

20/04/2022

Pierre Jaillet  
Chercheur associé à l'Institut  
Jacques Delors et à l'IRIS,  
politique monétaire

**BLOG**  
— **POST**

# Après le Brexit, l'activité de produits dérivés en euros devrait quitter la City



Le 14 février 2022, Mairead McGuinness, la Commissaire européenne en charge des services financiers, a annoncé la reconduction pour une période de trois ans, à compter de juin 2022, de l'autorisation faite aux banques de l'Union européenne de compenser leurs transactions libellées en euros à la City<sup>1</sup>. Cette « prolongation de la décision d'équivalence », pour reprendre le jargon de la Commission, n'est pas la première – ni peut-être la dernière –, ce permis temporaire ayant déjà été prolongé à plusieurs reprises depuis le Brexit. Ce nouveau report illustre l'impuissance des autorités de l'UE à convaincre – *a fortiori* à contraindre – l'industrie financière européenne de développer une offre compétitive permettant de relocaliser des activités comportant des enjeux non négligeables, à la fois pour le marché de la liquidité en euros et pour la stabilité financière.

En dépit du Brexit, la City reste en effet le principal hub des transactions sur les produits dérivés en euros. Avec une part de marché de près de 90 %, la firme LCH Ltd jouit d'un quasi-monopole dans la compensation des opérations de couverture des taux d'intérêt en euros. Dans sa communication du 10 novembre 2021 (annonçant sa décision de prolonger la décision d'équivalence), la Commission a admis que la dépendance excessive (*over-reliance*) des activités de compensation en euros vis-à-vis d'une entité extérieure au marché unique impliquait des risques à moyen terme, *notably in the event of stress*.

<sup>1</sup> *Capital Markets Union: Commission extends time-limited equivalence for UK central counterparties and launches consultation to expand central clearing activities in the EU* – Communiqué de presse, 8 février 2022.

Pour justifier ce nouveau report, la Commission invoque les retards récurrents dans les travaux préalables à un transfert de ces activités dans la zone euro, jugé prématuré dès lors qu'il entraînerait un dangereux « effet de falaise » (*cliff-edge effect*) lié à un basculement brutal d'une plateforme à une autre. Elle s'est engagée à promouvoir, en liaison avec les autorités réglementaires et avec l'industrie financière, des mesures (non détaillées) destinées à développer une offre interne compétitive de façon à créer un cadre incitatif à la relocalisation dans l'UE. Elle a aussi indiqué qu'elle lançait une « consultation publique » en vue d'élaborer « une stratégie destinée à réduire cette dépendance excessive vis-à-vis des CCP (contreparties centrales) extérieures à l'UE ». On peut s'étonner qu'une telle consultation publique soit lancée au moment où le processus de relocalisation aurait déjà dû aboutir. Est-ce à dire qu'il n'existe pas de stratégie à ce jour ?

Si le problème d'équivalence réglementaire se pose depuis le Brexit, la localisation à la City d'un compartiment central du marché de la liquidité en euros avait déjà un caractère baroque au regard de l'union monétaire. C'est pourquoi le cadre de surveillance initial de la BCE exigeait que les chambres de compensation soient localisées dans la zone euro dès lors que le règlement des échanges s'effectuait en euros. Cependant la Cour de justice européenne, saisie en 2015 par le Royaume-Uni, réfuta cette disposition, estimant qu'elle outrepassait les compétences de la BCE, limitées aux systèmes de paiement, et enfreignait la liberté d'établissement et de prestations de services au sein du marché unique. Cet argument n'a bien sûr plus de pertinence depuis le Brexit.

Le règlement EMIR (*European Infrastructure Infrastructure Regulation*)<sup>2</sup>, qui retranscrit les engagements du G20 de 2009 visant à améliorer la transparence et la sécurité des marchés de dérivés, soumet aujourd'hui les CCP des pays tiers à une surveillance renforcée. En particulier, les CCP d'importance systémique (dites de « Tier2 ») font l'objet d'une supervision directe par l'AEMF (Autorité européenne des marchés financiers). La BCE peut aussi exiger, s'agissant d'opérations en euros, le respect de certaines conditions relatives à la liquidité, à la qualité des garanties ou à la fixation des marges. Il revient *in fine* à la Commission, sur la base des recommandations de l'AEMF et après avis du CERS (Comité européen du risque systémique) et de la BCE, d'apprécier si ces conditions sont réunies. À défaut, elle peut prendre une décision de non-reconnaissance d'une CCP systémique ouvrant la voie à la relocalisation des activités concernées. Encore cette décision doit-elle être validée par le Conseil et le Parlement européen...

Cet imposant dispositif réglementaire offre a priori les garanties suffisantes en matière de conformité à la réglementation européenne et de stabilité financière. C'est un argument avancé par les autorités européennes pour justifier une nouvelle extension de la décision d'équivalence. Il convient toutefois de faire ici deux remarques. La première est qu'une CCP systémique (comme LCH Ltd) peut ne pas se conformer strictement à certaines exigences d'EMIR si elle démontre que son droit national est « comparable » à celui prévalant dans l'UE. L'ambiguïté de ce terme laisse en effet ouverte la possibilité qu'une CCP systémique se dispense de certaines obligations fonctionnelles définies par EMIR pour suivre celles de sa propre juridiction (ce qui peut d'ailleurs créer des distorsions de concurrence).

Une question plus fondamentale a trait à ce qu'il adviendrait en cas de crise grave débouchant sur un risque de défaut. Cette préoccupation a d'ailleurs amené les autorités européennes à lancer en 2021 une procédure d'évaluation des risques systémiques

---

<sup>2</sup> Cf. Révision du règlement EMIR : vers un nouveau dispositif de surveillance des contreparties centrales – ACPR, 28 mai 2019. Pour une synthèse des dispositions réglementaires, on peut aussi se reporter au rapport 2020 de la Banque de France : « La surveillance des moyens de paiement et des infrastructures des marchés financiers ».

de LCH Ltd et ICE Clear. Le fait est que si les procédures de supervision sont assez bien codifiées, les modalités de résolution des CCP demeurent floues sur le plan international<sup>3</sup>. Elles restent pour l'essentiel dans la main des juridictions nationales et ne peuvent être fixées *ex ante*. Or toute procédure de résolution est susceptible d'engager la responsabilité du gouvernement concerné, par exemple en cas de *bail-out*. Dans l'éventualité du défaut d'une CCP systémique *off-shore*, certes peu probable mais qu'on ne peut exclure, quelles seraient les marges de manœuvre des autorités européennes ? Ce volet du risque systémique reste un angle mort du cadre d'équivalence de la Commission.

Se pose en outre la question des relations entre la banque centrale du pays de résidence de la CCP systémique et la banque centrale émettant la monnaie de libellé des transactions. Les CCP britanniques bénéficient aujourd'hui d'une facilité de dépôt en euros via TARGET 2 et la Bank of England et la BCE ont un accord de swap pour faire face à des besoins de liquidités d'urgence. Ces dispositions sont calibrées pour un régime de croisière. Qu'en serait-il en cas de crise aiguë ? Il paraît difficile d'envisager que la BCE joue le rôle de prêteur en dernier ressort – directement auprès de la CCP concernée ou par le truchement de la Bank of England – pour sauver un établissement hors de sa juridiction.

Une difficulté de ce dossier est qu'il mêle des intérêts privés et publics, ce qui complique le régime d'incitations. Du côté privé, l'acteur principal qu'est LCH Ltd, soutenu par le gouvernement britannique et la Bank of England, développe une argumentation astucieuse et à certains égards plutôt convaincante en faveur du *statu quo*<sup>4</sup>. LCH Ltd prend bien soin de faire allégeance aux conditions réglementaires d'EMIR et à la supervision de l'ESMA. Il plaide que l'euro est une monnaie « globale », que les entreprises de l'UE ne représentent d'ailleurs qu'une part minoritaire (27%) du montant notionnel de ses activités de compensation en euros, que son offre de compensation *cross-currency* (majoritairement libellée en devises hors-euro) offre à ses clients des services à marges faibles tout en leur permettant de diversifier leurs risques. De ce point de vue, la relocalisation des opérations en euros dans l'UE entraînerait une fragmentation du marché aussi nuisible à la stabilité financière qu'aux intérêts des banques européennes ; lesquelles s'accommodent très bien du *statu quo* et surestiment les coûts d'investissement liés à une relocalisation. En outre, cette dernière susciterait un délicat conflit d'attribution entre les deux CCP candidates pour récupérer les activités de la City, LCH SA (filiale française de LCH Ltd) et l'Allemand Eurex Clearing AG<sup>5</sup>.

Du côté public, la Commission, comme on l'a vu, gagne du temps, pousse mollement les feux, lance une consultation, dit attendre l'évaluation par l'ESMA des risques systémiques lié aux CCP britanniques et « insiste sur la nécessité » que les banques de l'UE réduisent leur exposition sur elles. Rien de très contraignant. Les Trésors nationaux, sur fond de concurrence entre les places financières de Paris et Francfort, notamment, ne poussent guère leurs banques à s'entendre sur les investissements nécessaires à la mise en place d'une offre compétitive ; l'Eurosystème<sup>6</sup> et le CERS sont d'une rare discrétion sur le sujet...

<sup>3</sup> Le Financial Stability Board (FSB) a émis en 2014 des recommandations visant à établir un cadre international harmonisé de résolution, incluant la constitution contingente de groupes de gestion de crises.

<sup>4</sup> *EU firms' exposures to UK CCPs – Supporting the debate* – London Stock Exchange Group LSEG, 04/06/2021.

<sup>5</sup> Une solution raisonnable serait que ces deux firmes se partagent les activités dans le cadre d'un réseau polycentrique de places financières dans l'UE tenant compte de leurs avantages comparatifs (par exemple dérivés sur taux longs chez Eurex et sur repos chez LCH SA).

<sup>6</sup> À l'exception notable du gouverneur de la Banque de France François Villeroy de Galhau, qui a récemment dénoncé les risques du *statu quo* et rappelé qu'il était « de notre responsabilité collective de réduire ce risque systémique ». Discours à l'Eurofi – Paris, 23 février 2022.

Ces atermoiements apportent naturellement de l'eau au moulin des avocats du *statu quo*. Sans alternative crédible aux services des CCP londoniennes, la relocalisation comportera toujours plus d'inconvénients que d'avantages, en termes d'efficacité économique et de stabilité financière. En attendant, l'inertie combinée des autorités et de l'industrie conforte la City dans son rôle central de gestionnaire des activités en euros. Au-delà de sa portée symbolique, cette histoire illustre aussi l'impuissance de l'UE, trente ans après le lancement du marché unique et plus de vingt ans après le lancement de l'euro, à mettre en place un marché unique des capitaux.

Directeur de la publication: Sébastien Maillard • La reproduction en totalité ou par extraits de cette contribution est autorisée à la double condition de ne pas en dénaturer le sens et d'en mentionner la source • Les opinions exprimées n'engagent que la responsabilité de leur(s) auteur(s) • L'Institut Jacques Delors ne saurait être rendu responsable de l'utilisation par un tiers de cette contribution • Version originale • Édition : Anne-Julia Manaranche • © Institut Jacques Delors

**Institut Jacques Delors**

Penser l'Europe • Thinking Europe • Europa Denken  
18 rue de Londres 75009 Paris, France • [www.delorsinstitute.eu](http://www.delorsinstitute.eu)  
T +33 (0)1 44 58 97 97 • [info@delorsinstitute.eu](mailto:info@delorsinstitute.eu)

