

Discussion de « Unintended consequences of global derivatives market reform »

Conseil Scientifique AMF

Résumé

- Les dealers américains ont déplacé leurs positions sur les swaps de taux vers des filiales étrangères
 - Pour faire suite à l'adoption du Dodd-Frank Act (compensation centrale, etc.)
- Les positions restées aux Etats-Unis apparaissent plus risquées.

Statistiques descriptives

- Données utilisées sont passionnantes
 - Et ont été très peu utilisées à ce jour
- L'article gagnerait à les décrire davantage
 - Que sont ces filiales ? Où sont-elles situées?
 - Cela est important pour comprendre les données, mais aussi pour l'interprétation: ce n'est pas la même chose si elles sont à Londres ou aux îles Cayman

Positions spéculatives vs. teneur de marché

- 5 banques représentent 95% des positions
- C'est largement un artefact statistique
 - Somme des positions « ouvertes » (couverture + spéculation) et des positions prises en tant que teneur de marché (offre de liquidité)
 - Sur le montant total, les expositions prises en tant que teneur de marché sont très majoritaires
 - ... mais économiquement, ce sont les moins intéressantes, car elles ne se traduisent souvent pas par des positions nettes.
- Les positions « ouvertes » sont économiquement plus intéressantes
 - Et beaucoup moins concentrées dans les mains de quelques dealers
- Quel est le type de position qui a été déplacé vers l'étranger ?

Interprétation : quelle régulation ?

- Interprétation actuelle : les régulations des marchés de dérivés expliquent le déplacement des positions.
- Autre interprétation: contraintes en capital et ratio de levier
 - Le ratio de levier, qui est spécifique aux Etats-Unis, pénalise les activités qui créent des expositions brutes, quand bien même l'exposition après netting
 - C'est précisément le cas de l'offre de liquidité sur les marchés de dérivés
 - Note: c'est aussi la même chose sur le marché du repo
 - Si tel est le cas, l'effet documenté doit être plus important pour les activités de teneur de marché.
- Implications politiques: doit-on s'inquiéter ?
 - Cela dépend où vont ces positions. En Europe ? Ailleurs ?

Exploiter la cross-section ?

- Un autre moyen de déterminer de manière plus précise la régulation qui explique les résultats serait d'exploiter la cross-section
 - Cela suppose de collecter les données pour un plus grand nombre d'institutions. Est-ce possible ?
 - Toutes les institutions ne sont pas sujettes aux mêmes frictions.
 - Est-ce que les banques pour lesquelles la contrainte sur le levier est plus forte ont davantage déplacé leurs opérations ?

Conclusion

- Fait documenté est très intéressant et très crédible
- Nouvelles données qui mériteraient d'être davantage décrites : rien que pour ses vertus descriptives, le papier peut être passionnant
- Raffiner l'interprétation et la nature de la réglementation qui explique les faits stylisés
 - Très difficile, car de nombreuses réglementations sont entrées en vigueur au cours de cette période.