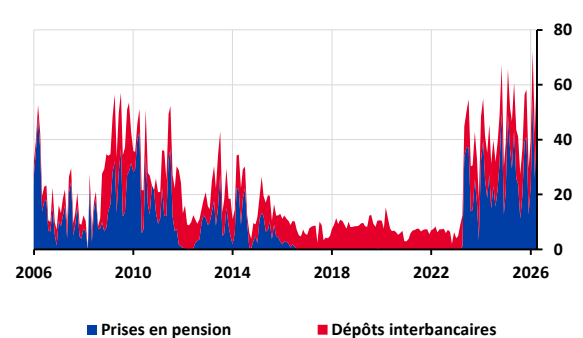
x : axe temporel / y : écart de taux (en points de base)



Note : Moyenne glissante sur 10 jours. Écarts des taux de repo GC par rapport au DFR pondérés par les volumes.  
Sources : SFTDS, Banque de France.  
Dernier point : 5 juin 2026.

**Graphique 2 : Encours moyen mensuel placé sur les marchés par l'AFT**

x : axe temporel / y : montants (en milliards d'euros)



Note : Les prises en pension correspondent aux placements de liquidité de l'AFT contre OAT auprès de banques commerciales (en majorité les spécialistes en valeurs du Trésor), tandis que les dépôts correspondent aux placements de liquidité effectués auprès de ces mêmes établissements sans opération de pension associée.  
Source : AFT.  
Dernier point : avril 2026.

**Les acteurs publics interviennent directement sur le marché privé du *repo*.** Les banques centrales y participent pour deux raisons : d'une part, l'Eurosystème prête les obligations achetées lors de ses programmes d'achat non conventionnels (APP et PEPP)<sup>119</sup>, afin de réduire la rareté du collatéral ; d'autre part, les banques centrales investissent pour compte propre, en plaçant des liquidités dans des opérations de prise en pension (*reverse repo*), afin de les rémunérer. L'Agence France Trésor (AFT) est également un acteur de ce marché, par le pilotage actif de sa trésorerie, en plaçant plusieurs dizaines de milliards d'euros en prise en pension contre obligations assimilables au Trésor (OAT), ainsi que sous forme de dépôts auprès des banques commerciales (cf. graphique 2). Ces opérations rythment le marché, puisqu'elles sont finement calibrées sur les dates de rentrées ou de sorties de trésorerie de l'État : placements avant le remboursement d'obligations, les détachements de coupons ou le paiement des salaires des fonctionnaires, et après les émissions de dette ou la réception d'impôts et prélèvements sociaux.

**Les activités de *repo* et de *reverse repo* sont essentielles au fonctionnement des marchés financiers, dans la mesure où elles facilitent l'intermédiation de la liquidité et du collatéral.** Les banques et intermédiaires de marché occupent une place centrale dans cette architecture, dans la mesure où ils assurent à la fois la mise en relation des différents acteurs et le financement de leurs propres positions de marché par le *repo* (cf. graphique 2.2). D'une part, le *repo* constitue une source de financement sécurisé à court terme pour les acteurs ayant besoin de liquidité, comme certains fonds à effet de levier<sup>120</sup>, en leur permettant de mobiliser temporairement leurs titres en collatéral. À l'inverse, il offre aux acteurs disposant d'excédents de trésorerie, notamment les fonds monétaires, un support de placement à faible risque et fortement liquide. D'autre part, le *repo* facilite la mise en circulation temporaire de titres financiers entre les différents intervenants de marché.

<sup>118</sup> BCE (2024), « Modifications du cadre opérationnel pour la mise en œuvre de la politique monétaire », 13 mars.

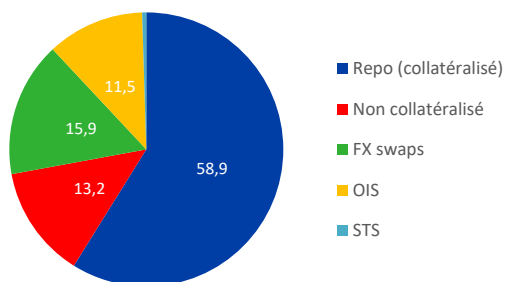
<sup>119</sup> L'*Asset Purchase Programme* (APP) et le *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP) sont les deux principaux programmes d'achats d'actifs mis en œuvre par l'Eurosystème depuis 2015 et 2020 respectivement. En acquérant massivement des obligations souveraines et d'autres titres, ces programmes ont contribué à réduire la quantité de collatéral de haute qualité disponible sur le marché. Afin d'atténuer ces effets, l'Eurosystème permet aux acteurs de marché d'emprunter une partie des titres détenus dans ses portefeuilles via ses dispositifs de prêt de titres (*Securities lending of holdings under the asset purchase programme (APP) and pandemic emergency purchase programme (PEPP)*).

<sup>120</sup> Cette dynamique s'est particulièrement renforcée depuis fin 2024 pour les fonds à effet de levier (cf. section 2.2).

Certains investisseurs à long terme, comme les assureurs, peuvent ainsi prêter temporairement les titres détenus en portefeuille en échange de liquidité, afin d'en tirer une rémunération supplémentaire (cf. graphiques 2.3 et 2.4). Les banques et intermédiaires de marché empruntent quant à eux ces titres pour leurs opérations de couverture, afin notamment d'éviter des défauts de règlement-livraison, pour des besoins d'habillage de bilan ou encore dans le cadre de stratégies d'arbitrage et de couverture de ventes. Certains acteurs, comme les *hedge funds*, peuvent enfin intervenir alternativement dans les deux directions, selon les conditions de marché et les opportunités d'arbitrage (cf. encadré 2.2). Leur présence est particulièrement importante sur les principaux marchés du *repo* (États-Unis, zone euro, Royaume-Uni et Japon).

**Graphique 2.1 : Poids des segments du marché monétaire en zone euro à fin 2025**

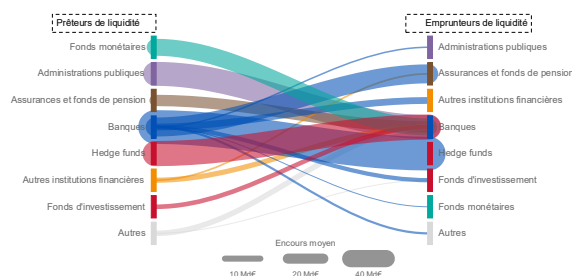
x : axe temporel / y : part (en %)



Note : Volumes moyens quotidiens au quatrième trimestre 2025. Les STS ou titres de créances à court terme représentent 0,5 % du marché. Sources : MMSR, Banque de France.

**Graphique 2.2 : Positions repo intersectorielles sur OAT durant l'année 2025**

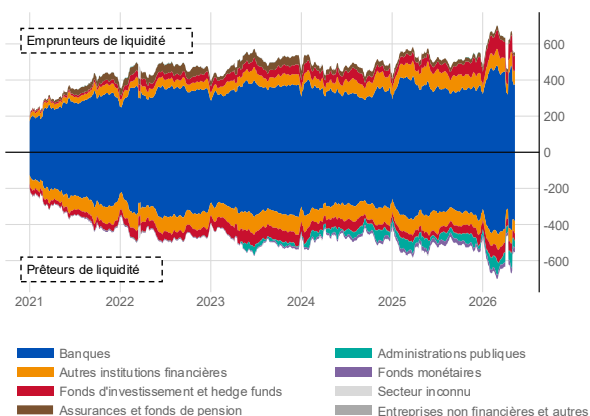
x : secteurs prêteurs et emprunteurs de liquidité / épaisseurs des bandes : encours journaliers moyens en milliards d'euros



Note : L'épaisseur des bandes représente les encours journaliers moyens de positions repo entre secteurs sur OAT durant l'année 2025. Les transactions considérées portent sur des opérations repo contre OAT impliquant au moins une contrepartie soumise au reporting SFTR. Les opérations avec les banques centrales sont exclues de l'analyse, en raison d'une couverture partielle des données. Les expositions observées apparaissent néanmoins proches de celles des administrations publiques, pour des montants limités. La catégorie « autres » regroupe les CCP (pour compte propre), les entreprises non financières, les véhicules financiers, ainsi que les secteurs non identifiés. Sources : SFTDS, Banque de France.

**Graphique 2.3 : Emprunts et prêts de liquidités par secteurs sur le marché du repo OAT**

x : axe temporel / y : montants (en milliards d'euros)



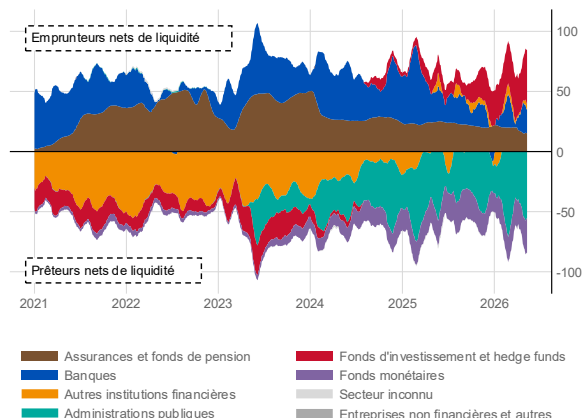
Note : Moyenne glissante sur 7 jours. Les transactions considérées portent sur des opérations repo contre OAT impliquant au moins une contrepartie soumise au reporting SFTR. Les opérations avec les banques centrales sont exclues de l'analyse, en raison d'une couverture partielle des données. Les expositions observées apparaissent néanmoins proches de celles des administrations publiques, pour des montants limités. La catégorie « autres » regroupe les CCP (pour compte propre), les entreprises non financières, les véhicules financiers, ainsi que les secteurs non identifiés.

Source : SFTDS, calculs Banque de France.

Dernier point : 5 juin 2026.

**Graphique 2.4 : Positions nettes emprunteuses et prêteuses par secteurs sur le marché du repo OAT**

x : axe temporel / y : montants (en milliards d'euros)



Note : Moyenne glissante sur 20 jours. Les transactions considérées portent sur des opérations repo contre OAT impliquant au moins une contrepartie soumise au reporting SFTR. Les opérations avec les banques centrales sont exclues de l'analyse, en raison d'une couverture partielle des données. Les expositions observées apparaissent néanmoins proches de celles des administrations publiques, pour des montants limités. La catégorie « autres » regroupe les CCP (pour compte propre), les entreprises non financières, les véhicules financiers, ainsi que les secteurs non identifiés.

Source : SFTDS, calculs Banque de France.

Dernier point : 5 juin 2026.

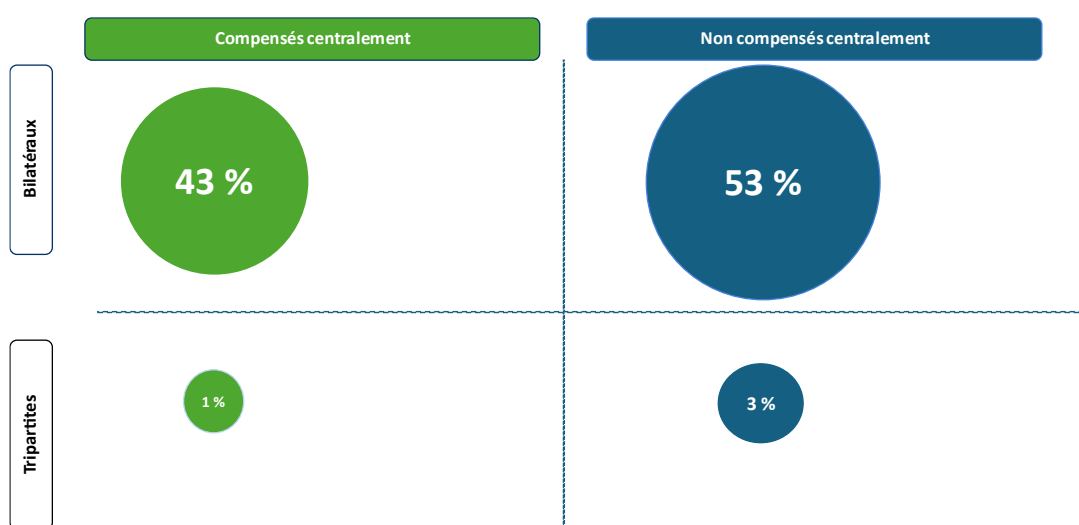
**Le marché est marqué par une forte prédominance des opérations très courtes, avec environ la moitié du stock mondial à maturité au jour le jour.** Cette structure de maturité offre plusieurs avantages : elle permet tout d'abord une grande flexibilité aux intervenants pour ajuster leurs bilans. Les fonds monétaires, par exemple, doivent faire face à des contraintes de rachats quotidiens parfois massifs, et le placement de leurs excédents de trésorerie par des opérations de *reverse repo* au jour le jour leur permet ainsi de rémunérer leurs liquidités tout en conservant leur disponibilité immédiate. La maturité courte participe également à limiter l'exposition aux variations du prix du collatéral, ainsi qu'au risque de défaut de contrepartie.

### Une structure de marché segmentée et en mutation

**Le marché du repo se structure selon deux dimensions :** le mode de compensation (bilatérale ou centralisée par la compensation centrale) et le mode de règlement (direct ou par l'intermédiaire d'un agent tripartite). Cette double segmentation crée quatre segments distincts, dont le segment bilatéral non compensé (*non-centrally cleared bilateral repo*, NCCBR), caractérisé par un règlement direct, reste le plus important. Il représente environ 50 % de l'encours mondial et peut aller jusqu'à 70 % des transactions, selon le périmètre retenu, en France et dans la zone euro (cf. schéma 2.2). Cela reflète la préférence persistante des acteurs pour des transactions flexibles, bien que moins standardisées, permettant ainsi des négociations sur mesure concernant la maturité, le type de collatéral et les décotes (*haircuts*).

Le segment compensé par une contrepartie centrale (*central counterparty, CCP*) représente environ 40 % du marché mondial<sup>121</sup>. Il centralise la compensation des transactions et peut également passer par un agent tripartite pour la gestion du collatéral. La CCP réduit l'exposition des participants au risque de contrepartie en remplaçant une exposition bilatérale par une unique exposition à la CCP. Elle limite le risque de contagion, et permet la compensation multilatérale (*netting*) et favorise une plus grande standardisation des pratiques de marché, notamment en matière de contrats, de valorisation du collatéral, d'appels de marge et de décotes (cf. graphique 2.6 et section 2.3). La compensation centrale est particulièrement développée sur le segment *interdealer* des obligations souveraines, où elle permet aux intermédiaires d'optimiser davantage leurs capacités de bilan. Pour les obligations d'État européennes, entre 50 % et 60 % des encours seraient désormais compensés de manière centrale, avec des proportions particulièrement élevées pour les grands émetteurs, comme la France, l'Allemagne ou l'Italie (cf. graphique 2.5). Cette progression concerne toutefois principalement les transactions entre banques et intermédiaires de marché, alors que sur le segment *dealer-to-customer* (D2C), les opérations impliquant des investisseurs non bancaires restent largement dominées par les transactions bilatérales.

Schéma 2.2 : Ventilation des principaux segments du marché du repo sur OAT en 2025



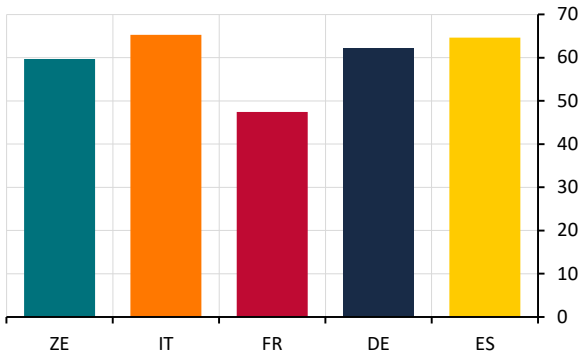
Note : La taille des bulles reflète la taille relative de chaque segment du marché du repo sur OAT à fin 2025. Les données exploitées ne couvrent que les transactions impliquant au moins une contrepartie soumise au reporting SFTR. Ce biais de couverture conduit probablement à une sous-estimation des montants de repo non compensés, certaines transactions bilatérales échappant au champ déclaratif. En s'appuyant sur les estimations du FSB (2026), une correction de périmètre suggère que la part des transactions non compensées pourrait atteindre près de 70 % à l'échelle de la zone euro.

Sources : SFTDS, FSB (2026), Banque de France.

<sup>121</sup> Financial Stability Board (2026), *Vulnerabilities in Government Bond-Backed Repo Markets*, 4 février.

Graphique 2.5 : Part du *repo* compensé par une CCP pour les principales juridictions européennes à fin 2025

x : axe temporel / y : part (en %)

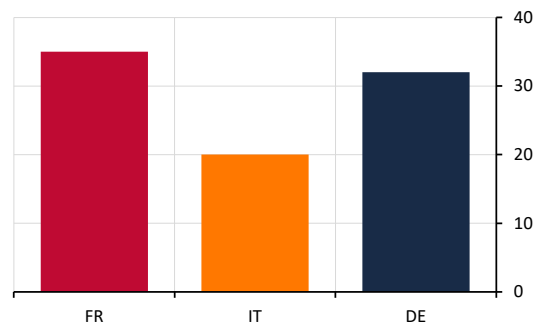


Note : Les données exploitées ne couvrent que les transactions impliquant au moins une contrepartie soumise au reporting SFTR. Ce biais de couverture conduit probablement à une sous-estimation des montants de *repo* non compensés, certaines transactions bilatérales échappant au champ déclaratif. En s'appuyant sur les estimations du FSB (2026), une correction de périmètre suggère que la part des transactions non compensées pourrait atteindre près de 70 % à l'échelle de la zone euro.

Source : SFTDS, calculs Banque de France.

Graphique 2.6 : Part de *repo* faisant l'objet de *netting* par juridictions sur les marchés *repo* européens sur l'année 2025

x : axe temporel / y : part (en %)



Source : SFTDS

Dernier point : 5 juin 2026

Depuis 2021, les modèles d'accès sponsorisé (*sponsored clearing*) se sont développés, afin d'élargir l'accès à la compensation centrale au-delà du cercle restreint des banques. Ces modèles visent principalement les gestionnaires d'actifs et les fonds d'investissement, qui demeurent largement actifs sur le segment bilatéral non compensé. Dans le cadre des modèles sponsorisés, le client devient un participant direct de la chambre pour les appels de marge et le règlement, tout en bénéficiant du soutien opérationnel et des garanties financières d'un membre compensateur direct, généralement une banque agissant comme sponsor. Le sponsor prend notamment à sa charge la contribution au fonds de défaut et peut offrir des services complémentaires de gestion de trésorerie et de collatéral. Parallèlement, des modèles d'accès sponsorisé avec garantie (*guaranteed sponsored*) ont émergé, plus particulièrement adaptés aux *hedge funds*. Dans ce cas, la banque sponsor garantit non seulement les obligations opérationnelles du client, mais assume également une responsabilité totale pour les pertes liées à un éventuel défaut du client vis-à-vis de la CCP (cf. section 2.3). Toutefois, malgré les innovations proposées, notamment par LCH SA (*Sponsored Clearing*) et Eurex (*ISA Direct*), l'adoption de ces modèles reste encore très limitée en Europe. Ainsi, les modèles sponsorisés ne représentaient que 1 % des transactions en euros en 2021, et atteignent aujourd'hui 5,8 %<sup>122</sup>, en raison notamment des conditions particulièrement attractives fournies par les banques dans les transactions bilatérales. À l'inverse, le marché américain se caractérise par une adoption beaucoup plus large et une expansion rapide de ces modèles ces dernières années<sup>123</sup>, illustrant son adéquation aux contraintes économiques et opérationnelles des acteurs de marché (cf. encadré 2.3).

Une opération de *repo* tripartite peut être effectuée aussi bien dans le segment bilatéral que dans le segment compensé. La dimension tripartite concerne la gestion du collatéral, qui est externalisée à un tiers, un agent tripartite (principalement des dépositaires centraux ou assimilés). Contrairement à une CCP, cet agent ne porte pas de risque de contrepartie, mais il est mandaté pour assurer des fonctions opérationnelles liées au collatéral : sélection et valorisation quotidienne des titres, application des décotes et appels de marge, ainsi que le règlement-livraison.

### Des acteurs interconnectés dans un marché mondialisé

Le marché du *repo* repose sur une architecture centre-périphérie fortement concentrée autour d'un nombre restreint de banques systémiques mondiales (G-SIB), qui assurent l'intermédiation entre une périphérie

<sup>122</sup> ICMA (2026), *International Capital Market Association European Repo Market Survey*, mars.

<sup>123</sup> Copeland (A.) et Kahn (R. J.) (2025), « The Rise of Sponsored Service for Clearing Repo », *Liberty Street Economics*, 8 octobre.

composée d'acteurs hétérogènes (fonds monétaires, *hedge funds*, gestionnaires d'actifs, assureurs ou banques de moindre taille). Cette centralité est à la fois fonctionnelle et structurelle : près de 90 % des transactions transitent par un intermédiaire bancaire, tandis que les relations directes entre acteurs non bancaires demeurent marginales<sup>124</sup>. Les intermédiaires opèrent selon un modèle de *matched book*, se positionnant simultanément comme emprunteurs et prêteurs afin de transformer les besoins de liquidité, de maturité et de collatéral des différents intervenants (cf. schéma 2.1).

**Le marché présente en outre une spécialisation fonctionnelle et géographique des flux.** Les *hedge funds* constituent les principaux emprunteurs nets de liquidité depuis mi-2024, notamment pour financement des stratégies à effet de levier sur obligations souveraines. Leurs encours de *repo* mondiaux atteignent près de 3 300 milliards de dollars à fin 2025, soit environ 25 % de leurs actifs, reflétant l'essor des stratégies d'arbitrage, telles que le *basis trade*<sup>125</sup>. Les fonds monétaires jouent un rôle central de prêteurs de liquidité, en particulier sur le segment tripartite, où ils recherchent des placements liquides, sûrs et faiblement consommateurs de capital réglementaire<sup>126</sup>.

**Cette intermédiation est dominée par le dollar, qui représente environ 66 % de l'encours mondial de *repo***<sup>127</sup>. Les banques européennes occupent à cet égard une position stratégique de hub du dollar offshore : elles captent une partie importante de la liquidité en dollars fournie par les fonds monétaires américains afin de la redistribuer vers d'autres banques européennes, des *hedge funds* ou des fonds d'investissement offshore. Le *repo* en dollars des entités de la zone euro représente ainsi près de 40 % de leurs encours de *repo* totaux, soit un volume comparable à leurs opérations en euros. Les entités situées au Royaume-Uni jouent souvent un rôle de passerelle dans cette circulation transatlantique de la liquidité en dollars, en reliant les marchés américains aux institutions financières d'Europe continentale<sup>128</sup>.

**L'activité des grandes banques européennes, y compris françaises, sur le marché du *repo* en dollars constitue un maillon central de leur gestion globale de liquidité**, notamment par les flux entre maisons mères européennes, filiales américaines et entités londoniennes. Une part importante des flux de *repo* transfrontaliers correspond en réalité à des transactions internes aux groupes bancaires, utilisées pour réallouer rapidement liquidités et collatéral entre juridictions. Ces flux intragroupes représentent des volumes particulièrement élevés, de l'ordre de 700 milliards d'euros par jour pour les transactions en euros, et de 350 milliards de dollars pour les transactions en dollars, et sont majoritairement à très court terme, souvent au jour le jour<sup>129</sup>. La part des opérations très courtes est même sensiblement plus élevée dans les transactions intragroupes que dans les transactions avec des contreparties externes, traduisant leur rôle central dans la gestion fine de la trésorerie et du collatéral à l'échelle mondiale. Ces transactions internes permettent également d'optimiser les contraintes prudentielles, notamment le ratio de levier. Les banques européennes réduisent par exemple fréquemment leurs positions de *repo* aux États-Unis à l'approche des dates de *reporting* réglementaire de fin de trimestre (*window dressing*), afin de limiter temporairement la taille de leur bilan publié. Cette contraction du financement de *repo* est alors partiellement compensée par un recours accru aux *swaps* de change, qui permettent d'obtenir des dollars avec un traitement comptable et prudentiel plus favorable<sup>130</sup>. Ces ajustements contribuent à expliquer les fortes tensions saisonnières observées sur les marchés du financement en dollars lors des fins de trimestre.

## Des fonctions essentielles pour la formation des taux et la transmission de la politique monétaire

**Au-delà de son rôle de financement et d'intermédiation, le marché du *repo* constitue un canal clé de transmission opérationnelle de la politique monétaire et un point d'ancrage essentiel des taux d'intérêt à court**

<sup>124</sup> Financial Stability Board (2026), *Vulnerabilities in Government Bond-Backed Repo Markets*, 4 février.

<sup>125</sup> Office of Financial Research, SEC Form PF.

<sup>126</sup> Cenicola (A.) et al. (2026), « *Who participates in repo?* », OFR, 31 mars.

<sup>127</sup> Financial Stability Board (2026), *Vulnerabilities in Government Bond-Backed Repo Markets*, 4 février.

<sup>128</sup> Hermes (F.), Schmeling (M.) et Schrimpf (A.) (2025), « *The international dimension of repo: five new facts* », Working Paper Series no 3065, European Central Bank, août.

<sup>129</sup> *Ibid.*

<sup>130</sup> *Ibid.*

**terme.** Les banques centrales pilotent les conditions monétaires à travers leurs taux directeurs, qui déterminent le coût de refinancement des établissements ayant accès à la monnaie centrale (cf. encadré 2.1). Les banques redistribuent ensuite la liquidité obtenue vers un ensemble d'acteurs financiers, notamment non bancaires, par différents canaux. Tout dysfonctionnement du marché du *repo* peut dès lors perturber la transmission de la politique monétaire et fragmenter les conditions de financement.

**En fournissant des emprunts de liquidité contre collatéral à travers les opérations principales de refinancement ou les facilités permanentes, les banques centrales encadrent les taux courts et signalent l'orientation de leur politique monétaire.** En période de tension, les facilités de *repo* jouent également un rôle de filet de sécurité en permettant aux intermédiaires d'obtenir rapidement des liquidités contre actifs de qualité. Les dispositifs tels que le programme de *Standing Repurchase Agreement Operations*<sup>131</sup> de la Réserve fédérale américaine (Fed) ou les opérations exceptionnelles conduites par la Banque d'Angleterre lors de la crise des *gilts* en 2022 illustrent cette fonction de stabilisation. En limitant les risques de ventes forcées d'obligations souveraines, ces mécanismes contribuent à préserver le fonctionnement des marchés et la stabilité financière.

**La réduction de l'excès de liquidité modifie aujourd'hui cette configuration.** En réduisant leurs bilans, les banques centrales restituent progressivement des titres souverains au marché, tout en diminuant l'excès de réserves bancaires. Le marché du *repo* évolue ainsi d'un environnement de recherche de collatéral vers un cadre de recherche de liquidité, où les besoins de financement redeviennent centraux. Cette évolution renforce le rôle du segment GC (où l'identité précise du titre remis en garantie importe peu), en particulier pour les banques et les spécialistes en valeur du Trésor (SVT ou *primary dealers*), qui jouent un rôle d'intermédiation de bilan en absorbant temporairement les émissions souveraines. Le ratio de levier et les exigences en fonds propres pénalisent en effet l'expansion brute même temporaire du bilan, réduisant la capacité des intermédiaires à financer et intermédiaire les marchés obligataires. Le *repo* permet alors de transformer ces obligations nouvellement émises en liquidité à court terme sans liquidation des actifs sous-jacents. La normalisation des bilans de banques centrales dans les principales zones monétaires, notamment dans la zone euro, a ainsi eu pour effet de repositionner le marché du *repo* comme un canal central de fourniture de liquidité, en substitution partielle de la liquidité auparavant abondamment fournie par les banques centrales. Cette évolution contribue également à la progression du segment compensé, particulièrement sur le marché *interdealer* des obligations souveraines.

## 2.2 Des vulnérabilités croissantes liées au levier, aux pratiques de marché et à l'intermédiation

**Si le marché du *repo* constitue une infrastructure essentielle au financement de l'économie et à la liquidité obligataire, son organisation actuelle porte des fragilités susceptibles d'en faire un puissant canal de contagion systémique en période de tension.** Ces vulnérabilités s'articulent autour de trois dynamiques : une gestion du risque insuffisante et procyclique, l'accumulation d'un fort effet de levier par les acteurs non bancaires (notamment les *hedge funds*), et une intermédiation très concentrée reposant sur des banques dont la capacité de bilan peut être rapidement contrainte.

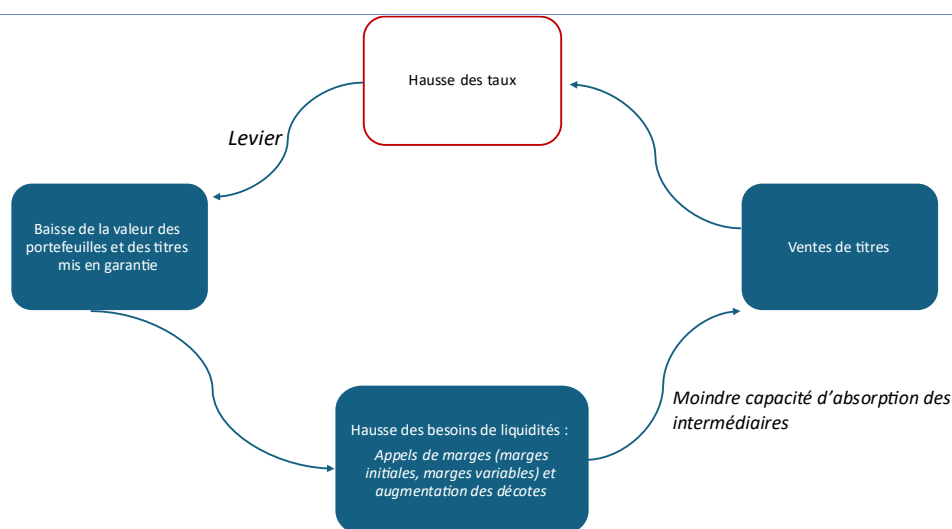
### Des mécanismes de financement procycliques (décotes, marges, collatéral)

**Les mécanismes de marges et de décotes peuvent amplifier les chocs de marché.** En période de hausse de la volatilité ou de baisse des prix obligataires, les appels de marge augmentent, tandis que les prêteurs exigent davantage de collatéral pour maintenir les positions ouvertes. Les acteurs ayant beaucoup de levier sont alors contraints de mobiliser rapidement des liquidités, souvent par des ventes d'actifs. Ces ventes pèsent à leur tour sur les prix de marché, provoquant de nouveaux appels de marge et alimentant des boucles de rétroaction négatives (cf. schéma 2.3). Ces phénomènes de spirales de liquidité ont été observés lors de plusieurs épisodes récents de tension sur les marchés obligataires, notamment durant le *dash for cash* de mars 2020 ou lors de la

<sup>131</sup> Auparavant appelée *Standing Repo Facility*.

crise des fonds LDI britanniques en 2022. Ils illustrent le caractère potentiellement procyclique des pratiques de gestion du risque dans les marchés du repo.

Schéma 2.3 : Canaux de transmission des tensions sur le marché du repo



Source : Banque de France.

**Le marché du repo repose sur des mécanismes de gestion du risque qui, s'ils contribuent à sécuriser les transactions à l'échelle individuelle, peuvent également générer des dynamiques procycliques et amplifier les tensions financières à l'échelle du système.** En premier lieu, la prévalence des décotes nulles dans le segment bilatéral non compensé permet une accumulation importante de levier. Sur la base de nos analyses dans la base de données SFTDS, entre 50 % et 70 % des transactions bilatérales sur dette souveraine EGB et OAT seraient effectuées sans décote (cf. graphique 2.6). Si l'absence de décote peut s'expliquer au niveau microéconomique par des mécanismes de *netting* des positions et du risque à l'échelle du portefeuille global ou par le pouvoir de négociation des grands acteurs dans un marché concurrentiel, elle masque au niveau macroéconomique une accumulation de leviers qui accroît fortement la vulnérabilité du système aux chocs de liquidité.

**La structure de maturité du marché constitue un facteur supplémentaire de vulnérabilité.** Une large part des transactions de repo sont conclues à très court terme, souvent au jour le jour, ce qui implique un refinancement quotidien massif des positions. Cette dépendance expose les emprunteurs à un risque élevé en cas de retrait soudain des prêteurs de cash ou de dégradation des conditions de financement. L'impossibilité de renouveler les opérations peut provoquer un désendettement rapide et désordonné.

**Enfin, la réutilisation<sup>132</sup> du collatéral contribue fortement à la fluidité du marché du repo.** Si des études portant sur l'activité globale de financement des banques dans la zone euro (incluant le prêt de titres) ont pu estimer qu'entre 50 % et 75 % du collatéral souverain est réutilisé<sup>133</sup>, de récents travaux isolant strictement le marché du repo européen l'évaluent aujourd'hui à environ 12 %<sup>134</sup>. Selon ces derniers travaux, cela représente près de 50 milliards d'euros échangés par jour et forme des chaînes d'intermédiation comptant en moyenne trois nœuds successifs. Bien qu'il limite les situations de rareté de collatéral, notamment pour les obligations souveraines les plus recherchées, ce mécanisme allonge les chaînes d'intermédiation et augmente les interdépendances entre acteurs financiers. Une perturbation localisée comme un défaut de contrepartie, une difficulté opérationnelle ou une rétention préventive du collatéral peut alors se propager rapidement au reste du système. En période de stress, ces dynamiques peuvent conduire à des comportements de thésaurisation du collatéral<sup>135</sup>, réduisant

<sup>132</sup> Cette pratique est rendue possible par la structure juridique du repo : le prêteur de liquidité devenant temporairement propriétaire du titre, il acquiert le droit de le réutiliser dans une nouvelle transaction avec un tiers, à condition de pouvoir le restituer à l'échéance.

<sup>133</sup> Jank (S.) et al. (2022), « Safe asset shortage and collateral reuse », *Working Paper*, Econstor, juillet.

<sup>134</sup> Alexiou (G. A.) et al. (2025), « Repo collateral reuse and liquidity windfalls », *Working Paper Series*, n° 3147, BCE.

<sup>135</sup> Luu (D. T.) et al. (2021), « Collateral unchained: Rehypothecation networks, concentration and systemic effects », *Journal of Financial Stability*, vol. 52, février.

brutalement la liquidité disponible sur le marché du *repo* et accentuant les tensions sur les marchés souverains sous-jacents.

### Le rôle central du levier et des *hedge funds*

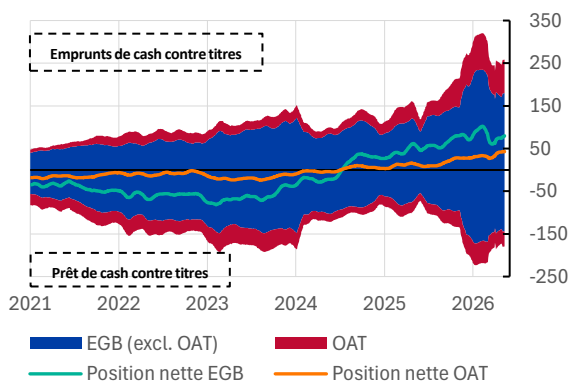
**Les *hedge funds* occupent désormais une place centrale dans le fonctionnement des marchés de *repo* et des marchés obligataires souverains.** Ils recourent massivement au financement de *repo* pour soutenir des stratégies à effet de levier, avec des encours estimés à environ 3 300 milliards de dollars fin 2025<sup>136</sup>, soit près de 25 % de leurs actifs. Ce volume de *repo* s'explique par la nature des stratégies mises en œuvre, notamment les opérations d'arbitrage telles que le *cash-futures basis trade* (cf. encadré 2.2). Ces stratégies renforcent l'interdépendance entre marchés obligataires, marchés dérivés et marchés du financement garanti.

**Dans ce contexte, les *hedge funds* jouent un rôle croissant de portage des titres souverains.** Les banques et *primary dealers*, davantage contraints par les exigences prudentielles et les coûts de bilan, disposent d'une capacité plus limitée à porter durablement les émissions obligataires (malgré les contraintes de détention *high quality liquid assets* [HQLA] requises par LCR). Les *hedge funds* absorbent ainsi une part croissante des positions sur dette souveraine grâce au financement de *repo*. Dans la zone euro, ils représenteraient une fraction importante de la demande adressée aux SVT lors des adjudications souveraines. Le graphique 2.5 met en évidence une progression marquée des positions nettes des *hedge funds* sur les marchés de *repo* européens, en particulier sur les obligations souveraines de la zone euro et les OAT françaises. Cette évolution traduit un recours croissant au financement de *repo* pour soutenir des stratégies avec levier, avec une accélération notable à partir de 2024.

**L'essor de ces stratégies s'inscrit dans un environnement de marché marqué par des conditions de financement particulièrement favorables, notamment sur le segment des *repo* adossés à des titres souverains de haute qualité.** Une part importante des transactions impliquant des *hedge funds* est effectuée avec des décotes faibles, voire nulles<sup>137</sup>, favorisant un recours élevé au levier et une forte sensibilité aux conditions de financement (cf. graphique 2.6). Cette configuration favorise des mécanismes de propagation des chocs. En cas de hausse de la volatilité ou de baisse des prix obligataires, les appels de marge et l'augmentation des décotes contraignent les *hedge funds* à liquider leurs positions pour obtenir des liquidités. Ces ventes forcées exercent une pression supplémentaire sur les prix, alimentant une boucle de rétroaction négative susceptible de transformer un choc localisé en stress systémique, comme observé lors des épisodes de tension sur les marchés obligataires.

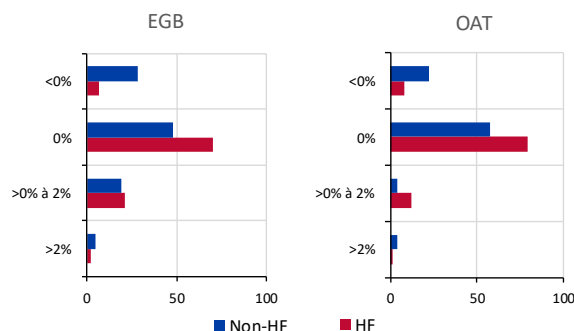
**Graphique 2.5 : Positions des *hedge funds* sur les marchés *repo* européens**

x : axe temporel / y : montants (en milliards d'euros)



**Graphique 2.6 : Décotes payées par les *hedge funds* sur les *repo* contre dette européenne non compensés**

x : % de transactions *repo* / y : niveaux de décotes



<sup>136</sup> Office of Financial Research, SEC Form PF.

<sup>137</sup> La décote peut même être négative et situation contre-intuitive s'explique principalement par la forte demande pour certains titres souverains considérés comme rares (poussant les prêteurs de liquidité à dégrader leurs conditions pour les obtenir), par le pouvoir de négociation important des grands *hedge funds* face aux banques, ainsi que par des pratiques de compensation des marges à l'échelle du portefeuille global (Financial Stability Board (2026), *Vulnerabilities in Government Bond-Backed Repo Markets*, 4 février ; Hermes (F.), Schmeling (M.) et Schrimpf (A.) (2025), « The international dimension of repo: five new facts », Working Paper Series no 3065, European Central Bank, août.).

Note : Moyenne glissante sur 20 jours. Les transactions considérées impliquent au moins une entité soumise au reporting SFTR. L'identification des hedge funds est menée à partir des bases de données Lipper et de la BCE, incluant les fonds domiciliés aux îles Caïmans, Bermudes et îles Vierges britanniques.

Sources : SFTDS, LSEG Lipper, BCE, calculs DSF SRV.

Dernier point : 5 juin 2026.

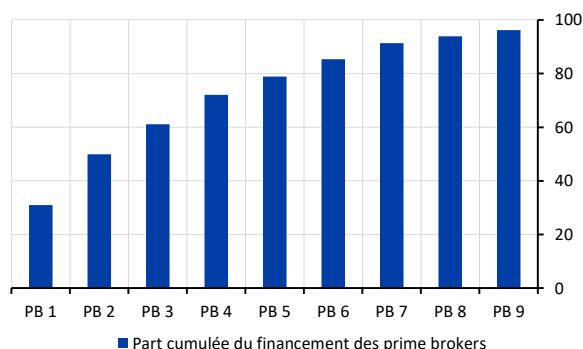
Note : Moyenne du 1<sup>er</sup> janvier 2025 au 5 juin 2026.

Source : SFTDS, calculs Banque de France.

**Cette activité apparaît en outre fortement concentrée** : un petit nombre de *hedge funds* dépendent étroitement de l'intermédiation d'un nombre restreint de grandes banques agissant comme *prime brokers* (cf. graphique 2.7). Cette double concentration implique que, en période de tension, une réduction de l'appétit au risque ou des contraintes de bilan de ces intermédiaires peut rapidement se traduire par un risque de refinancement pour les fonds. Ce risque est renforcé par la prédominance de maturités de financement courtes : près de 70 % des opérations des *hedge funds* ont une maturité inférieure à 15 jours, dans un marché du *repo* où près des trois quarts des transactions sont également conclues sur de tels horizons, tous acteurs confondus (cf. graphique 2.8). Toutefois, les plus grands *hedge funds* se distinguent par un recours plus fréquent au financement à terme, notamment sur les obligations souveraines européennes les plus liquides, dont les OAT. Cette capacité à sécuriser des financements sur des horizons plus longs contribue à limiter leur exposition immédiate au risque de refinancement par rapport aux acteurs de plus petite taille. En contrepartie, le développement de ces financements à terme peut accroître les besoins d'intermédiation des banques lorsque les apporteurs finaux de liquidité privilégient des maturités plus courtes (comme les fonds monétaires). Ce décalage de maturité est alors susceptible d'être partiellement absorbé par les intermédiaires, augmentant leur exposition au risque de transformation en période de tension de marché.

Graphique 2.7 : Concentration des acteurs bancaires dans le financement des *hedge funds* sur l'année 2025

x : entités bancaires / y : part (en %)

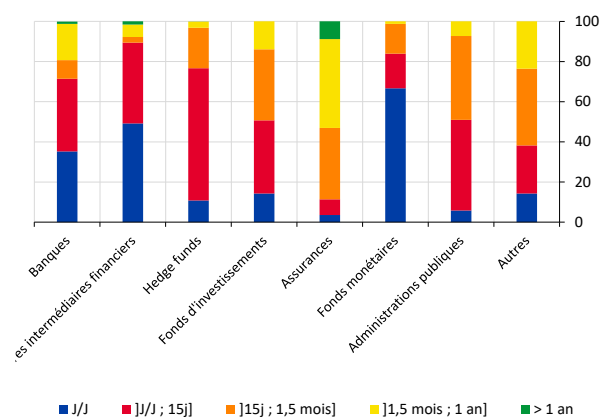


Note : PB renvoie à prime brokers. Au sein de ces établissements, les trois plus gros *hedge funds* emprunteurs représentent en moyenne 43 % de l'exposition.

Source : SFT, calculs Banque de France.

Graphique 2.8 : Structure des maturités sur le marché du repo OAT par acteurs sur l'année 2025

x : secteurs / y : part (en %)



Note : La structure des maturités est calculée à partir de photographies mensuelles des encours de transactions de repo adossées à des OAT observées entre janvier 2025 et janvier 2026. Les maturités correspondent à la maturité résiduelle des opérations. Les repo sans échéance prédéfinie (open repos) sont exclus du périmètre. Pour la plupart des secteurs, la structure des maturités est établie à partir des opérations d'emprunt de liquidité ; pour les administrations publiques et les fonds monétaires, structurellement prêteurs nets de liquidité, elle est calculée à partir des opérations de prêt de liquidité. J/J désigne les maturités au jour le jour.

Source : SFTDS, calculs Banque de France.

## Encadré 2.2 : Quels risques liés aux stratégies des *hedge funds* sur le marché de la dette souveraine états-unienne ?

Par Christin Thibault, Raphael Vives et Xavier Denis

## Fort développement des stratégies à effet de levier sur le marché des bonds du Trésor américain

Au cours des dernières années, les *hedge funds* ont très fortement augmenté leur exposition aux stratégies profitant d'un écart de valorisation entre, d'un côté, celle des bonds du Trésor américain (*US Treasuries*, UST), et, d'un autre, celle d'un produit dérivé avec des UST de maturité similaire en sous-jacent. Ainsi, les stratégies de *basis trade* consistent à anticiper le renchérissement des UST par rapport aux contrats *futures* sur UST associés. De leur côté, les stratégies de *swap spread* consistent à anticiper le renchérissement des UST par rapport à la courbe *swap* (cf. schéma 1). Dans les deux cas, les positions acheteuses d'UST des *hedge funds* sont généralement largement financées par le *repo*, ce qui les rend particulièrement dépendantes des conditions de financement sur ce marché<sup>138</sup>. La marge unitaire étant très faible, ces stratégies ne sont profitables que sur des volumes très importants, ce qui suppose un fort effet de levier.

Ainsi, les *hedge funds* détenaient plus de 2 000 milliards de dollars d'UST<sup>139</sup> au deuxième trimestre 2025, financés par près de 1 800 milliards de dollars d'emprunts<sup>140</sup>. Leur participation aux stratégies de *basis trade* est estimée à plus de 1 000 milliards de dollars<sup>141</sup>, et à celles de *swap spreads* à plus à 630 milliards de dollars<sup>142</sup>. Les positions en *swap spreads* ont plus que doublé entre le premier trimestre 2024 et le deuxième trimestre 2025. Ce sont donc elles qui ont le plus contribué à l'accélération des positions à effet de levier des *hedge funds* sur la période récente. Si la tendance entre 2021 et 2025 a été la forte augmentation des positions à effet de levier sur UST<sup>143</sup>, plus récemment, les volumes de positions sur le *basis trade*<sup>144</sup> semblent cependant s'être stabilisés, alors que les volumes des positions sur *swap spreads* continuent d'évoluer en forte hausse.

Depuis 2021, l'augmentation des volumes sur les stratégies de *swap spreads* et de *basis trade* de la part des *hedge funds* variant sur la convergence entre le prix des UST et des produits dérivés est en grande partie liée à la préférence des gérants d'actifs pour augmenter la durée de leurs portefeuilles obligataires à travers des instruments dérivés, plutôt que par des achats directs d'UST, profitant de leur forte liquidité, la réduction de l'impact sur leur bilan et la création d'un effet de levier implicite<sup>145</sup>. C'est donc cette préférence pour les instruments dérivés de la part des gérants d'actifs qui explique l'existence d'un écart structurel de valorisation avec leurs actifs sous-jacents (UST) et qui reflète le renchérissement des contrats futurs par rapport aux UST sous-jacents.

### Vulnérabilités de ces stratégies liées au financement et à la structure du marché des UST

Une dégradation des conditions de financement sur le marché du *repo* peut entraîner des débouclages forcés et rapides de ces stratégies. En effet, le financement des positions acheteuses d'UST par les *hedge funds* par un emprunt à court terme (*repo*) rend ces stratégies très dépendantes des conditions de financement, et donc de la volatilité observée sur les marchés monétaires américains. Une augmentation des coûts de financement du *repo*<sup>146</sup>, une réduction des capacités des bilans bancaires ou une évolution brutale et contraire des *spreads*, comme observé à plusieurs reprises depuis 2020 (lors de la pandémie, et en avril 2025, notamment<sup>147</sup>), pourraient à nouveau fragiliser cet écosystème très sensible. Notons que, contrairement à ce qui avait pu être observé dans le sillage du Liberation Day, en avril 2025<sup>148</sup>, avec le débouclage forcé de ces positions spéculatives (notamment sur les *swap spreads*) qui avait entraîné une hausse rapide des taux longs des UST, les participants de marché ne mentionnent pas de telles dynamiques depuis le début du conflit en Iran. En effet, une hausse rapide de la volatilité sur le marché

<sup>138</sup> Le Fonds monétaire international estime qu'en moyenne 99 % de la somme investie en UST par les *hedge funds* est empruntée.

<sup>139</sup> La Banque des règlements internationaux (Bank for International Settlements, BIS) estime les positions acheteuses d'UST des *hedge funds* au deuxième trimestre 2025 à 2 379 milliards de dollars. BIS (2025), « [Sizing up up hedge funds' relative value trades in US Treasuries and interest rate swaps](#) », *BIS Quarterly Review*, 8 décembre.

<sup>140</sup> Cenicola (A.) et al. (2026), « [Who participates in repo?](#) », OFR, 31 mars. La position nette des *hedge funds* à l'emprunt sur le marché *repo* est estimée à 1 800 milliards de dollars.

<sup>141</sup> Proche du plus haut historique (97<sup>e</sup> percentile), estimé par Bloomberg Intelligence à 1 180 milliards de dollars en novembre 2024.

<sup>142</sup> [BRI, op. cit.](#)

<sup>143</sup> Entre 2022 et 2025, les opérations de *repo* des *hedge funds* ont augmenté de 154 %, et leurs emprunts auprès des banques de 83 %. Bright (S.) et Hamandi (H.) (2026), « [Calm markets and underlying risks](#) », *The OFR Blog*, 26 mars.

<sup>144</sup> [BRI, op. cit.](#)

<sup>145</sup> Iorio (B.) et al. (2024), « [Why do mutual funds invest in treasury futures](#) », *FEDS Notes*, 10 mai.

<sup>146</sup> Au 22 mai, le taux du *Secured Overnight Financing Rate* (SOFR) était de 3,55 %. En moyenne, il était de 3,64 % entre le 1<sup>er</sup> janvier et le 22 mai.

<sup>147</sup> Banque de France (2025), [Rapport sur la stabilité financière](#), juin.

<sup>148</sup> Banque de France (2025), [Rapport sur la stabilité financière](#), juin.

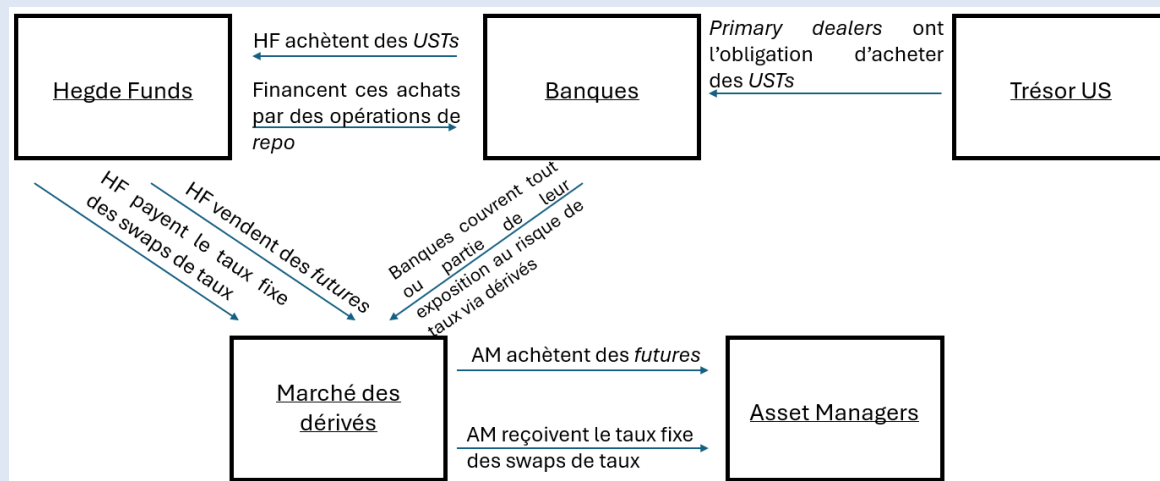
des UST peut entraîner d'importants besoins de liquidité pour les *hedge funds* à travers, sur les *repo*, une augmentation des appels de marge de la part de leurs contreparties et une hausse des demandes de surcollatéralisation<sup>149</sup>, principalement lors du renouvellement des positions. En parallèle, sur les contrats *futures* et sur les *swaps* (lorsqu'ils sont compensés), cette hausse rapide de la volatilité peut aussi entraîner une hausse des appels de marge de la part des chambres de compensations. Afin de couvrir ces besoins de liquidité supplémentaires, les *hedge funds* peuvent alors être forcés de vendre leurs UST, parfois de façon rapide et brutale, mettant alors à mal ces stratégies et pouvant entraîner des effets en cascade. De plus, les bilans des banques étant contraints par des ratios réglementaires, celles-ci ne peuvent pas toujours faire face à cet afflux d'offre d'UST sur le marché secondaire de la part des *hedge funds*, ce qui peut alors entraîner un impact notable à la hausse sur les taux américains (dépréciation des UST).

Des facteurs structurels augmentent aussi les risques associés à ces positions et conduisent à l'écartement de rendement entre les UST et les produits dérivés sur UST. C'est notamment le cas de la forte augmentation de l'offre de dette publique américaine au cours des dernières années : la hausse plus rapide de l'offre que de la demande d'UST peut donc conduire, toutes choses égales par ailleurs, à une dépréciation structurelle relative des UST par rapport aux instruments dérivés, tels que les *futures* et la courbe *swap*, conduisant ainsi depuis plusieurs années à des niveaux de *swap spreads* en territoire négatif (taux de *swap* inférieur au taux des UST de même échéance), notamment sur la partie longue de la courbe souveraine.

Enfin, les positions de couverture sur les produits dérivés sur UST sont extrêmement concentrées : au 23 janvier 2026, les huit positions vendeuses les plus importantes sur les contrats *futures* sur UST de maturité dix ans sont estimées représenter plus de 30 % du total des positions vendeuses. Elles représentent près de 50 % de celles sur le contrat cinq ans<sup>150</sup>. Cela augmente donc la fragilité de ces positions spéculatives et les risques en cas de débouclages rapides et désordonnés.

La dépendance de ces stratégies au financement à court terme constitue ainsi un canal potentiel de propagation des tensions entre marchés monétaires, marchés dérivés de taux et marché des UST.

Schéma simplifié décrivant les flux financiers ayant trait aux stratégies à effet de levier des *hedge funds*



## Une concentration de l'intermédiation et des fragilités structurelles

<sup>149</sup> Glicoes (J.) et al. (2024), « Quantifying treasury cash-futures basis trades », *FEDS Notes*, 8 mars; et Kahn (R. J.) et McCormick (M.) (2025), « Proportionate margining for repo transactions », *FEDS Notes*, 14 février.

<sup>150</sup> Bloomberg (2026), « Treasury basis position hits highs as market calm, net short holders concentrated in TY and US Contracts », 23 janvier.

**La forte centralisation de l'intermédiation du *repo* autour d'un nombre limité de grandes banques entraîne une concentration importante des risques.** Dans la zone euro, cinq établissements assurent à eux seuls près des deux tiers du financement de *repo* des *hedge funds*, tandis qu'aux États-Unis quelques grandes banques dominent les activités de *prime brokerage*. Cette dépendance à un nombre limité d'intermédiaires crée une vulnérabilité systémique : une contraction de l'appétit au risque, une contrainte de bilan ou une difficulté opérationnelle affectant une banque pivot pourrait rapidement perturber l'accès au financement pour une large partie du système. Cette vulnérabilité est renforcée par une double concentration des expositions. Non seulement le financement des *hedge funds* est concentré entre quelques banques pivots, mais l'exposition de ces banques est elle-même concentrée sur un nombre réduit de grands fonds. Les principaux *hedge funds* emprunteurs représenteraient ainsi une part importante de l'exposition totale des banques au secteur, puisque, au sein des principaux établissements européens, les trois plus gros clients *hedge funds* représentent en moyenne 43 % de l'exposition totale de la banque au secteur à fin 2025. Cette configuration accroît les risques de contagion bilatérale entre institutions systémiques et acteurs à fort levier.

**L'internationalisation du marché du *repo* accentue également ces fragilités structurelles.** Les grandes banques européennes jouent un rôle central dans le fonctionnement du marché du dollar offshore, en redistribuant la liquidité fournie par les fonds monétaires américains vers des banques, *hedge funds* et investisseurs internationaux. La fonction de hub du financement en dollars des banques européennes contribue à renforcer l'interconnexion entre le marché américain et européen. Une tension sur la liquidité en dollars ou un choc affectant le marché du *repo* américain peut ainsi se transmettre rapidement aux conditions de financement des intermédiaires européens. Inversement, des contraintes de bilan pesant sur les banques européennes peuvent réduire leur capacité à redistribuer cette liquidité au reste du système financier mondial. Les flux intragroupes jouent également un rôle important dans cette architecture. Une part importante des opérations de *repo* transfrontalières correspond à des transactions internes aux grands groupes bancaires, utilisées pour redistribuer rapidement liquidités et collatéral entre juridictions, et optimiser les contraintes prudentielles. Ces ajustements contribuent à renforcer l'intégration mondiale du marché du *repo*, mais également sa sensibilité aux tensions de financement internationales.

**Le marché du *repo* est par ailleurs étroitement lié à d'autres segments du financement international,** notamment les *swaps* de change, ce qui favorise une transmission rapide des tensions entre marchés monétaires, marchés du collatéral et marchés de change. Les contraintes prudentielles peuvent également générer des ajustements procycliques des bilans bancaires. Les épisodes de *window dressing*, correspondant à des réductions temporaires des activités de *repo* à l'approche des dates de *reporting* réglementaires, provoquent régulièrement des tensions de liquidité et une volatilité accrue des taux de financement.

**Enfin, cette concentration s'accompagne d'une visibilité incomplète sur les risques agrégés.** Avec la numérisation croissante du marché, les grands acteurs à levier utilisent les plateformes électroniques pour solliciter simultanément de multiples banques, fragmentant ainsi volontairement leurs flux pour maximiser leur accès au financement. Conséquence directe de cet éclatement : chaque intermédiaire n'observe plus qu'une fraction limitée de l'activité totale de son client. Cette incapacité des banques à appréhender l'exposition globale de leurs contreparties complique fortement l'évaluation du risque systémique et la détection des vulnérabilités avant les épisodes de tension.

## Des interactions fortes avec les marchés souverains et la politique monétaire

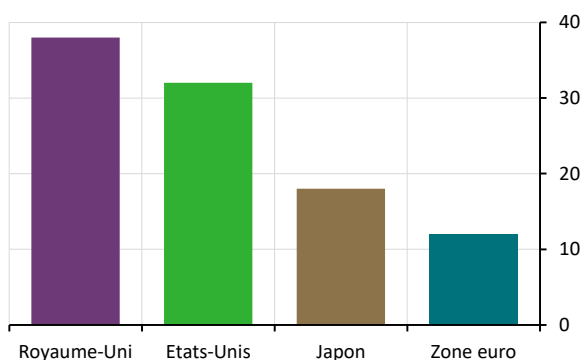
**Le marché du *repo* occupe une place centrale dans le fonctionnement des marchés souverains et dans la transmission de la politique monétaire.** En assurant le financement des portefeuilles obligataires, la circulation du collatéral et la liquidité des teneurs de marché, il constitue une infrastructure essentielle au bon fonctionnement des marchés de dette publique (cf. graphique 2.9). Cette interdépendance implique toutefois que les tensions sur le marché du *repo* puissent rapidement se transmettre aux marchés obligataires souverains et, plus largement, aux conditions financières de l'économie. Le recours massif au financement de *repo* pour soutenir des positions à effet de levier crée notamment un canal de transmission direct entre tension de financement et

volatilité obligataire. En période de stress, une hausse de la volatilité ou une baisse des prix des obligations souveraines entraîne des appels de marge et une augmentation des besoins de liquidité des investisseurs.

**Ces ventes forcées peuvent alimenter des dynamiques autoentretenu de baisse des prix et de hausse de la volatilité, transformant une correction de marché en épisode de crise systémique.** Les épisodes récents ont illustré cette vulnérabilité. En mars 2020, le débouclage massif de stratégies d'arbitrage sur les UST américains a conduit plusieurs *hedge funds* à liquider rapidement des titres souverains, pourtant considérés comme les actifs les plus sûrs du système financier mondial (cf. graphique 2.10). Cette dynamique a provoqué une détérioration brutale de la liquidité du marché des UST et nécessité une intervention d'envergure de la Fed (programme d'achats d'UST). De manière similaire, lors de la crise des titres souverains britanniques (*gilts*) en septembre 2022, la hausse soudaine des taux souverains a déclenché des appels de marge massifs sur les fonds de pension utilisant des stratégies de *liability driven investment* (LDI). Ces stratégies reposent en effet sur l'emprunt de liquidité sur le marché du *repo* pour financer des positions obligataires à long terme. Les ventes forcées de *gilts* pour faire face à ces appels de marge ont alors amplifié la hausse des taux britanniques et conduit la Banque d'Angleterre à intervenir en urgence, afin de restaurer le fonctionnement du marché obligataire. Ces épisodes montrent que les tensions sur le marché du *repo* ne se limitent pas à un problème de financement à court terme : elles peuvent directement affecter la liquidité et la stabilité des marchés souverains (cf. encadré 2.3). Dans la zone euro, cette vulnérabilité revêt une importance particulière dans un contexte de hausse des besoins de financement publics et de montée en puissance des acteurs non bancaires sur les marchés de dette souveraine.

**Graphique 2.9 : Taille du marché du *repo* par rapport au marché de la dette souveraine en 2025**

x : pays / y : part (en %)

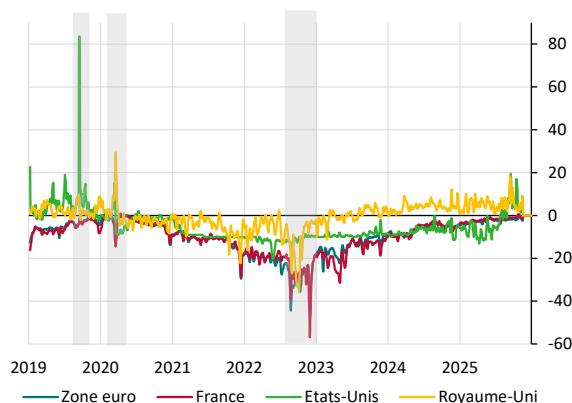


Note : Dans le périmètre plus restreint SFTDS, on obtient des niveaux proches pour les principales juridictions européennes sur le marché du *repo* : autour de 10 % et 11 % pour la France, l'Italie et l'Allemagne ; 6 % pour l'Espagne.

Source : BCE, Banque de France, calcul des auteurs.

**Graphique 2.10 : Écarts entre les taux *repo* GC et les taux des dépôts à la banque centrale**

x : axe temporel / y : écart de taux (en points de base)



Note : Moyenne mobile sur 5 jours. Les zones grisées renvoient à des crises sur le marché du *repo* (hausse des taux aux États-Unis en septembre 2019, dash for cash dans la zone euro en mars 2020 et crise LDI avec épisodes de volatilité dans la zone euro en septembre 2022).

L'échantillon zone euro correspond à la moyenne des quatre juridictions majeures sur le marché du *repo* en Europe (France, Allemagne, Italie et Espagne).

Sources : FRBNY, BCE, Bloomberg, calculs Banque de France.

**Le marché du *repo* joue également un rôle essentiel dans la transmission de la politique monétaire.** Les taux de *repo* constituent un point d'ancrage fondamental des conditions monétaires à court terme et assurent la diffusion de la liquidité au sein du système financier. Les banques centrales utilisent directement les opérations de *repo* et de *reverse repo* comme instrument opérationnel de politique monétaire (Fed notamment), tandis que les conditions du marché du *repo* influencent la formation des taux monétaires et des taux souverains. Les politiques non conventionnelles conduites depuis la crise financière mondiale ont profondément modifié cet équilibre. Les programmes d'achats d'actifs (assouplissement quantitatif, QE) menés dans la zone euro ont retiré une part importante des obligations souveraines du marché, réduisant la quantité de collatéral disponible et comprimant les taux de *repo*, parfois en dessous des taux directeurs des banques centrales. Cette rareté du collatéral de haute

qualité a renforcé les phénomènes de *specialness* sur certains titres souverains particulièrement recherchés. À l'inverse, la phase de normalisation monétaire et de réduction des bilans des banques centrales (resserrement quantitatif, QT) a fait augmenter progressivement les conditions de financement sur le marché du *repo*. La diminution de l'excès de liquidité bancaire et la hausse des émissions souveraines renforcent le rôle du *repo* comme principal canal de financement sécurisé de marché. Dans ce nouvel environnement, les tensions sur le marché du *repo* peuvent se transmettre plus directement aux conditions de financement des États et aux conditions monétaires globales.

**Enfin, l'internationalisation du marché du *repo* contribue à la diffusion transfrontalière des chocs monétaires et financiers.** La domination du dollar dans les marchés de financement garanti implique qu'un resserrement des conditions de financement en dollars ou une modification de la politique monétaire américaine puisse rapidement affecter les conditions de *repo* en Europe et dans les autres grandes juridictions. Cette interdépendance renforce le caractère systémique du marché du *repo* dans l'architecture financière mondiale.

### **Encadré 2.3 :** Le stress test *repo*, quels impacts peut-on observer ?

*Par Émilie Da Silva, David Gauthier et Aymeric Schneider*

Pour mieux appréhender les risques, la Banque de France a intégré une représentation d'un marché du *repo* dans son exercice de résistance systémique conduit en 2026. Cette modélisation s'appuie sur les travaux de la Banque centrale européenne (BCE) simulant la propagation des chocs financiers à l'ensemble d'un système financier composé de banques, de fonds d'investissement et d'assureurs. Le modèle ISA de la BCE met en avant les effets, sur la stabilité financière, des interconnexions entre ces trois secteurs par deux canaux principaux.

- Le canal de la liquidité : lorsqu'un acteur obtient de la liquidité auprès d'un autre, ce dernier voit sa position de liquidité dégradée.
- Le canal des défauts, qui entraînent des pertes pour les contreparties. Les besoins de liquidité peuvent conduire à la vente forcée de titres financiers, ce qui a pour effet la baisse de leur prix et des pertes pour le reste des agents qui les détiennent.

L'extension développée par la Banque de France permet d'intégrer les dynamiques du marché du *repo* au niveau de l'institution et de la transaction en s'appuyant sur les données granulaires disponibles dans la base de données SFTDS (*Securities Financing Transactions Data Store*). L'obligation de *reporting* s'applique aux contreparties financières et non financières européennes (y compris leurs succursales hors Union européenne), ainsi qu'aux succursales européennes d'entités étrangères. Les déclarants fournissent des informations détaillées sur le collatéral utilisé, au niveau du code ISIN, ainsi qu'un ensemble de caractéristiques relatives à la transaction pertinentes pour notre simulation, notamment le volume, la maturité, le taux et le *haircut*. Les données incluent à la fois les opérations de pension livrée (*repo*) et de prise en pension (*reverse repo*).

Notre modèle met en avant deux canaux de propagation des chocs qui sont spécifiques au *repo*.

- Canal du collatéral : la baisse des prix des actifs réduit la valeur du collatéral, resserre la capacité d'emprunt sur le marché du *repo* et oblige les emprunteurs à fournir davantage de garanties pour un même financement.
- Redistribution de la liquidité : lorsque le prix de titres placés en collatéral diminue, les emprunteurs font face à des appels de marge et doivent transférer du cash à leurs prêteurs pour maintenir leurs positions. Ce mécanisme comprime la capacité effective de financement des emprunteurs. De même, l'encours existant de *repo* à long terme se transforme en besoin de liquidité additionnel, lorsqu'il arrive à maturité. Lorsque la participation au marché du *repo* ne permet plus d'obtenir suffisamment de liquidité, les agents

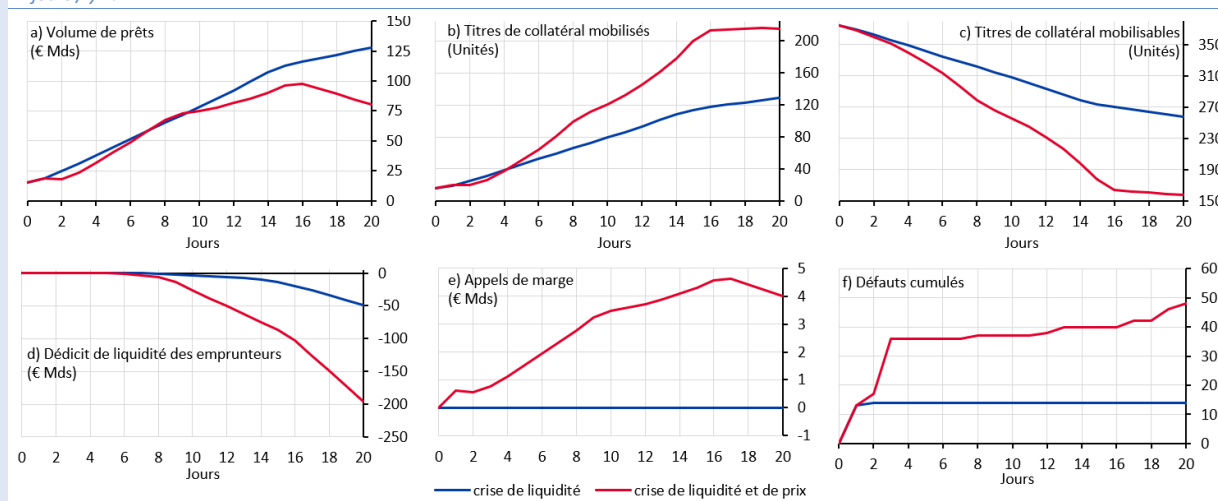
contraints se tournent vers des sources alternatives de financement (emprunt non garanti ou ventes d'actifs).

Notre cadre analytique permet d'étudier plusieurs scénarios.

- Scénario 1 – choc de liquidité :
  - L'augmentation des besoins de liquidité alors que les prix sont stables (pas d'appel de marges) accroît le recours au *repo* et aux opérations de renouvellement. Dans ce scénario, les emprunts de liquidité contre titres augmentent régulièrement, pour atteindre 125 milliards d'euros au bout d'un mois (cf. graphique 1.a), tandis que la liquidité des emprunteurs augmente.
  - En conséquence, le nombre de titres mobilisés augmente (cf. graphique 1.b), tandis que le stock de titres mobilisables diminue (cf. graphique 1.c). Les emprunteurs ont suffisamment de collatéral mobilisable pour combler leurs besoins de liquidité.
  - Le marché reste globalement fonctionnel, avec peu de défauts (cf. graphique 1.f).
- Scénario 2 – choc de liquidité et baisse des prix :
  - La chute des prix des actifs déclenche des appels de marge qui augmentent progressivement, pour atteindre 5 milliards d'euros, avant d'entamer une baisse qui s'explique par l'érosion du stock de collatéral mobilisable (cf. graphique 1.e).
  - Le nombre de titres mobilisables par les emprunteurs diminue (cf. graphique 1.c), réduisant ainsi leur capacité d'emprunt.
  - Le nombre d'entités en défaut est plus élevé que dans le seul choc de liquidité. Le montant croissant des appels de marge et la réduction de l'offre de liquidité sur le marché du *repo* empêchent certains emprunteurs d'honorer leurs engagements, ils se retrouvent donc en défaut (cf. graphique 1.f).

Graphiques 1 : Scénarios de choc de liquidité et baisse des prix

x : jours / y : %



Note : Cette figure est construite à partir d'un échantillon d'institutions financières participant au marché du *repo* et apparaissant dans le jeu de données utilisé pour la simulation du modèle ISA. Les valeurs présentées correspondent au volume total pour l'échantillon sur la maturité O/N. La simulation s'appuie sur les données SFTD arrêtées au 19 juin 2024. Les scénarios considérés sont les suivants : (i) une crise de liquidité caractérisée par une augmentation quotidienne de 3 % du besoin de cash réglementaire ; (ii) une crise combinée de liquidité et de prix, intégrant à la fois cette hausse du besoin de cash et une baisse de 5 % des niveaux de prix à chaque période. Le graphique (a) représente le montant de liquidité prêté/emprunté ; le graphique (b) le nombre de titre de collatéral mobilisé, tandis que le graphique (c) présente le nombre de titres de collatéral non encombrés. La somme des titres mobilisés et mobilisables correspond donc au nombre de titres total. Le graphique (d) montre le besoin de liquidité des emprunteurs. Le graphique (e) présente le montant journalier des appels de marge. Le graphique (f) représente le nombre d'agents en défaut. Source : Banque de France, calcul des auteurs.

Notre modèle permet donc de représenter comment, en période de crise, le dysfonctionnement du marché du *repo* peut devenir un facteur d'amplification des chocs. À mesure que la valeur du collatéral diminue, les agents

en besoin de liquidité voient leur accès au marché du *repo* se réduire. Pour faire face à leur besoin de liquidité, ils seront donc contraints de céder des titres. Comme dans le modèle ISA sur lequel notre simulation du marché du *repo* s'appuie, les ventes forcées accentuent la baisse des prix, générant des boucles de rétroaction qui amplifient les tensions.

### 2.3 Renforcer la résilience du marché du repo: instruments, limites et cadre macroprudentiel

**Face aux fragilités structurelles et aux épisodes de stress récents, l'encadrement du marché du *repo* fait l'objet d'une attention renouvelée de la part des autorités internationales et européennes.** Le défi pour les régulateurs est de concevoir un cadre macroprudentiel capable de limiter l'accumulation de levier des acteurs non bancaires et d'atténuer les dynamiques procycliques, sans pour autant entraver le financement et la liquidité des marchés souverains. Pour répondre à cette double exigence, la réflexion réglementaire s'articule autour de trois principaux axes : l'encadrement direct des pratiques de décote, l'extension de la compensation centrale, et le renforcement du suivi des risques.

#### L'introduction de planchers de décotes

**L'introduction de planchers de décotes vise d'abord à s'assurer d'une couverture adéquate contre le risque de crédit, et permet également de limiter l'accumulation excessive de levier sur les marchés de *repo* et à réduire la procyclicité du financement sécurisé.** En plus de constituer une protection contre le défaut de la contrepartie, une décote minimale ex ante immobilise une part de capital et empêche que les acteurs puissent se financer à l'infini contre du collatéral, le levier se trouvant mécaniquement limité. Cette logique s'inscrit dans le prolongement des recommandations du Conseil de stabilité financière (Financial Stability Board, FSB) de 2014, qui proposaient des décotes minimales, comprises entre 0,5 % et 10 % selon les actifs, les émetteurs et les maturités, afin de contenir les risques d'appels de marge déstabilisants. Cependant, en restreignant son champ d'application aux emprunts de liquidité des non-banques et en excluant le collatéral souverain, le cadre du FSB ne couvre pas la majorité des opérations, en particulier celles des *hedge funds*. Ces standards ont ensuite été intégrés au cadre bâlois sur le risque de contrepartie, sans interdire les transactions sous les seuils recommandés, mais en les traitant de manière prudentielle comme des expositions non sécurisées. En Europe, leur non-transposition s'est jusqu'ici appuyée sur le rapport de l'Autorité bancaire européenne (European Banking Authority, EBA) de 2019, qui soulignait plusieurs effets de bord possibles : effets de seuil, arbitrages réglementaires, distorsions de concurrence entre secteurs financiers et risques de déplacement vers des segments moins régulés. Le sujet reste toutefois ouvert, CRR3 donnant mandat à l'EBA de réexaminer d'ici fin 2026 l'opportunité d'une transposition dans l'Union européenne.

**Les travaux récents de Grill et al. (2025) renforcent l'argument en faveur des planchers de décotes<sup>151</sup>.** À partir de données granulaires sur le marché du *repo* de la zone euro, ces auteurs mettent en évidence un écart notable entre les pratiques de marché et les niveaux de décote recommandés par le FSB (hors opérations avec collatéral souverain), suggérant un échec de marché dans la tarification du risque systémique. La prévalence de décotes faibles, voire nulles, notamment dans le segment bilatéral non compensé, permet aux institutions financières non bancaires, en particulier aux *hedge funds*, d'accumuler un levier important. Selon leur analyse, l'application des planchers du FSB réduirait le levier de *repo* d'environ 13 % pour l'ensemble du secteur non bancaire, et jusqu'à 42 % pour les entités représentant les plus gros volumes d'emprunt, c'est-à-dire précisément les acteurs les plus susceptibles de générer des tensions systémiques.

**Les grandes entités à fort levier bénéficient aujourd'hui souvent des décotes les plus faibles, probablement en raison de leur pouvoir de négociation, et seraient les plus contraintes par l'introduction de planchers.** Ces derniers permettraient ainsi de constituer des coussins de sécurité en période normale et de réduire le risque de ventes forcées en période de crise. Leur mise en œuvre doit néanmoins rester prudente. Des planchers trop rigides

<sup>151</sup> Grill (M.) et al. (2025), « Repo haircuts: Market practices and the impact of minimum requirements on leverage ». *Finance Research Letters*, vol. 71, 106484, janvier.

pourraient renchérir le financement sécurisé, réduire la liquidité de certains marchés, notamment souverains, et inciter les acteurs à déplacer leurs activités hors du périmètre régulé. C'est pourquoi une transposition purement prudentielle, limitée aux banques, serait probablement insuffisante : elle risquerait de déplacer l'activité vers les relations entre non-banques. Une réglementation de marché, couvrant l'ensemble des acteurs pertinents, apparaît plus cohérente avec l'objectif de stabilité financière et de cadre réglementaire uniforme. Le défi pour l'EBA sera donc de calibrer un dispositif suffisamment contraignant pour freiner le levier excessif, mais assez fin pour éviter une dégradation excessive de la liquidité et des effets d'arbitrage. Une telle réglementation de marché sur les décotes ne devrait pas non plus se substituer à une gestion fine du risque par les banques vis-à-vis de leurs contreparties non bancaires, notamment à effet de levier. C'est l'objectif des lignes directrices du Comité de Bâle sur l'encadrement du risque de contrepartie, publiées à la suite de la chute d'Archegos Capital Management, en mars 2021<sup>152</sup>.

## L'extension de la compensation centrale contribuerait à améliorer structurellement la résilience du marché du repo

**Les épisodes de tension survenus en 2019, en 2020, en 2022 et en 2025 sur les marchés de dettes souveraines ont montré que la compensation centrale constituait un mécanisme éprouvé d'absorption des chocs<sup>153</sup>.** Son utilisation tend en effet à s'intensifier en périodes de tension financière, en particulier lorsque les acteurs cherchent à limiter leurs expositions bilatérales en transférant leur risque de contrepartie vers une entité centrale hautement régulée<sup>154</sup>. Cette hausse du recours à la compensation centrale a tendance à se prolonger après la normalisation des conditions de marché, ce qui témoigne d'un intérêt structurel pour le modèle centralisé, sous réserve de certaines limites. Plusieurs épisodes récents, notamment lors du *dash for cash* de mars 2020, ont ainsi montré un déplacement des flux vers le segment compensé, les participants privilégiant la sécurité opérationnelle, la transparence et les capacités de *netting*<sup>155</sup>.

**Le recours à la compensation centrale soumet les transactions *repo* à des dispositifs standardisés de gestion des risques ayant d'abord pour objectif de neutraliser le risque de contrepartie.** Les CCP, en s'interposant entre les acheteurs et les vendeurs, garantissent le bon dénouement des transactions et substituent leur signature à celle des contreparties initiales. Le recours à la compensation centrale est de ce fait soumis à des conditions d'accès strictes, principalement fondées sur la qualité de crédit des membres. Par ailleurs, en devenant l'acheteur du vendeur et le vendeur de l'acheteur, la CCP substitue à un ensemble de relations bilatérales une exposition unique à la chambre de compensation, ce qui permet de limiter les risques de contagion en cas de défaillance d'un participant. Cette centralisation des expositions s'accompagne de mécanismes structurés de gestion mutualisée des défauts (notamment par les fonds de défaut et des procédures de liquidation ordonnée) destinés à limiter la propagation du choc à l'ensemble du système financier.

**Enfin, la compensation centrale améliore l'efficacité du système financier en facilitant le *netting* multilatéral.** En compensant les positions débitrices et créditrices entre de multiples acteurs, elle permet de réduire drastiquement les flux de règlement et les besoins en liquidité des participants, tout en limitant les défauts de règlement. Le recours à la compensation centrale permet aussi aux participants d'optimiser la gestion de leur bilan en réduisant l'exposition totale comptabilisée, désormais calculée sur une base nette plutôt que brute. Cet élément apparaît particulièrement important dans un contexte où la capacité des banques à intermédiaire les volumes croissants de dette souveraine par le *repo* est contrainte par les exigences prudentielles, notamment le ratio de levier qui prend en compte les expositions totales indépendamment de leur niveau de risque. Dans ce contexte, la compensation centrale contribue à limiter la consommation de capacité de bilan des banques et à soutenir leur capacité d'intermédiation.

**En pratique, le *netting* permet de réduire l'exposition en cas de défaut et, par conséquent, les actifs pondérés par le risque, diminuant ainsi les besoins en fonds propres des banques.** Les expositions sur les CCP bénéficient

<sup>152</sup> Comité de Bâle (2024). <https://www.bis.org/bcbs/publ/d588.pdf>

<sup>153</sup> ESRB (2024), *A system-wide approach to macroprudential policy*.

<sup>154</sup> Hüser (A.-C.) et al. « How does the repo market behave under stress? Evidence from the Covid-19 crisis », *Staff Working Paper*, n° 910, [Bank of England](#).

<sup>155</sup> FSB (2026), *Vulnerabilities in Government Bond-backed Repo Markets*.

par ailleurs généralement de pondérations prudentielles plus favorables que les expositions bilatérales classiques, ce qui renforce l'intérêt de la compensation pour les intermédiaires bancaires. La réduction de la taille apparente du bilan contribue également à limiter l'augmentation des indicateurs utilisés dans le calcul des surcharges G-SIB. Au-delà du *netting* des expositions, la compensation centrale permet également un *netting* des règlements (*settlement netting*), réduisant les flux physiques de cash et de titres à régler quotidiennement. Au lieu de devoir régler un grand nombre de transactions brutes, les participants ne règlent plus qu'une position nette par titre et par date, ce qui réduit les besoins de trésorerie opérationnelle et le risque de défaut de livraison (*settlement fails*). En facilitant le *netting* multilatéral, la compensation centrale contribue ainsi à préserver la capacité des banques à financer et à faire circuler des volumes importants de liquidité<sup>156</sup>.

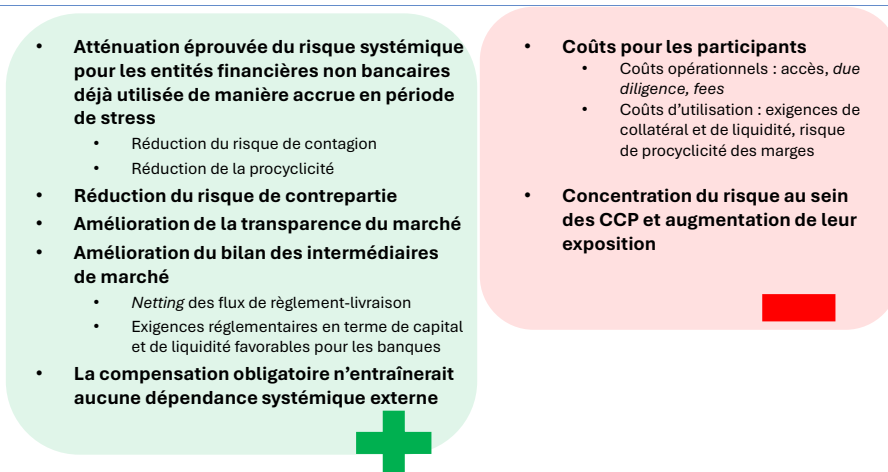
**L'expérience du lien d'interopérabilité entre CCP sur l'un des principaux marchés de trading du *repo*, MTS Repo, opéré par Euronext, illustre les bénéfices potentiels d'une intégration accrue des infrastructures de compensation en Europe.** Depuis 2003, ce dispositif permet aux membres de deux chambres de compensation, LCH SA et Euronext Clearing (anciennement CC&G), de traiter entre eux comme s'ils opéraient au sein d'une même CCP virtuelle, sans devoir être membres des deux infrastructures simultanément. Cette architecture facilite les flux transfrontaliers entre banques internationales, souvent membres de LCH SA, et des institutions domestiques italiennes, qui représentent près de 80 % des membres d'Euronext Clearing, contribuant ainsi au recyclage de la liquidité sur le marché des obligations souveraines italiennes. Selon plusieurs estimations, les transactions effectuées par ce lien représenteraient environ la moitié des volumes compensés sur le marché MTS Repo fin 2023<sup>157</sup>. Ce mécanisme a par ailleurs démontré son utilité lors de plusieurs épisodes de tension en maintenant l'accès des banques italiennes au financement international et en favorisant la circulation du collatéral souverain au sein du marché du *repo* compensé.

**Enfin, le recours aux CCP favorise une standardisation accrue des pratiques de marché, notamment en matière de documentation contractuelle, de valorisation du collatéral, de décotes, de règles d'éligibilité du collatéral et d'appels de marge.** Cette harmonisation réduit certains risques opérationnels et juridiques liés à l'hétérogénéité des pratiques bilatérales et améliore la transparence globale du marché. Elle facilite également le suivi prudentiel des expositions et des besoins de liquidité des participants, en particulier en période de tension, en limitant les négociations discrétionnaires et les asymétries d'information entre contreparties. Pour les *hedge funds*, dont l'activité sur le marché du *repo* s'est notablement accrue (cf. partie 2.1), la compensation centrale par les modèles d'accès sponsorisés<sup>158</sup> (*sponsored* ou *guaranteed clearing*) permettrait d'accéder à des pools de liquidité plus profonds et plus stables, tout en réduisant la dépendance à des relations bilatérales dont la capacité peut être limitée ou volatile.

<sup>156</sup> Chen (J. Z.) et al. (2022), « Potential netting benefits from expanded central clearing in Canada's fixed-income market », *Staff analyticam note*, 2022-8, Bank of Canada, juin.

<sup>157</sup> Di Luigi (C.) et al. (2024), « The fundamental role of the repo market and central clearing », *Occasional Paper*, n° 48, Banca d'Italia.

<sup>158</sup> Ces modèles s'adressent aux acteurs financiers du *buy-side*, tels que les *hedge funds* ou les fonds de pension, pour leur permettre un accès à la compensation centrale avec le soutien opérationnel et les garanties financières d'un membre compensateur, généralement une banque, jouant le rôle de sponsor.



Source : Banque de France

## Certaines limites doivent être surmontées pour garantir que la compensation centrale puisse apporter les bienfaits attendus

À la suite des épisodes de tension survenus à partir de 2019, les États-Unis ont imposé, fin 2023, une obligation de compensation centrale sur les transactions adossées aux bons du Trésor d'ici 2027. Bien que son application soit progressive, cette réglementation transforme déjà structurellement le marché américain (cf. encadré 2.4). À l'inverse, face à la fragmentation de leurs marchés souverains et de leurs infrastructures, les autorités européennes et britanniques écartent pour l'heure un tel mandat légal. Elles privilégient une approche fondée sur des incitations pour encourager le recours volontaire à la compensation.

Les gains d'efficacité liés à la compensation s'accompagnent de coûts pour les participants, incluant des coûts fixes liés aux exigences d'adhésion, comme les frais d'adaptation des processus opérationnels et de *due diligence*, ainsi que des coûts récurrents liés au versement de marges et à l'alimentation du fonds de défaut. Ces coûts ne se traduisent toutefois pas nécessairement par un surcoût structurel à moyen terme. En effet, l'intérêt économique de la compensation centrale dépend étroitement du profil d'activité des participants. Les bénéfices liés au *netting* multilatéral sont à cet égard particulièrement marqués pour les acteurs compensant des portefeuilles diversifiés, peu directionnels et de volumes notables. Cet intérêt est également fonction des modalités de répartition des coûts entre les banques et leurs clients, élément particulièrement déterminant pour le développement des modèles sponsorisés.

La capacité de la compensation centrale à produire pleinement les gains attendus en matière de résilience demeure conditionnée à la résolution de plusieurs limites structurelles propres au marché européen. D'une part, le marché européen du *repo* se distingue du marché américain par un degré de fragmentation nettement plus élevé, tant du point de vue des actifs sous-jacents que des infrastructures de marché. Il repose ainsi sur une pluralité de dettes souveraines, présentant des niveaux de liquidité et de profondeur hétérogènes, ce qui complique la définition du périmètre d'application d'un éventuel mandat de compensation centrale. Une obligation couvrant l'ensemble des dettes souveraines ne paraît pas nécessairement justifiée d'un point de vue économique, en particulier pour les émissions peu liquides et principalement détenues ou traitées par des acteurs locaux, pour lesquels les bénéfices attendus de la compensation centrale en matière de réduction du risque systémique seraient limités. À l'inverse, restreindre un tel mandat aux seules dettes les plus liquides (italiennes, allemandes et françaises) pourrait soulever des défis d'acceptabilité politique. D'autre part, le marché européen se distingue par une fragmentation plus marquée des infrastructures de marché, susceptible de réduire l'efficacité du *netting* multilatéral et de limiter la constitution de pools de liquidité pleinement paneuropéens. En particulier, le marché européen reste dominé par des logiques locales, tant en ce qui concerne la compensation que le dénouement des opérations. Dans ce contexte, l'introduction d'une obligation de compensation centrale, si elle n'était pas accompagnée de progrès importants en matière d'interopérabilité des infrastructures, pourrait ne pas conduire à une intégration accrue du marché, mais au contraire consolider certains silos existants.

Ensuite, alors que le fonctionnement du marché du *repo* repose sur un équilibre entre les emprunteurs de liquidité et les fournisseurs de liquidité, comme les fonds monétaires, (cf. partie 2.1), ces derniers demeurent structurellement moins développés en Europe qu'aux États-Unis, avec un rapport d'environ 1 à 8 dans le total des encours gérés<sup>159</sup>. Cette moindre profondeur du segment des prêteurs de liquidité privés limite l'alimentation du marché du *repo* européen et conduit, en contrepartie, à faire peser un rôle plus important sur les banques centrales dans la fourniture de liquidité. Dans ce contexte, les CCP européennes ont développé des modèles d'accès spécifiques, notamment au travers du statut de *special members*, destinés aux banques centrales et aux Trésors nationaux pour favoriser leur participation au marché du *repo* compensé au travers d'exigences de marges allégées notamment. Ces dispositifs demeurent toutefois encore partiellement mobilisés par les acteurs concernés au niveau européen.

Par ailleurs, les bénéfices attendus du *netting* multilatéral peuvent également être réduits par certaines asymétries de maturité, les prêteurs de liquidité privilégiant souvent des maturités très courtes, tandis que les emprunteurs recherchent des financements plus longs. En pratique, les mécanismes de *netting* ne permettent généralement de compenser que des flux présentant des caractéristiques identiques, notamment des dates de règlement et d'échéance similaires. Ainsi, un prêt au jour le jour ne peut pas être directement compensé avec un besoin de financement à terme, ce qui limite les gains de *netting* et maintient des besoins de transformation de maturité au niveau des intermédiaires bancaires. De même, certaines règles prudentielles, notamment dans le cadre de l'approche standardisée du risque de contrepartie (SA-CCR), peuvent limiter les bénéfices du *netting* entre différentes classes de produits, même lorsque les positions sont juridiquement compensables.

Enfin, le cadre réglementaire européen manque encore de clarté, s'agissant des modèles d'accès sponsorisés aux chambres de compensation et de leur traitement prudentiel, ce qui constitue un frein au développement de ces modèles en Europe. À la différence du marché américain, où le recours au *sponsored clearing* repose sur des standards harmonisés (cf. encadré 2.3), la coexistence de plusieurs CCP actives (dont LCH SA, Eurex et Euronext) sur le segment du *repo* en Europe ne facilite pas l'émergence d'un standard unique en la matière<sup>160</sup>, la réglementation applicable étant peu prescriptive sur le cadre opérationnel à mettre en place (par exemple, en matière de ressources préfinancées mobilisables et de suivi des expositions des membres sponsorisés). Des incertitudes demeurent également, s'agissant du traitement prudentiel des modèles *sponsored*. En effet, l'impact du *sponsored clearing* pour le membre compensateur dépend des termes du contrat de sponsoring et des risques auxquels il reste exposé en tant que sponsor. Autrement dit, si l'adhérent compensateur 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. Or, dans la pratique, cette distinction demeure fragile, en raison du risque de soutien implicite qui implique que, en cas de difficulté du client sponsorisé, l'adhérent compensateur pourrait être incité, pour des motifs commerciaux, réputationnels ou de stabilité financière, à intervenir au-delà de ses engagements contractuels<sup>161</sup>.

Au-delà de ces limites structurelles et réglementaires, plusieurs travaux académiques soulignent également que les bénéfices de la compensation centrale pour la stabilité financière dépendent étroitement du degré de centralisation du marché et des caractéristiques de conception des CCP. Si la compensation centrale permet de réduire le risque de contrepartie et d'améliorer le *netting* multilatéral, son extension, sans changements structurels, pourrait également déplacer certains risques de crédit bilatéraux vers des besoins de liquidité plus centralisés et accroître la concentration du risque sur un nombre limité d'infrastructures<sup>162</sup>.

<sup>159</sup> Cipriani (M.) et al. (2024), « Monetary Policy and Money Market Funds in Europe », *Liberty Street Economics*, 11 avril.

<sup>160</sup> LCH SA représente environ 76 % des parts de marché, suivie par Eurex Clearing et Euronext Clearing, qui concentrent chacune près de 12 % des volumes en 2025.

<sup>161</sup> Banque de France (2018), « Les services de compensation centrale pour compte de tiers pénalisés par le ratio de levier ? », *Bulletin de la Banque de France*, 218/1, juillet-août.

<sup>162</sup> Bardoscia, M., F. Caccioli, and H. Gao (2022). Efficiency of central clearing under liquidity stress, Working papers 1002, Bank of England.

Par ailleurs, si les appels de marge ont vocation à couvrir en continu les expositions et à absorber les pertes potentielles liées aux mouvements de marché, leur application automatisée et synchronisée pour l'ensemble des participants peut contribuer à amplifier les tensions en période de crise. Plusieurs études ont ainsi montré le caractère potentiellement procyclique des modèles de marge<sup>163</sup>. En période de forte volatilité, les hausses simultanées des appels de marge peuvent provoquer des besoins de liquidité importants et conduire certains acteurs à procéder à des ventes forcées d'actifs pour répondre à ces besoins, provoquant à leur tour des dévalorisations d'actifs et alimentant alors des spirales de liquidation. Le degré de procyclicité des modèles de marge dépend néanmoins de leurs caractéristiques de conception retenues par les CCP qui intègrent, conformément aux exigences réglementaires portées par l'European Market Infrastructure Regulation (EMIR), des dispositifs de limitation, tels que des planchers, des coussins conservateurs et des mécanismes de lissage afin de limiter l'ampleur des ajustements<sup>164</sup>. Ces mécanismes font l'objet d'une revue régulière par les autorités compétentes dans le cadre de leur mandat de surveillance et sont également appréhendés au niveau international<sup>165</sup>.

#### Encadré 2.4 : Compensation des transactions *repo* : l'expérience des États-Unis

Par Raphaël Vives et Xavier Denis et Enda Palazzeschi

Face à **plusieurs épisodes de tension majeure sur le marché du *repo* américain** (notamment en 2008, en 2019 et en 2020), les autorités américaines ont engagé une réforme structurelle. Le **13 décembre 2023**, la Securities and Exchange Commission (autorité de régulation des marchés financiers, SEC) a adopté une règle imposant la **compensation centrale obligatoire** :

- Des transactions d'achat-vente de titres UST (application fin 2026) ;
- Des **opérations de *repo*** adossées à des UST (application fin 2027).

La réforme couvre un périmètre très large : environ **80 % du marché du *repo* américain** serait concerné<sup>166</sup>. Elle s'applique à l'ensemble des participants, y compris les gestionnaires d'actifs et les *hedge funds*, avec **quelques exemptions ciblées** (notamment les transactions avec le secteur public entre entités d'un même groupe ou avec une autre chambre de compensation, ou encore les *repo* sans échéance – *open repo*).

Sur le plan technique, cette réforme impose en outre :

- Un **accès facilité à la compensation** pour les acteurs qui ne sont pas **membres directs** de la CCP. En effet, compte tenu de son rôle systémique, l'accès à une CCP est volontairement sélectif, et seuls de grands établissements financiers peuvent en être membres ou participants directs. Ces derniers offrent généralement des services de compensation pour les clients (***agent clearing***), dans lesquels ils intermédièrent et prennent en charge l'ensemble des exigences et des responsabilités. Dans ce contexte, les clients ne sont pas membres de la CCP. Des **modèles alternatifs** ont également été développés, en particulier celui des **membres sponsorisés**. Dans ce cadre, un membre direct donne un accès à la CCP à une entité non membre en la parrainant, i. e. en garantissant ses obligations vis-à-vis de la CCP et en assurant une partie des exigences opérationnelles. Le membre sponsorisé devient un membre direct limité ;
- Une **séparation stricte des marges** (montants collectés par la CCP permettant de couvrir les pertes potentielles découlant des transactions de *repo*) servant à couvrir les activités pour compte propre des

<sup>163</sup> ESRB (2020), Mitigating the procyclicality of margins and haircuts in derivatives markets and securities financing transactions, January.

<sup>164</sup> FSB 2026, [Vulnerabilities in Government Bond-backed Repo Markets](#)

<sup>165</sup> Voir par exemple la revue réalisée par le CPMI-IOSCO en 2022 sur les pratiques de marges, [Review of margining practices](#)

<sup>166</sup> [How Will Central Clearing Impact the Repo Market? | Office of Financial Research](#)

membres directs de celles qui sont collectées pour le compte de leurs clients (dans le modèle *agent clearing*).

L'entrée en vigueur de cette réforme d'ampleur a déjà été **repoussée d'un an**, afin de tenir compte des contraintes opérationnelles et des débats soulevés par l'industrie. Deux questions en particulier ont poussé la SEC à rouvrir une **période de consultation publique** : (i) le périmètre des opérations intragroupes, et (ii) l'application extraterritoriale de la règle. Dans les deux cas, la SEC a retenu des définitions larges des entités soumises à la règle, afin de prévenir tout contournement de celle-ci. Mais la formulation actuelle pose entre autres des problèmes opérationnels en ce qu'elle oblige aussi la compensation de transactions impliquant des entités situées en dehors des fuseaux horaires couverts par les horaires d'ouverture de la CCP.

**Les conséquences de la réforme sont déjà visibles sur le marché.** Bien que l'obligation ne s'applique pleinement qu'à partir de mi-2027, le marché du *repo* connaît **dès aujourd'hui des transformations structurelles** :

- Les **volumes compensés par la Fixed Income Clearing Corporation (FICC)**, jusque-là unique chambre de compensation active sur le marché américain, sont en croissance. L'ampleur du basculement à venir pourrait être majeure : selon les estimations de l'OFI, si cette règle avait été en vigueur au cours des huit premiers mois de l'année 2025 (et en supposant que les encours sous-jacents soient restés inchangés), la proportion des opérations de *repo* compensées centralement aux États-Unis serait passée de 45 % (le niveau effectivement observé) à 77 %.
- **Deux nouvelles CCP** ont été autorisées sur le marché américain (CME Securities Clearing fin 2025, et ICE Clear Credit début 2026), sur un marché dominé uniquement par la FICC jusqu'ici.
- Les modèles d'accès à la compensation évoluent rapidement : la compensation sponsorisée permet à de nouveaux acteurs, comme les gestionnaires d'actifs, d'accéder à la CCP sans en devenir membres directs.
- Le débat s'intensifie entre deux modalités d'exécution des transactions : le ***done-with*** – la pratique courante qui consiste à ce que l'exécution et la compensation soient faites par la même contrepartie (membre direct de la CCP) dans le cadre d'un paquet de prestations ; et le ***done-away*** – qui permet que l'exécution soit éventuellement faite avec un autre intermédiaire que la compensation, afin de conserver une forme de compétition entre les contreparties dans l'exécution et de bénéficier des meilleurs taux. À court terme, le *done-with* (déjà opérationnel) domine, mais une montée en puissance progressive du *done-away* est attendue par de nombreux participants de marché pour garantir l'exécution au meilleur prix.

Les études disponibles suggèrent que le **surcoût de la compensation centrale resterait limité**, de l'ordre de **± 2 points de base**, et devrait être compensé par les gains en matière de stabilité financière et en efficacité du marché, notamment à travers des besoins de liquidité réduits au global.

La compensation centrale obligatoire des *repo* américains changera profondément le marché des UST, pilier du système financier mondial. Si elle réduit certaines flexibilités propres aux contrats bilatéraux, elle renforce la robustesse, la transparence et la capacité du marché à absorber les chocs. À long terme, cette réforme accompagne aussi une tendance lourde : l'augmentation continue des émissions de dette publique américaine, dont le volume pourrait **presque doubler d'ici 2035**, élargissant encore le rôle des actifs en dollar, dont le marché du *repo* est une composante centrale, dans l'économie mondiale.

## Un suivi renforcé des risques

**En complément des mesures précédentes, il apparaît nécessaire de renforcer substantiellement les capacités de surveillance macroprudentielle, afin de mieux détecter les accumulations de levier et les vulnérabilités de liquidité au sein du système financier non bancaire.** Le FSB, le Conseil européen du risque systémique (European Systemic Risk Board, ESRB) et la Banque d'Angleterre soulignent notamment que les épisodes récents de tension ont révélé d'importantes lacunes de données, limitant la capacité des superviseurs à identifier en temps réel les interconnexions entre banques, *hedge funds* et autres institutions financières non bancaires. Dans l'Union européenne, de réelles avancées ont été permises par le règlement sur les opérations de financement sur titres (Securities Financing Transactions Regulation, SFTR), qui oblige les acteurs européens à déclarer leurs opérations de *repo* de manière très détaillée. Néanmoins, ce cadre déclaratif ne couvre pas les transactions conclues entre deux contreparties situées hors de l'Union européenne. Or, une grande partie de l'activité des *hedge funds* – souvent domiciliés dans des centres offshore – transite par des intermédiaires non européens. Ces structures extraterritoriales échappent ainsi largement à la visibilité des autorités européennes, ce qui fragmente l'analyse et complique la détection en temps réel des risques de contagion.

**Au-delà des lacunes de données, les autorités devront également adapter leurs dispositifs de surveillance aux évolutions technologiques des marchés financiers.** Le développement encore embryonnaire du *repo* tokenisé<sup>167</sup>, fondé sur la technologie de registres distribués (*distributed ledger technology*, DLT) et les contrats intelligents, vise à automatiser les opérations et à permettre un règlement quasi instantané. Si cette innovation peut améliorer l'efficacité opérationnelle et réduire certains risques de règlement, elle pourrait également modifier les besoins de liquidité des participants en limitant les bénéfices du *netting* et en accroissant les besoins de trésorerie mobilisable en temps réel. Bien que son adoption demeure aujourd'hui marginale, cette évolution illustre la nécessité pour les autorités de maintenir une surveillance prospective des transformations structurelles du marché du *repo*.

**Dans ce contexte, le FSB et l'ESRB recommandent le développement d'indicateurs macroprudentiels harmonisés permettant de suivre l'évolution du levier, des asymétries de maturité, des niveaux de décote ou encore des concentrations de risque entre contreparties.** L'objectif est de transformer les données transactionnelles en véritables signaux d'alerte précoces, afin d'anticiper les dynamiques de débouclage et les risques de ventes forcées. Cette logique implique également une amélioration de l'accès des autorités macroprudentielles aux données granulaires collectées par les superviseurs nationaux, ainsi qu'une harmonisation accrue des standards de *reporting*. Des initiatives de standardisation, comme le Common Domain Model (CDM), sont régulièrement citées comme des outils susceptibles d'améliorer l'exploitation automatisée des données transactionnelles.

**Les données complémentaires doivent permettre de développer des outils de surveillance ad hoc.** L'agrégation des données réglementaires individuelles des institutions (micro), construisant une vision macro des expositions, et des données de marché est nécessaire pour identifier plus précocement les vulnérabilités liées au levier des institutions financières non bancaires. Cette approche répond notamment au constat selon lequel les banques ne disposent souvent que d'une vision fragmentée des positions de leurs clients : un *hedge fund* peut aujourd'hui traiter simultanément avec de multiples intermédiaires, chacun n'observant qu'une fraction de son exposition totale, ce qui masque l'accumulation effective du levier au niveau du système.

**Enfin, plusieurs acteurs institutionnels et professionnels défendent une approche complémentaire, consistant à renforcer le contrôle prudentiel des modèles internes utilisés par les banques pour calibrer les décotes et les appels de marge.** Cette orientation vise à s'assurer que les modèles internes restent suffisamment sensibles aux scénarios de tension extrêmes. Les superviseurs seraient ainsi chargés de vérifier que les décotes pratiquées demeurent effectivement adéquates au regard du risque des contreparties et qu'ils ne sous-estiment pas

<sup>167</sup> Le *repo* tokenisé semble prendre une importance particulière aux États-Unis, avec près de 400 milliards de dollars d'encours à début 2026. [Broadridge DLR, RWA.xyz](#).

structurellement la volatilité en période de faible tension financière. Cette approche permettrait de faire des pratiques de marge un véritable objet de supervision macroprudentielle.

## Conclusion

La place centrale du marché du *repo* et l'accroissement de vulnérabilités appellent à une vigilance macroprudentielle accrue. La transition progressive du marché vers la compensation centrale constitue une avancée structurelle majeure pour atténuer les risques de contrepartie et de contagion, apporter une plus grande transparence, et limiter le levier des acteurs non bancaires. Au-delà de la compensation centrale, une approche globale, combinant un suivi resserré du levier des acteurs non bancaires, le traitement de la fragmentation des infrastructures en Europe et l'exploration coordonnée de garde-fous, tels que les planchers de décotes, permettra de garantir durablement la résilience de cet écosystème face aux chocs futurs.

## Lexique

Terme employé	Définition
<b>Agent clearing</b>	Modèle d'accès indirect à la compensation centrale dans lequel un membre direct intermédiaire prend en charge l'ensemble des responsabilités et exigences (notamment les appels de marge) pour le compte de ses clients, qui ne sont pas membres de la chambre de compensation (CCP).
<b>Agent tripartite (Tri-party)</b>	Acteur tiers (généralement un dépositaire central) mandaté pour assurer les fonctions opérationnelles liées au collatéral d'une opération de repo (sélection, valorisation quotidienne, application des décotes et appels de marge, règlement-livraison), sans pour autant porter de risque de contrepartie.
<b>Appel de marge (Margin call)</b>	Mécanisme de gestion du risque de contrepartie qui vise à réaligner la valeur du collatéral estimée au prix de marché avec le montant de la liquidité prêtée.
<b>Basis trade</b>	Stratégie d'arbitrage à fort effet de levier (très utilisée par les <i>hedge funds</i> ) qui consiste à anticiper et exploiter un écart de valorisation entre le prix d'une obligation souveraine sur le marché au comptant et le contrat à terme ( <i>future</i> ) qui lui est associé.
<b>Cash-driven market</b>	Configuration de marché où les acteurs sont principalement à la recherche de financement (liquidité) plutôt que d'un titre spécifique, favorisant le segment <i>General Collateral</i> .
<b>Collateral-driven market</b>	Configuration de marché (souvent liée aux politiques d'assouplissement quantitatif) où les acteurs acceptent de prêter des liquidités à des taux très faibles, voire inférieurs aux taux directeurs, afin d'obtenir certains titres spécifiques devenus rares.
<b>Compensation centrale (Central Clearing / CCP)</b>	Mécanisme par lequel une chambre de compensation s'interpose entre l'acheteur et le vendeur, garantissant le bon dénouement de la transaction et substituant son propre risque à celui des contreparties initiales. Elle permet notamment l'optimisation du bilan des banques via le <i>netting</i> multilatéral.
<b>Décote (Haircut)</b>	Marge de sécurité applicable sur la valeur des titres remis en garantie pour protéger le prêteur de liquidité contre un risque de crédit ou de dépréciation de l'actif.
<b>DFR (Deposit Facility Rate)</b>	Taux de la facilité de dépôt de l'Eurosystème, qui sert de taux directeur de référence dans le voisinage duquel évoluent les conditions de marché du repo en période de liquidité ample.
<b>Done-with / Done-away</b>	Modalités d'exécution des transactions. Le « <i>done-with</i> » est la pratique courante où l'exécution et la compensation sont faites par la même contrepartie (membre de la CCP). Le « <i>done-away</i> » permet de séparer l'exécution (faite avec un autre intermédiaire) de la compensation, afin de faire jouer la concurrence et d'obtenir de meilleurs taux.
<b>€STR (Euro Short-Term Rate) / SOFR (Secured Overnight Financing Rate)</b>	Taux d'intérêt de référence de court terme. Le SOFR américain est directement construit à partir de transactions repo garanties par des bons du Trésor. L'€STR européen, bien que non garanti, est étroitement lié aux conditions du marché du repo.
<b>Fonds de défaut (Default fund)</b>	Ressource financière mutualisée au sein d'une chambre de compensation, alimentée par ses membres, destinée à absorber et limiter la propagation des pertes en cas de défaillance d'un participant.
<b>Gap risk</b>	Risque résiduel auquel s'expose le prêteur de liquidité en cas de défaut de la contrepartie entre deux appels de marge, le forçant alors à liquider le collatéral pour récupérer ses fonds en assumant les éventuelles fluctuations de prix survenues dans l'intervalle.
<b>General Collateral (GC)</b>	Opérations de repo où les titres remis en garantie sont considérés comme interchangeables au sein d'une catégorie homogène (ex: dette allemande). L'opération répond principalement à un besoin de financement.
<b>Liability Driven Investment (LDI) / Investissement adossé au passif</b>	Stratégie d'investissement (principalement utilisée par les fonds de pension) visant à faire correspondre le rendement des actifs avec les engagements financiers à très long terme (le passif). Ces fonds s'appuient massivement sur l'emprunt de liquidités via le marché du repo pour financer des positions obligataires à long terme avec un fort effet de levier.
<b>Matched book</b>	Configuration dans laquelle un intermédiaire se place au milieu de deux transactions, prenant simultanément une position de repo et de <i>reverse repo</i> entre deux clients finaux différents. L'objectif est d'équilibrer ses expositions (en

	faisant correspondre les positions repo et <i>reverse repo</i> entre clients et CCPs) afin de transformer les besoins de liquidité et de réduire potentiellement les coûts de bilan.
<b>MRO (Main Refinancing Operations) / LTRO (Long Term Refinancing Operations)</b>	Opérations de refinancement de l'Eurosystème permettant aux banques d'emprunter des liquidités contre nantissement de collatéral, sur des maturités d'une semaine (MRO) ou de trois mois (LTRO).
<b>Netting (ou compensation multilatérale)</b>	Mécanisme facilitant la réduction des expositions brutes. En compensant les positions débitrices et créditrices, il permet de réduire drastiquement les flux de règlement effectifs, les besoins de trésorerie, et l'exposition totale comptabilisée au bilan des intermédiaires.
<b>Open repo (Repo sans échéance)</b>	Type de transaction repo qui ne possède pas de date d'échéance fixe au moment de sa conclusion.
<b>Prime broker</b>	Grande banque d'investissement agissant comme intermédiaire central pour fournir des services de financement, d'exécution et de conservation aux autres segments notamment les <i>hedge funds</i> . On parle d'activités de <i>prime brokerage</i> .
<b>QE (Quantitative Easing) / QT (Quantitative Tightening)</b>	L'assouplissement quantitatif (QE) correspond aux programmes d'achats d'actifs des banques centrales, qui ont raréfié le collatéral souverain. Le resserrement quantitatif (QT) désigne la phase de normalisation et de réduction de ces bilans, restituant des titres au marché et drainant la liquidité excédentaire.
<b>Repo tokenisé</b>	Segment émergent basé sur la technologie des registres distribués (DLT) et les contrats intelligents ( <i>smart contracts</i> ). Il vise à automatiser les opérations et à permettre un règlement quasi instantané, modifiant ainsi les besoins de liquidité en temps réel.
<b>Réutilisation du collatéral (Rehypothecation/reuse)</b>	Pratique par laquelle le prêteur de liquidité, devenu temporairement propriétaire du titre, le réutilise dans une nouvelle transaction avec un tiers. Elle contribue à la fluidité du marché mais accroît les interdépendances.
<b>Risque de refinancement (Rollover risk)</b>	Risque lié à la prédominance des maturités très courtes (au jour le jour), exposant les emprunteurs à l'impossibilité de renouveler leurs opérations en cas de dégradation des conditions de financement, ce qui peut provoquer un désendettement forcé.
<b>Specialness / Specific Collateral (SC)</b>	Opérations motivées par la recherche d'un titre spécifique (pour des couvertures ou des règlements-livraisons). En raison de la rareté de ce titre, le taux repo se négocie de manière « special », c'est-à-dire significativement en dessous du taux GC (les acteurs acceptent de prêter du cash à de très faibles conditions pour obtenir ce titre).
<b>Sponsored clearing (Accès sponsorisé)</b>	Modèle permettant à des acteurs non bancaires (fonds d'investissement, gestionnaires d'actifs) d'accéder à la chambre de compensation en devenant participant direct pour les appels de marge, tout en bénéficiant du soutien opérationnel et des garanties d'une banque jouant le rôle de sponsor.
<b>Stratégie de swap spread</b>	Stratégie d'arbitrage à effet de levier consistant à anticiper le renchérissement d'une obligation souveraine (UST) par rapport à la courbe des taux d'un contrat d'échange ( <i>swap</i> ), très dépendante des conditions de financement sur le marché du <i>repo</i> .
<b>Window dressing</b>	Pratique consistant pour les banques à réduire temporairement leurs bilans (et donc leurs opérations de repo) à l'approche des dates de <i>reporting</i> réglementaire de fin de trimestre pour optimiser leurs indicateurs prudentiels, provoquant des tensions saisonnières sur la liquidité.

**Éditeur**

Banque de France  
39, rue Croix des Petits-Champs – 75001 Paris

**Directeur de la publication**

Philippe Mongars

**Directeur de la rédaction**

Édouard Vidon

**Coordinateurs**

Tarik Mouakil, Gabriel Chemain, Alice Schwenninger

**Comité éditorial**

Cynthia Angelier, Roxane Bataille, Maxime Barthe, Julie Beguet, Salomé Blanchet, Jean-François Bouscasse, Pierre Berthonnaud, Thomas Boglino, Lancelot Chardel, Thomas Cheilan, Sarah Christiaens, Emilie Da Silva, Annabelle De Gaye, Gabrielle de Gorguette d'Argœuves, Etienne de l'Estoile, Grégoire Desbrosses, Lucas Devigne, Arthur Divisia, Paul Domart, Bruno Ducoudré, Juliette Guillotin, Jonas Heipertz, Robin Horri, Lucrezia Impeciati, Caroline Jarret, Tristan Jourde, Lisa Kerdelhue, Léa Le Quéau, Claire Orliac, Carole Orts, Thibaut Piquard, Clara Pons-Mauréou, Michel Risse, Martin Saillard, Dilyara Salakhova, Matthieu Segol, Pierre Sola, Edith Stojanovic, Patrice Tauzin, Camille Thubin, Johan Tricot, Louise Tupinier, Floris Van Dijk

**Traduction et réalisation**

Pôle Data  
Direction de la Stabilité Financière  
Service de l'Édition et des Langages  
Direction de la Communication

**Dépôt légal**

Juin 2026  
ISSN 2268-5278 (en ligne)

**Internet**

<https://www.banque-france.fr/liste-chronologique/rapport-sur-levaluation-des-risques>