

Incidence potentielle de la réglementation financière sur le marché des sûretés

Jorge Cruz Lopez, Royce Mendes et Harri Vikstedt

Introduction

La crise financière de 2007-2009 a mis en évidence la nécessité de renforcer la résilience d'un certain nombre de marchés financiers. De fait, pendant la crise, les marchés des prêts non garantis et des produits dérivés de gré à gré en particulier se sont trouvés facilement paralysés ou vulnérables à des retraits massifs dans les institutions financières, ce qui a contribué à une détérioration de la liquidité et des conditions du crédit dans l'ensemble du système financier. Depuis 2009, les acteurs privés participant au marché s'appuient de manière croissante sur le nantissement pour couvrir leurs transactions financières (**Encadré 1**), en raison entre autres des nouvelles prescriptions réglementaires. Jusqu'à maintenant, les effets de cette évolution se sont surtout fait sentir dans le recul du recours au financement non garanti par rapport aux mécanismes de financement garanti tels que les opérations de pension et les obligations sécurisées.

De nouvelles règles ont pour but d'accroître l'utilisation de sûretés à l'appui de tout un éventail de transactions financières. Les éléments clés de ces réformes visent notamment à favoriser la compensation centralisée des dérivés de gré à gré standardisés et l'application de nouvelles exigences de dépôt de garantie initial dans le cas des contrats de dérivés de gré à gré non compensés par une contrepartie centrale. En outre, des règles sont à l'étude afin de limiter la réutilisation des sûretés dans certaines transactions et d'imposer une décote minimale sur les instruments mis en gage dans des opérations de pension¹.

Ce nouveau contexte réglementaire stimulera considérablement la demande d'actifs admissibles à titre de sûreté — en particulier les actifs liquides de haute qualité. Au même moment, les exigences de liquidité imposées aux banques aux termes de Bâle III pousseront également à la hausse la demande de ce type d'actifs². On estime que, ensemble, ces réformes donneront lieu à un surcroît de la demande d'actifs liquides de haute qualité allant de 2 à 4 billions de dollars É.-U. au cours d'une période de mise en place graduelle qui durera plusieurs années.

Dans le présent rapport, nous analysons l'incidence des nouvelles réglementations sur la demande et sur l'offre d'actifs pouvant être mis en garantie. Nous concluons qu'à cet égard, l'augmentation de la demande ne sera probablement pas importante comparativement à l'encours d'actifs admissibles, que ce soit à l'échelle mondiale ou nationale. Néanmoins, la transition vers un système financier qui fait une plus large place au nantissement pourrait avoir des implications non négligeables pour la stabilité financière, implications qui doivent être appréhendées et surveillées soigneusement.

Évolution de la demande et de l'offre

Les variations de la demande et de l'offre de sûretés peuvent être d'origine structurelle ou cyclique. Si la variation est d'origine structurelle, elle découle d'une modification persistante liée à des changements d'ordre réglementaire, opérationnel ou organisationnel sur les marchés. Par contre, si elle est d'origine cyclique, elle provient d'une modification transitoire dans la dynamique

¹ Les décotes appliquées aux sûretés sont fixées par les établissements qui reçoivent les actifs et permettent d'ajuster les prix pour tenir compte de la variation de la qualité du crédit, de la volatilité et de la liquidité des actifs mis en gage.

² On trouvera des précisions sur les normes de liquidité de Bâle III dans l'article intitulé « Le point sur les normes de liquidité de Bâle III », à la page 41 de la présente publication.

Encadré 1

Qu'est-ce qu'une sûreté?

Les participants au marché financier se servent habituellement des sûretés pour se protéger contre le risque de crédit, en particulier dans le cadre des prêts garantis, des opérations de pension et des transactions sur produits dérivés. Selon la nature de l'opération et du risque encouru, la sûreté peut être fournie sous diverses formes, entre autres des espèces ou des titres d'État liquides, des obligations de sociétés, des actions ou même de l'or. Les banques utilisent également des prêts inscrits à leur bilan, notamment des prêts hypothécaires pour garantir des obligations, ou encore des prêts aux entreprises pour se procurer des liquidités de banque centrale.

Le présent rapport examine deux types de sûreté, dont les définitions se recoupent en partie et qui déterminent les catégories d'actifs pouvant être fournis aux fins d'un large éventail de transactions. La première définition est fondée sur les pratiques du marché et admet les actifs financiers présentant un faible risque de défaut : les actifs de haute qualité. La seconde, qui découle de la réglementation financière, englobe les actifs liquides de haute qualité (les actifs de haute qualité formant alors une sous-catégorie considérée suffisamment liquide pour satisfaire aux exigences du ratio de liquidité à court terme de Bâle III).

Tableau 1 : Causes possibles d'une évolution de la demande et de l'offre de sûretés

	Changements touchant la demande		Changements touchant l'offre	
Causes structurelles	Règles de Bâle III (ratio de liquidité à court terme)	↑	Assouplissement des critères d'admissibilité des sûretés	↑
	Réforme du marché des dérivés de gré à gré	↑	Limites visant le renantissement et la réutilisation des sûretés	↓
	Gestion des réserves de change	↑	Besoins de financement à long terme des emprunteurs souverains	↑↓
	Plus grande transparence du marché	↓	Besoins de financement à long terme du secteur privé	↑
			Innovation financière (p. ex., transformation des sûretés)	↑
Causes cycliques (périodes de tension)	Augmentation de l'aversion pour le risque	↑	Augmentation du risque souverain	↓
	Augmentation du risque de crédit	↑	Diminution de la titrisation	↓
	Diminution de l'activité sur le marché monétaire non garanti	↑	Réaction de l'autorité budgétaire	↑
	Réaction de l'autorité monétaire (demande d'actifs de haute qualité)	↑	Réaction de l'autorité monétaire (offre d'actifs liquides de haute qualité)	↑

Nota : Les flèches ↑ (↓) représentent la hausse (baisse) attendue de l'offre ou de la demande.

des marchés, attribuable à des fluctuations du cycle économique, à une intervention temporaire des autorités monétaires ou budgétaires ou à une détérioration de la situation financière des États et des entreprises. Le **Tableau 1** présente une liste des sources de variation de la demande et de l'offre de sûretés et indique dans quel sens les effets attendus devraient se faire sentir.

Modification de la demande

La crise financière s'est accompagnée d'une contraction du financement non garanti, car de nombreuses institutions financières ont été forcées de mettre des actifs en gage pour se procurer sur les marchés des fonds en quantité suffisante. Pendant cette période, les investisseurs ont de plus en plus eu recours à cette pratique

afin de couvrir leurs expositions au risque de contrepartie, ce qui a eu pour effet net de faire grimper la demande de sûretés. Toutefois, dans la mesure où cette évolution est liée à des facteurs cycliques survenus pendant la crise, on s'attend à ce que ce mouvement s'inverse une fois que les variables macroéconomiques fondamentales s'amélioreront et que la confiance se raffermira sur les marchés.

La crise a tout de même fait apparaître des vulnérabilités structurelles au sein du système financier à travers l'assèchement de la liquidité de marché, qui a été provoqué en partie par les inquiétudes entourant la solvabilité des participants dans un contexte d'asymétrie d'information. Le vaste programme de réformes réglementaires mis en place à l'échelle mondiale en est le résultat. Deux

Encadré 2

Qu'entend-on par renantissement?

Le renantissement s'entend du droit d'un participant au marché de remettre en gage, de réaffecter ou d'investir les sûretés qu'il a reçues pour assurer la couverture d'une transaction financière. Le terme « réutilisation » (des sûretés) désigne aussi, plus largement, le renantissement de titres, mais assorti d'un transfert (provisoire) de propriété des actifs.

La possibilité de faire appel au renantissement pourrait réduire à la fois la demande globale de sûretés et les exigences de liquidité des opérateurs, puisque les actifs mis en gage pourraient de nouveau servir de sûreté à l'appui d'une

autre transaction. Cela pourrait faire baisser le coût de négociation et améliorer la liquidité de marché (Singh, 2011). Cependant, le renantissement pourrait également entraîner un accroissement du levier financier et de la procyclicité sur le marché, deux éléments susceptibles de miner la stabilité et la résilience du système financier. C'est pourquoi on envisage actuellement d'imposer certaines limites au renantissement dans le cadre des nouvelles réglementations¹.

1 Singh (2010 et 2011) analyse les effets de la crise financière sur le renantissement et la réutilisation de sûretés.

volets de ce programme devraient engendrer une hausse permanente de la demande de sûretés : la réforme du marché des dérivés de gré à gré mise en œuvre actuellement dans les pays du G20 et les exigences de liquidité plus strictes imposées par Bâle III³.

La réforme du marché des dérivés de gré à gré

Les pays du G20 se sont engagés à assurer la compensation centralisée des contrats de dérivés de gré à gré standardisés et à relever les exigences de fonds propres et de marge pour les contrats dont la compensation continuera d'être non centralisée (et ce, afin de fournir une incitation à l'appui de la standardisation et de la compensation centralisée de toutes les opérations sur dérivés bilatérales)⁴. Ils espèrent ainsi améliorer la transparence des marchés de dérivés du fait d'une plus grande normalisation des contrats et renforcer la stabilité et la résilience du système financier en réduisant le sous-nantissement, qui était endémique avant et pendant la crise financière (voir Cruz Lopez, à paraître).

On prévoit que les réformes donneront lieu à une augmentation permanente de la demande de sûretés, d'une part, en imposant un dépôt de garantie initial pour la plupart des opérations sur dérivés de gré à gré⁵ et,

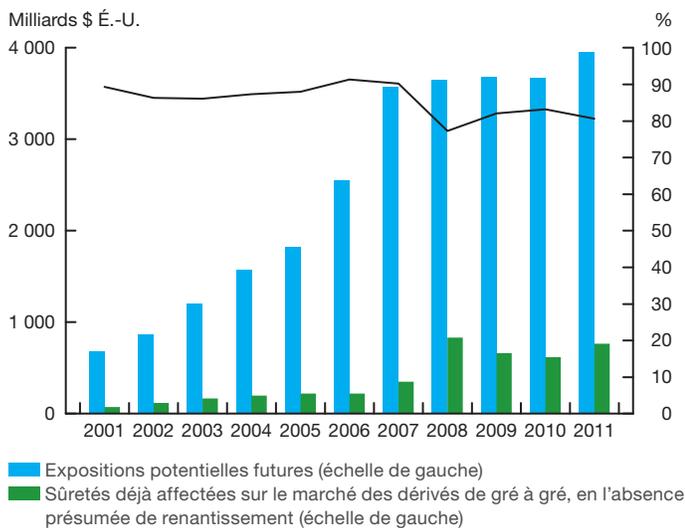
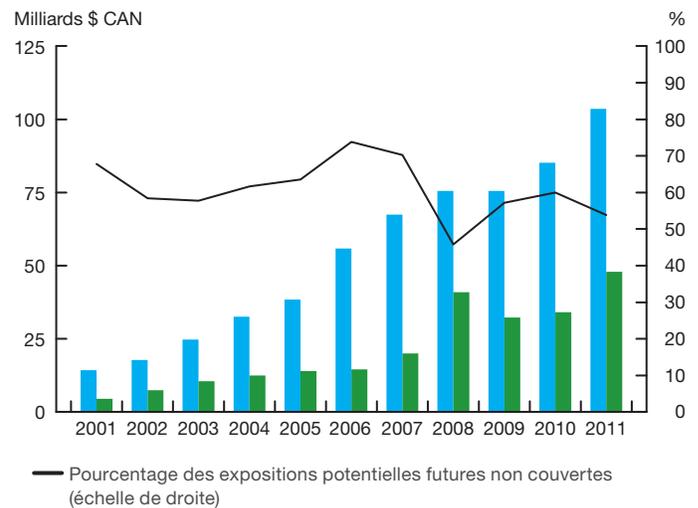
d'autre part, en limitant le renantissement (Encadré 2). En l'absence de données précises sur les opérations sur dérivés de gré à gré, il existe de nombreuses estimations de cette augmentation. Selon les études réalisées par la Banque des Règlements Internationaux (Heller et Vause, 2012) et le Fonds monétaire international (Singh, 2010), l'augmentation de la demande de sûretés liée au dépôt de garantie initial exigé pour la compensation centralisée des contrats de dérivés de gré à gré dans des conditions normales du marché pourrait se chiffrer entre 100 et 700 milliards de dollars É.-U. Dans leur étude d'impact quantitative (EIQ) de 2012, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB) et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) estiment que les exigences de dépôt de garantie initial pour les transactions qui continueront d'être compensées bilatéralement nécessiteront entre 0,7 billion et 1,7 billion d'euros au cours d'un calendrier de mise en œuvre de quatre ans. L'estimation minimum de 0,7 billion d'euros prend en compte un seuil d'exposition de 50 millions d'euros, proposé actuellement, en deçà duquel il ne serait pas obligatoire de fournir des sûretés (CBCB-OICV, 2012 et 2013).

Dans les conditions actuelles du marché, Cruz Lopez (à paraître) estime à environ 3 billions de dollars É.-U. le montant total des sûretés additionnelles (c'est-à-dire, le dépôt de garantie initial) qui serait nécessaire pour couvrir les expositions potentielles futures à l'échelle du globe, et ce, en l'absence de renantissement et toutes catégories d'actifs et de produits confondues (dérivés de gré à gré standardisés et non standardisés) (Graphique 1a). Au Canada, ce montant serait de 56 milliards de dollars CAN (Graphique 1b). L'estimation à l'échelle mondiale doit toutefois être considérée comme le montant maximum requis pour garantir l'ensemble des opérations effectuées sur le marché des dérivés de gré à gré, parce qu'elle prend en compte des produits auxquels la nouvelle réglementation pourrait ne pas s'appliquer. Elle s'en tient aux

3 Dans le présent rapport, nous examinons seulement les changements réglementaires susceptibles d'avoir une incidence directe sur les marchés canadiens.

4 Les exigences relatives au dépôt de garantie initial pour les contrats négociés à l'échelle bilatérale sont en voie d'être arrêtées, et les normes minimales que doivent respecter les contreparties centrales en matière de gestion des risques ont été annoncées. Pour un complément d'information, voir les *Principes pour les infrastructures de marchés financiers* (Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs, 2012).

5 Toutefois, la nouvelle réglementation pourrait entraîner une baisse du montant des sûretés nécessaires (par rapport à ce que requièrent les opérations non compensées par une contrepartie centrale) puisque le recours à une contrepartie centrale pour les contrats standardisés permet de compenser plus efficacement les expositions au risque de crédit.

Graphiques 1a et 1b : Expositions potentielles futures et actifs mis en gage actuellement sur le marché des dérivés de gré à gré**a. Marché mondial****b. Marché canadien**

Nota : Dans les graphiques 1a et 1b, les lignes noires représentent le pourcentage des expositions potentielles futures qui ne seraient pas couvertes si la totalité des sûretés déjà affectées sur le marché des dérivés de gré à gré servaient de dépôt de garantie initial. Ce pourcentage donne ainsi une estimation du supplément de sûretés qui seraient requises au titre du dépôt de garantie initial si l'encours des positions sur ce marché était compensé par une contrepartie centrale. Dans le cas d'une opération sur dérivés de gré à gré, l'exposition potentielle future correspond à la perte maximale, en dollars, qu'un investisseur pourrait subir relativement à ses positions sur le marché au cours d'une période prédéterminée (habituellement les cinq à dix prochains jours), compte tenu d'une série de scénarios ou de distributions. Dans le contexte de la compensation centralisée, les expositions potentielles futures sont établies au moyen d'une analyse de scénarios, et un dépôt de garantie initial d'un montant équivalent est versé à la chambre de compensation pour la protéger contre des pertes éventuelles.

Sources : Cruz Lopez (à paraître), BRI (2012a et 2012b), ISDA (2012) ainsi que, pour le Graphique 1b, BSIF (2012)

Dernière observation : 2011

accords de compensation en place et n'intègre pas les avantages supplémentaires que procure la compensation par contrepartie centrale. Ces travaux montrent aussi que, comparativement à leurs homologues dans le reste du monde, les banques canadiennes garantissent depuis longtemps un plus gros pourcentage de leurs expositions et sont par conséquent dans une position relativement avantageuse pour se conformer à la réglementation sur les dérivés de gré à gré qui entrera bientôt en vigueur⁶.

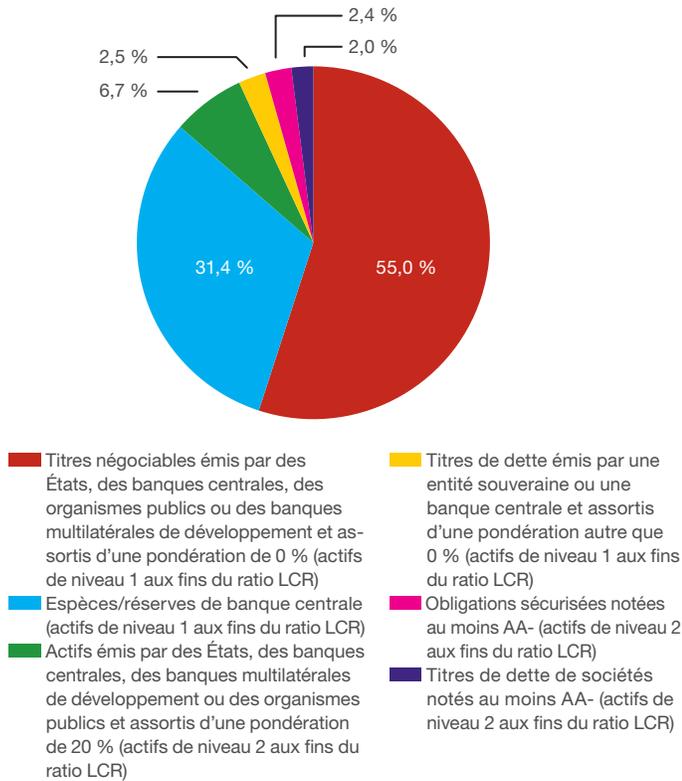
Exigences de Bâle III en matière de liquidité

Le ratio de liquidité à court terme mis en place par Bâle III vise à faire en sorte que les banques disposent de suffisamment d'actifs liquides de haute qualité pour couvrir leurs besoins pendant une période de tensions qui durerait trente jours. La mise en œuvre du ratio entraînera une augmentation structurelle permanente de la demande de ces actifs. Dans son étude d'impact quantitative de 2010, le Comité de Bâle estime l'augmentation de la demande d'actifs liquides de haute qualité induite par l'application du ratio à 1,8 billion d'euros — soit environ 3 % de l'encours des actifs détenus par les banques examinées dans l'étude

(voir aussi CBCB, 2010b et 2012a). Il faut toutefois savoir que cette estimation indique dans quel sens le ratio devrait influencer sur la demande de sûretés, mais qu'elle pourrait être largement supérieure au montant supplémentaire effectivement nécessaire pour respecter la norme. Il y a au moins trois raisons à cela. Premièrement, les révisions apportées à la définition du ratio depuis l'étude de 2010 donneront vraisemblablement lieu à une modération de la hausse estimative de la demande d'actifs liquides de haute qualité. Deuxièmement, les banques d'envergure mondiale détiennent déjà de gros montants de sûretés composées en grande partie de titres d'État négociables (Graphique 2). Or, comme ces portefeuilles d'actifs ne sont pas également répartis entre les différentes banques, les besoins en matière d'actifs liquides de haute qualité dont fait état le Comité présentent un biais potentiel à la hausse; en particulier, à mesure que les sûretés deviendront relativement rares, leur prix devrait augmenter, de sorte que les banques affichant actuellement un solde excédentaire seront incitées à négocier ou à échanger ces actifs avec celles qui n'en ont pas suffisamment. Troisièmement, pour rehausser leur ratio de liquidité à court terme, les banques peuvent soit raccourcir la durée de leurs actifs (prêts) soit allonger celle de leurs passifs (financement). Dans la mesure où elles recourront à l'une ou l'autre de ces solutions, le montant additionnel d'actifs liquides de haute qualité requis pourrait être plus bas.

⁶ Les estimations avancées dans les études mentionnées dans la présente section sont statiques et très tributaires des hypothèses (p. ex., en ce qui concerne les conditions sur le marché, la structure du marché et le comportement des investisseurs après la mise en œuvre des nouvelles réglementations). Elles sont aussi très dépendantes des méthodes de calcul utilisées.

Graphique 2 : Composition des portefeuilles d'actifs liquides de haute qualité des banques internationales



Nota : Ratio LCR = ratio de liquidité à court terme mis en place dans le cadre de Bâle III

Source : CBCB (2012b)

Si l'on pose pour hypothèses, d'une part, qu'un seuil d'exposition de 50 millions d'euros est adopté, en-deçà duquel aucun dépôt de garantie initial n'est exigé pour les contrats dérivés non compensés par une contrepartie centrale, et, d'autre part, que les dérivés de change négociés de gré à gré ne sont visés par aucune exigence de marge initiale, nous estimons que le montant supplémentaire de sûretés lié à la réforme du marché des dérivés de gré à gré et à l'instauration du ratio de liquidité à court terme pourrait être de 2 à 4 billions de dollars américains⁷.

⁷ Pour estimer la limite supérieure (inférieure) de la demande de sûretés, nous additionnons 1,8 billion d'euros (900 milliards), qui correspondent au ratio de liquidité à court terme, 700 milliards de dollars É.-U. (100 milliards), qui correspondent au dépôt de garantie initial exigé pour les dérivés de gré à gré dont la compensation est centralisée, et 700 milliards d'euros, auxquels se chiffre le dépôt de garantie initial requis pour les transactions dont la compensation demeurera non centralisée. L'estimation de 900 milliards d'euros au titre du ratio de liquidité à court terme a été obtenue en supposant que les changements apportés aux règles relatives au ratio depuis l'EIQ de 2010 réduiraient de moitié le montant des premières estimations du CBCB (2010a). Tous les autres chiffres correspondent aux estimations maximales et minimales indiquées dans la section précédente. Pour nos calculs, nous avons utilisé un taux de change de 1,30 \$ É.-U./€.

Réserves de change et politique de la banque centrale

Au cours des dernières années, le secteur public a également été demandeur d'actifs liquides de haute qualité aux fins de la gestion des réserves de change. Selon un rapport du Comité sur le système financier mondial (2013), l'encours des réserves de change est passé de 6,7 billions de dollars É.-U. à 10,5 billions entre la fin de 2007 et le deuxième trimestre de 2012. L'essentiel de la demande porte sur les titres de dette souveraine les mieux notés et émane des pays émergents. Par exemple, la proportion des titres de dette du gouvernement canadien détenus par des non-résidents a augmenté régulièrement, passant de 14,6 % en 2006 à 25,2 % en 2012, surtout en raison de la diversification des actifs qui composent les réserves. Même si son rythme de croissance s'est modéré, la demande étrangère d'actifs liquides de haute qualité pourrait se maintenir, au moins jusqu'à ce que les pays en développement puissent produire des actifs liquides de haute qualité en quantité suffisante pour satisfaire aux besoins de leur système financier (Fonds monétaire international, 2012).

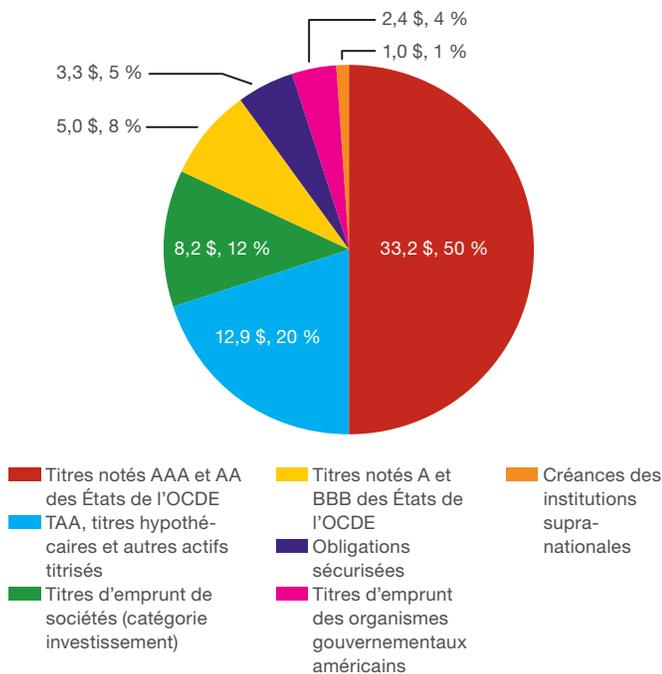
L'expansion considérable du bilan de certaines banques centrales a avivé les discussions autour de l'incidence que les mesures de politique monétaire non traditionnelles en place ont sur la demande de sûretés. Or, les banques centrales qui appliquent ces mesures mettent effectivement à la disposition des participants au marché un supplément d'actifs liquides de haute qualité (y compris des espèces) contre des actifs de haute qualité qu'elles acquièrent en élargissant les critères d'admissibilité en matière de sûretés, ainsi qu'en souscrivant d'autres engagements (réserves excédentaires) par des achats non stérilisés d'actifs.

Modification de l'offre

Les sûretés peuvent être fournies par des entités publiques ou privées. Le **Graphique 3** et le **Graphique 4** détaillent l'encours des titres à revenu fixe susceptibles d'être affectés en garantie à l'étranger et au Canada. Les titres bien notés des émetteurs souverains (AAA et AA) forment la plus grande source de sûretés. Viennent ensuite, par le processus de titrisation, les titres du secteur privé, notamment les titres adossés à des actifs et les titres hypothécaires. Les obligations bien notées émises par les sociétés privées représentent moins de 20 % des sûretés et les obligations sécurisées environ 5 % au maximum, aussi bien dans le monde qu'au Canada. Les actions, dont la capitalisation boursière à l'échelle mondiale dépasse aujourd'hui 55 billions de dollars É.-U., constituent une autre source potentielle de sûretés.

Graphique 3 : Encours des titres susceptibles de servir de sûretés dans le monde

Billions de dollars É.-U. et pourcentage du total



Nota : Dates : 2011T2 pour les données sur les titres d'emprunt d'État et de sociétés; fin de 2011 pour les créances des institutions supranationales et l'or; fin de 2010 pour les obligations sécurisées; 2011T3 pour les créances titrisées et les titres d'emprunt des organismes gouvernementaux américains; TAA = titres adossés à des actifs; OCDE = Organisation de coopération et de développement économiques

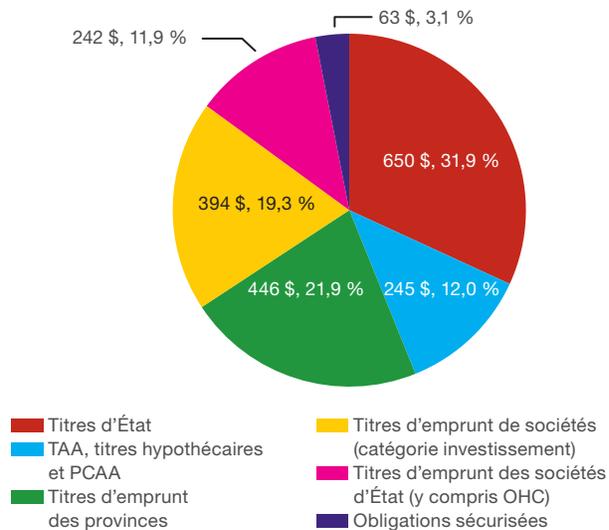
Source : Fonds monétaire international

Toutes choses égales par ailleurs, la dégradation récente de la note de certains États, en particulier européens, alliée à la baisse marquée des émissions d'actifs titrisés aux États-Unis, a tendance à faire baisser l'offre de sûretés. Toutefois, les émissions de titres par des emprunteurs souverains encore bien notés ont, dans l'ensemble, plus que compensé la chute de l'offre provoquée par le déclassement de pays relativement importants comme l'Italie et l'Espagne (Graphique 5).

L'accroissement de la demande de sûretés, estimé au maximum à 4 billions de dollars É.-U. (voir la section précédente), ne représente qu'une petite fraction du montant des actifs actuellement admissibles à cette fin (Graphique 3). Par comparaison, les titres de dette souveraine des États-Unis et du Japon ont fait augmenter l'encours des sûretés de 11 billions de dollars É.-U. depuis 2007 (Graphique 5). Les participants au marché ont, de plus, souvent la possibilité d'utiliser des espèces pour garantir des transactions sur les produits dérivés, ce qui accroît l'encours des sûretés disponibles. Par ailleurs, étant donné que les nouvelles réglementations seront mises en œuvre par étapes, sur plusieurs années,

Graphique 4 : Encours des actifs de haute qualité négociables au Canada

Milliards de dollars canadiens et pourcentage du total (données ne portant que sur les titres libellés en dollars canadiens)

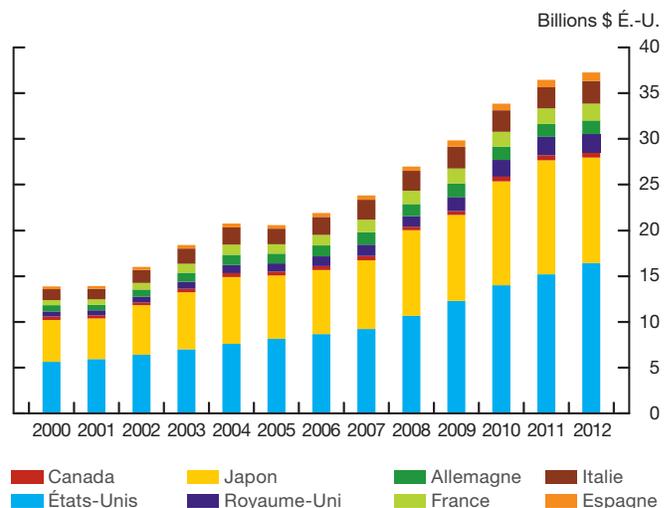


Nota : Dates : mars 2013 pour les données sur les titres d'emprunt d'État et de sociétés; janvier 2013 pour les obligations sécurisées; mars 2012 pour les titres d'emprunt des sociétés d'État; décembre 2012 pour les TAA, les titres hypothécaires et le PCAA (les titres hypothécaires englobent les titres hypothécaires garantis en vertu de la *Loi nationale sur l'habitation* qui ne sont pas pris en compte dans les OHC); TAA = titres adossés à des actifs; PCAA = papier commercial adossé à des actifs; OHC = Obligations hypothécaires du Canada

Sources : Statistique Canada, Banque du Canada, Bank of America Merrill Lynch, DBRS et ministère des Finances

Graphique 5 : Encours des titres d'emprunt d'État

Billions de dollars É.-U., données annuelles



Sources : Trésor américain, Statistique Canada, Eurostat, Deutsche Bundesbank, Agence France Trésor, Banque d'Italie, Banque d'Espagne et Haver Analytics Dernière observation : décembre 2012

leur incidence sur la demande sera graduelle, ce qui atténuera le risque de perturbations subites des marchés. Cette application progressive permettra aussi aux autorités de réglementation d'assurer le suivi de l'adoption des nouvelles règles.

En outre, de l'avis général, l'offre d'actifs liquides de haute qualité devrait continuer à augmenter dans un avenir prévisible et ainsi contrebalancer d'autres hausses de la demande. Le FMI (2012) prévoit par exemple que l'encours des titres de dette souveraine des économies avancées grimpera de 2 billions de dollars É.-U. d'ici 2016. D'après Singh (2013), les émissions nettes de titres de dette par les États et les entreprises jouissant d'une note AAA ou AA fourniront un apport annuel d'environ 1 billion de dollars É.-U. sur le marché; Levels et Capel (2012), de la banque centrale des Pays-Bas, estiment pour leur part que l'offre de sûretés de haute qualité progressera de 1 billion de dollars É.-U. au sein de la zone euro entre 2012 et la fin de 2013⁸.

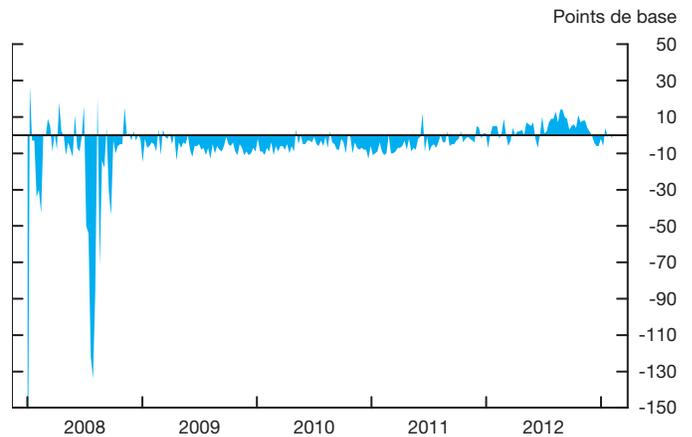
Déséquilibres potentiels de l'offre et de la demande

Globalement, à l'échelle internationale, la croissance estimée de la demande de sûretés est beaucoup moins importante que l'offre potentielle. S'il est vrai que des événements particuliers peuvent causer un déséquilibre temporaire de l'offre et de la demande dans certains marchés, nous nous attendons à ce que tout écart persistant soit corrigé à terme par des ajustements endogènes de marché. L'important est de faire la distinction entre rareté relative et pénurie. Des hausses de la demande ou des contractions de l'offre, qu'elles soient structurelles ou cycliques, peuvent induire une rareté relative des sûretés, c'est-à-dire un déséquilibre provisoire de l'offre et de la demande. Toutefois, tant que leur fonctionnement n'est pas entravé, les marchés devraient pouvoir réaffecter avec efficacité des ressources peu abondantes, y compris les sûretés, par le jeu de la variation des prix. Par conséquent, seules des carences dans les mécanismes de prix peuvent donner lieu à de vraies pénuries; or, rien n'indique qu'il existe un dysfonctionnement des prix ou des frictions systématiques empêchant l'offre et la demande de s'équilibrer dans la plupart des économies développées (Gourinchas et Jeanne, 2012; Cœuré, 2012).

Lorsque les ajustements de marché se produisent brutalement, ils peuvent cependant engendrer des inquiétudes. Par exemple, pendant la faillite de Lehman Brothers en 2008, la montée du risque de crédit et de l'aversion pour le risque a provoqué une poussée des

Graphique 6 : Hausse relative du prix des sûretés pendant la crise financière de 2007-2009

Écart entre le taux des opérations de pension à un jour du Trésor américain et le taux effectif des fonds fédéraux, données hebdomadaires

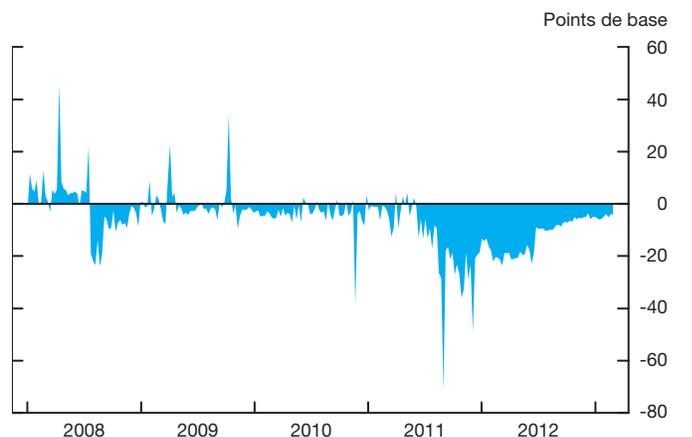


Source : Bloomberg

Dernière observation : 8 mars 2013

Graphique 7 : Hausse relative du prix des sûretés pendant la crise de la dette souveraine en Europe

Écart entre le taux des opérations de pension publié par la Fédération bancaire européenne et le taux européen moyen pondéré au jour le jour, données hebdomadaires



Source : Bloomberg

Dernière observation : 8 mars 2013

prix des titres du Trésor américain servant de sûretés (Graphique 6). Un mouvement similaire peut s'observer en Europe dans le contexte de la crise de la dette souveraine, à partir de l'été 2011 (Graphique 7). En pareilles circonstances, les autorités de réglementation et les acteurs de marché disposent d'outils pour aplanir la transition vers un nouveau point d'équilibre. Ainsi, lors de ces deux événements, les banques centrales ont élargi leurs critères d'admissibilité applicables aux sûretés afin de limiter le risque de liquidité associé à certains actifs et d'augmenter la quantité d'actifs acceptés comme sûretés de premier ordre de la part

⁸ Levels et Capel (2012) considèrent que les actifs notés BBB- et au-dessus sont des sûretés de haute qualité. Pour elles, « le montant des actifs de haute qualité augmentera de 488 milliards d'euros en 2012 et de 304 milliards d'euros en 2013 » dans la zone euro. En se fondant sur un taux de change de 1,30 \$ É.-U./€, on obtient une hausse d'environ 1 billion de dollars É.-U.

des intervenants de marché et entre eux⁹. Il est attendu des institutions privées qu'elles remplissent un rôle analogue à celui des banques centrales lorsque ces dernières se désengageront de leurs mesures non traditionnelles. Il est possible, par exemple, que les dispositions plus strictes des nouvelles réglementations incitent les contreparties centrales à assouplir prudemment les critères d'admissibilité qu'elles appliquent aux sûretés¹⁰. Par ailleurs, les institutions qui ont accès à des actifs liquides de haute qualité non grevés pourraient fournir des services de transformation de sûretés pour répondre aux besoins d'investisseurs confrontés à une insuffisance de sûretés. Les grands détenteurs de titres d'emprunt d'État, notamment les fonds souverains, et les institutions qui ont d'importantes réserves de change peuvent également favoriser l'efficacité des marchés financiers en accroissant leurs opérations de prêt de titres si certaines sûretés en particulier viennent à manquer.

Enfin, du fait de la hausse de la valeur des sûretés, les établissements financiers sont incités à gérer leurs sûretés plus efficacement. La hausse perçue de la valeur relative des actifs de nantissement depuis 2007, par exemple, a conduit un nombre croissant d'établissements à adopter des systèmes de gestion des sûretés à l'échelle de leur entreprise pour utiliser au mieux ce type d'actif. Ces changements ont contribué à réduire les pressions exercées par l'augmentation de la demande et à libérer des sûretés auparavant rattachées à des opérations relativement inefficaces. Nous prévoyons que cette tendance se poursuivra et qu'elle permettra un emploi optimal des sûretés.

Conséquences pour la stabilité financière

Bien que les déséquilibres potentiels de l'offre et de la demande de sûretés décrits précédemment semblent maîtrisables au vu des projections actuelles, il convient de faire état de certaines répercussions du passage à un système financier où le nantissement occupe une place de plus en plus importante.

Tout d'abord, les exigences supplémentaires instaurées par les nouvelles réglementations en ce qui concerne les volants de liquidités et les sûretés sont censées renforcer la résilience des marchés financiers en diminuant les risques de liquidité et de crédit ainsi que le risque systémique. Cela devrait diminuer la probabilité de reports déstabilisants vers des valeurs sûres et de réaménagements abrupts et de grande ampleur au détriment du financement non garanti et au profit du financement garanti; ainsi, l'adoption des nouvelles politiques devrait réduire la procyclicité causée par des pénuries de liquidité et des incidents de crédit¹¹.

Pendant les périodes d'extrême tension financière, l'accroissement relatif du volume d'actifs grevés que cause le nouveau cadre réglementaire peut toutefois amplifier une partie des effets négatifs des changements dans les prix des sûretés et les règles en matière de décote. Un recul des prix ou une hausse des décotes (découlant, par exemple, de la dégradation d'une notation, de la montée de l'aversion pour le risque et de la volatilité ou encore de la contraction de l'activité économique réelle) pourrait amener les intervenants à avoir besoin d'actifs supplémentaires pour répondre aux appels de marge ou reconstituer des volants de liquidités (Gorton, 2009). Des événements analogues peuvent également déclencher une cascade d'appels de marge, c'est-à-dire une situation où, dans le but de donner suite à des appels de marge, des établissements financiers cèdent une partie de leurs actifs et induisent ainsi d'autres replis des prix, eux-mêmes susceptibles de donner lieu à de nouveaux appels de marge (Brunnermeier et Pedersen, 2009). L'adoption de nouveaux volants de liquidités réduira toutefois le risque de matérialisation de ces cascades. En outre, la promotion de l'application de décotes d'un montant minimum tout au long du cycle rendrait beaucoup moins probable la variation brutale du montant des décotes (Comité sur le système financier mondial, 2010).

L'augmentation de la demande de sûretés liée à l'application des réglementations pourrait aussi modifier l'évaluation du prix relatif des actifs. Plus précisément, la prime exigée pour les actifs généralement admissibles (actifs les mieux notés) pourrait être plus élevée en période de turbulence financière, quand les sûretés sont le plus demandées, comme durant la crise financière. Cette segmentation des prix selon l'admissibilité des sûretés risque de créer des effets de seuil pour les actifs admissibles situés à la lisière de l'admissibilité, qui deviennent, ou pourraient devenir, non admissibles après une baisse de leur qualité de crédit (FMI, 2012).

⁹ Pendant la crise financière, des banques centrales ont également autorisé les intervenants à emprunter des titres liquides (actifs liquides de haute qualité) contre des sûretés admissibles mais potentiellement moins liquides (actifs de haute qualité). Par exemple, la Réserve fédérale a lancé un dispositif de prêt de titres — Term Securities Lending Facility (TSLF) — en mars 2008 afin de fournir des apports de liquidité sur le marché des titres du Trésor américain et d'autres marchés où des actifs sont utilisés en nantissement. Grâce à la TSLF, les intervenants pouvaient, en contrepartie de sûretés admissibles, emprunter pour une durée d'un mois des titres du Trésor américain détenus par le System Open Market Account. Les prêts étaient attribués dans le cadre d'adjudications hebdomadaires. La Réserve fédérale a mis fin au dispositif en février 2010.

¹⁰ Aux États-Unis, par exemple, la Bourse de Chicago a assoupli ses critères d'admissibilité en la matière pour inclure les obligations de sociétés avec une décote de 20 %.

¹¹ Dans ce cas, la procyclicité désigne les oscillations fréquentes et importantes de l'activité financière capables de provoquer ou d'aggraver une contraction de l'économie réelle.

Ces risques devraient toutefois être atténués par des politiques bien adaptées en matière de sûretés et par des décotes adéquates.

Dernier point, les réactions du marché à une hausse de la valeur relative des sûretés pourraient produire des externalités (Lawton, 2012). À titre d'illustration, le Conseil de stabilité financière (CSF) soulignait récemment que les participants au marché recouraient de plus en plus à des services de transformation de sûretés pour pallier les répercussions de la rareté de ces actifs (CSF, 2013)¹². Bien que ce genre de réponse puisse aider à atténuer l'effet d'un changement structurel de la demande de sûretés, ces services pourraient tout de même, s'ils ne sont pas gérés avec prudence, avoir des conséquences inattendues. La transformation des sûretés pourrait renforcer l'interconnexion des institutions financières et la complexité des marchés financiers, deux aspects susceptibles de compliquer, pour les investisseurs et les autorités réglementaires, la surveillance de certaines vulnérabilités. De plus, ces services pourraient concentrer le risque de contrepartie sur un petit nombre de grandes institutions financières (Financial Services Authority, 2012). Quoi qu'il en soit, à l'heure actuelle, la transformation des sûretés n'est pas suffisamment répandue et n'occupe pas une place assez importante pour être préoccupante du point de vue de la stabilité financière (Stein, 2013), et l'essentiel pour le moment devrait être d'en suivre l'évolution (CSF, 2013). Enfin, tout accroissement du degré d'interconnexion qui découle de la transformation de sûretés est à replacer dans le contexte d'un recul probablement bien plus marqué de

l'interconnexion, auquel devrait conduire, par exemple, une implantation beaucoup plus grande de la compensation par contrepartie centrale.

Conclusion

Deux crises récentes, la crise financière et la crise de la dette souveraine, ont montré qu'il était nécessaire d'apporter une réponse réglementaire aux faiblesses du système financier mondial. Quelques-uns de ces changements feront grossir la demande structurelle de sûretés, mais, de l'avis général, cette augmentation ne devrait pas entraîner de pénuries de grande ampleur. Quatre raisons au moins sont avancées : en premier lieu, l'ajustement des prix corrigera tout déséquilibre de la demande et de l'offre et incitera les acteurs de marché à réaffecter les sûretés avec efficacité pour combler leurs besoins respectifs. Ensuite, on s'attend à ce que les hausses récentes et à venir de l'encours des actifs liquides de haute qualité permettent de satisfaire en grande partie, sinon en totalité, au surcroît de demande prévu. Troisièmement, le calendrier pluriannuel de mise en œuvre des nouvelles réglementations devrait permettre d'éviter tout changement brusque dans le prix des sûretés ou les pratiques des intervenants de marché. Enfin, les autorités réglementaires et les participants au marché devraient être en mesure d'assouplir les critères d'admissibilité des sûretés en fonction des risques, ou d'offrir des services de transformation fondés sur une approche prudente, de façon à élargir l'éventail des actifs jugés sûrs ou à favoriser une allocation efficace des sûretés entre les participants.

Les autorités devraient cependant surveiller étroitement la transition vers un système financier où l'usage de sûretés sera plus présent, afin de pouvoir évaluer et atténuer les risques causés par les réactions du secteur privé devant l'éventualité d'une rareté des sûretés.

¹² Ces services reposent sur un rehaussement qui s'opère en échangeant des actifs qui ne peuvent être admis en garantie contre des actifs admissibles (ou des espèces). Ces services s'apparentent à des prêts de titres et à des opérations de pension.

Bibliographie

Banque des Règlements Internationaux (BRI) (2012a). *Statistical Release: OTC Derivatives Statistics at End-December 2011*.

——— (2012b). *Statistical Release: OTC Derivatives Statistics at End-June 2012*.

Brunnermeier, M. K., et L. H. Pedersen (2009). « Market Liquidity and Funding Liquidity », *The Review of Financial Studies*, vol. 22, n° 6, p. 2201-2238.

Bureau du surintendant des institutions financières Canada (BSIF) (2012). *Données financières des banques*, tirées du site à l'adresse http://www.osfi-bsif.gc.ca/osfi/index_f.aspx?ArticleID=554, 12 novembre.

Cœuré, B. (2012). *Collateral Scarcity – A Gone or Going Concern?*, discours prononcé dans le cadre du séminaire conjoint des banques centrales sur les garanties et les liquidités tenu à Amsterdam, 1^{er} octobre.

- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB) (2010a). *Results of the Comprehensive Quantitative Impact Study*.
- (2010b). *Bâle III : dispositif international de mesure, normalisation et surveillance du risque de liquidité*, document de consultation.
- (2012a). *Results of the Basel III Monitoring Exercise as of 30 June 2011*.
- (2012b). *Results of the Basel III Monitoring Exercise as of 31 December 2011*.
- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et Conseil de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (CBCB-OICV) (2012). *Margin Requirements for Non-Centrally-Cleared Derivatives*, document de consultation.
- (2013). *Margin Requirements for Non-Centrally-Cleared Derivatives*, deuxième document de consultation.
- Comité sur le système financier mondial (2010). *The Role of Margin Requirements and Haircuts in Procyclicality*, coll. « CGFS Papers », n° 36.
- (2013). *Asset Encumbrance, Financial Reform and the Demand for Collateral Assets*, coll. « CGFS Papers », n° 49.
- Comité sur les systèmes de paiement et de règlement et Comité technique de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (2012). *Principes pour les infrastructures de marchés financiers*.
- Conseil de stabilité financière (CSF) (2013). *Meeting of the Financial Stability Board in Zurich on 28 January*, communiqué.
- Cruz Lopez, J. A. (à paraître). *Mind the Gap: Under-Collateralization in the Global and Canadian OTCD Markets*, document d'analyse, Banque du Canada.
- Financial Services Authority (2012). *Collateral Upgrade Transactions (Includes Liquidity Swaps)*, rapport consultatif, coll. « Finalised Guidance », n° FG12/06.
- Fonds monétaire international (FMI) (2012). « Safe Assets: Financial System Cornerstone? », *Global Financial Stability Report: The Quest for Financial Stability*, chapitre 3, p. 81-122.
- Gorton, G. B. (2009). « Information, Liquidity and the (Ongoing) Panic of 2007 », *The American Economic Review*, vol. 99, n° 2, p. 567-572.
- Gourinchas, P.-O., et O. Jeanne (2012). *Global Safe Assets*, Université de la Californie et Université Johns Hopkins. Manuscrit.
- Heller, D., et N. Vause (2012). *Collateral Requirements for Mandatory Central Clearing of Over-the-Counter Derivatives*, document de travail n° 373, Banque des Règlements Internationaux.
- International Swaps and Derivatives Association, Inc. (ISDA) (2012). *ISDA Margin Survey 2012*. Internet : <http://www2.isda.org/functional-areas/research/surveys/margin-surveys/>.
- Lawton, D. (2012). *EMIR: The Bigger Picture and Looking Forward*, discours prononcé dans le cadre du congrès Tradetech, 22 novembre.
- Levels, A., et J. Capel (2012). « Is Collateral Becoming Scarce? Evidence for the Euro Area », *The Journal of Financial Market Infrastructures*, vol. 1, n° 1, p. 29-53.
- Singh, M. (2010). *Collateral, Netting and Systemic Risk in the OTC Derivatives Market*, document de travail n° WP/10/99, Fonds monétaire international.
- (2011). *Velocity of Pledged Collateral: Analysis and Implications*, document de travail n° WP/11/256, Fonds monétaire international.
- (2013). *The Changing Collateral Space*, document de travail n° WP/13/25, Fonds monétaire international.
- Stein, J. C. (2013). *Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement, and Policy Responses*, discours prononcé dans le cadre du symposium de recherche organisé par la Banque fédérale de réserve de St. Louis, 7 février.