Mesure et gestion du risque de liquidité et de trésorerie

Chapitre 14 : Les pensions livrées et le financement



Jaouad Madkour

Faculté d'Économie et de Gestion de Tanger · 30 août 2026

Plan du chapitre

Avant de commencer

La mécanique d'un repo

Général ou spécifique

Le repo et la crise de 2008

Synthèse

Avant de commencer

Pourquoi ce chapitre ?

Le chapitre précédent a introduit la pension livrée comme l'une des grandes sources de financement de gros hors dépôts. Ce chapitre lui consacre un traitement approfondi, tant le rôle de cet instrument s'est révélé central — et sa fragilité, redoutable — lors de la crise financière de 2007-2009. Il détaille la mécanique d'une pension livrée, la distinction entre collatéral général et collatéral spécifique, le marché des taux « spéciaux », et referme le chapitre sur les cas de Bear Stearns et de Lehman Brothers, deux illustrations concrètes de la façon dont un financement en pension peut se retourner contre l'emprunteur.

La mécanique d’un repo

Un prêt garanti, structuré comme une double transaction

La pension livrée

Une **pension livrée** (repo) est un contrat par lequel un titre est cédé à un prix initial, avec l'engagement de racheter ce même titre à une date future et à un prix fixé d'avance. Économiquement, l'opération équivaut à un prêt garanti : le cédant emprunte des liquidités en mettant le titre en collatéral, tandis que le cessionnaire prête ces liquidités en échange d'un rendement — le taux repo — et d'une sûreté sur le titre transféré.

Deux usages symétriques

Les pensions livrées servent deux populations d'acteurs aux motivations opposées : les investisseurs disposant de liquidités excédentaires les emploient comme placement sûr et rémunéré à court terme, tandis que les détenteurs de titres — teneurs de marché, fonds à effet de levier — les utilisent pour financer une position longue ou pour emprunter un titre spécifique en vue d'une vente à découvert. Cette seconde motivation est au cœur de la distinction entre collatéral général et collatéral spécifique.

Général ou spécifique

Quand emprunter des liquidités devient emprunter un titre

Collatéral général (GC) et collatéral spécifique

Dans une transaction en **collatéral général** (general collateral, GC), l'emprunteur de liquidités peut livrer n'importe quel titre appartenant à une catégorie éligible convenue — l'opération est alors avant tout un prêt de trésorerie, au taux GC prévalant sur le marché. Dans une transaction en **collatéral spécifique**, le prêteur de liquidités exige la livraison d'un titre précis — typiquement l'émission la plus récente et la plus liquide d'un emprunt d'État — parce qu'il souhaite emprunter ce titre lui-même, par exemple pour le vendre à découvert ou couvrir une position.

Le marché des « spéciaux »

Lorsque la demande pour emprunter un titre donné est forte, son taux repo spécifique s'écarte à la baisse du taux GC — le titre est alors dit « spécial » (*trading special*) : l'emprunteur de liquidités qui détient ce titre accepte de payer un taux d'intérêt inférieur au marché en échange du privilège de fournir précisément ce collatéral recherché, réalisant ainsi un avantage de financement. Aux États-Unis, ce phénomène est particulièrement marqué pour l'émission la plus récente (*on-the-run*) d'un emprunt du Trésor à chaque point de la courbe, et son intensité suit un rythme régulier calé sur le cycle des adjudications du Trésor : le spécial se creuse à l'approche d'une nouvelle émission, puis s'atténue une fois celle-ci absorbée par le marché.

Le repo et la crise de 2008

Une source de financement stable en apparence, fragile en réalité

Le repo dans la hiérarchie des sources de financement

Toutes les sources de financement ne sont pas également stables en période de tension : le capital propre est la plus stable, car il n'impose aucune échéance de remboursement ; la dette de long terme suit, avec des échéances de paiement contractuelles mais éloignées ; le financement court terme non garanti — comme le papier commercial — est plus fragile, car il doit être renouvelé à intervalles rapprochés ; le financement en pension occupe une position intermédiaire, sa stabilité dépendant fortement de la qualité du collatéral apporté et de la confiance des prêteurs envers l'emprunteur.

Bear Stearns et Lehman Brothers : deux illustrations du risque de renouvellement

Dans les années précédant la crise, les courtiers-négociants ont massivement financé des collatéraux de qualité dégradée — obligations d'entreprise et titres adossés à des créances hypothécaires peu solides — à des taux et des décotes de collatéral (*haircuts*) anormalement bas. Lorsque la valeur de ces actifs s'est effondrée, les prêteurs en pension ont relevé leurs décotes ou refusé de renouveler leurs financements, précipitant la chute de Bear Stearns au printemps 2008, puis de Lehman Brothers à l'automne de la même année : ces établissements, structurellement dépendants du renouvellement quotidien de financements de gros à court terme, se sont retrouvés incapables de refinancer des positions par ailleurs solvables, illustrant concrètement le risque de financement déjà évoqué au

Synthèse

Ce qu'il faut retenir

Synthèse du chapitre

La pension livrée est à la fois l'un des instruments de financement garanti les plus utilisés et l'un des plus vulnérables au risque de renouvellement en période de tension : sa fonction économique varie selon qu'elle sert à emprunter des liquidités sur du collatéral général ou à emprunter un titre spécifique recherché par le marché, et son coût suit un rythme dicté par le cycle des adjudications de dette souveraine. Les épisodes de Bear Stearns et Lehman Brothers rappellent qu'un financement apparemment abondant et bon marché en temps normal peut se tarir brutalement lorsque la qualité perçue du collatéral ou de l'emprunteur se dégrade — une leçon qui motive directement la tarification interne du risque de liquidité, objet du chapitre suivant.