

# La procyclicité et les marges prescrites

Nadja Kamhi

Le présent article explore la mesure dans laquelle les marges prescrites sont une source de procyclicité. On entend par marge le pourcentage du total de l'actif acheté à crédit que représentent les valeurs (les liquidités) déposées. On emploie parfois également le terme de « décote » pour désigner la diminution en pourcentage de la valeur de la garantie qui détermine le montant d'un prêt (le crédit). La marge et la décote présentent la caractéristique commune d'établir l'effet de levier maximal. Plus la marge ou la décote est élevée, moins l'effet de levier est important. C'est le terme de « marge » que nous avons privilégié dans le présent article. Les règles qui précisent des marges prescrites inférieures en période d'expansion (marchés liquides et faible volatilité) et des marges plus élevées en période de ralentissement (marchés illiquides et forte volatilité) encouragent les comportements procycliques. Une définition et des explications plus détaillées des effets de la procyclicité sur les cours du marché figurent à la page 35.

Des marges prescrites entrent en jeu dans un grand nombre d'opérations financières, notamment celles qui sont exécutées par les chambres de compensation et les marchés à terme, ainsi que les opérations de pension et de prêt de titres. Dans le présent article, nous examinons les marges prescrites dans le contexte canadien quant à leur incidence sur les comptes sur marge et les exigences de fonds propres à l'égard des positions pour compte propre des courtiers en valeurs mobilières. Nous commençons par un tour d'horizon des règles pertinentes, puis examinons les aspects procycliques de celles-ci, avant de conclure sur quelques recommandations.

## RÈGLES APPLICABLES AUX COMPTES SUR MARGE ET AUX POSITIONS POUR COMPTE PROPRE

Les règles régissant les comptes sur marge administrés par des courtiers en valeurs mobilières sont établies par l'Organisme canadien de réglementation du commerce des valeurs mobilières (OCRCVM) et sont regroupées dans la Règle 100 des courtiers membres<sup>1</sup>. Celle-ci s'applique de façon générale aux parties qui ne sont pas considérées comme des « contreparties agréées » ni des « institutions agréées » et sont par conséquent classées dans la catégorie « Autres »<sup>2</sup>. Entrent notamment dans cette catégorie les investisseurs particuliers, les sociétés financières non réglementées, les sociétés ayant une valeur nette inférieure à 75 millions de dollars et les sociétés de fiducie ou les sociétés fermées ayant un actif net de moins de 100 millions de dollars. Les parties « agréées » étant, dans la plupart des cas, non assujetties aux règles de marge minimale imposées par l'OCRCVM, la marge prescrite est laissée à l'entière discrétion du courtier. L'OCRCVM revoit actuellement cette exemption.

Les courtiers en valeurs mobilières sont tenus de conserver un capital réglementaire à l'égard de leurs positions pour compte propre qui est calculé également selon les règles de couverture décrites à la Règle 100. Tant dans le cas des comptes sur marge que dans celui du capital réglementaire, ces règles visent à fixer les taux de couverture à des niveaux qui tiennent compte de façon appropriée de l'exposition au risque de marché. Une description générale

- 1 Cette règle s'applique à un éventail beaucoup plus vaste d'instruments financiers et, en combinaison avec d'autres règles, à des types de situations plus variées que ne l'envisage le présent article.
- 2 Les définitions d'une contrepartie agréée et d'une institution agréée figurent dans les Directives générales et définitions applicables au Formulaire 1 de l'OCRCVM, documents qu'on peut consulter dans le site Web de l'organisme.

de ces règles en rapport avec les titres à revenu fixe et les titres de participation suit.

## TITRES À REVENU FIXE

Les marges prescrites pour les obligations, les débetures, les bons du Trésor et les billets sont généralement plus élevées pour les titres ayant une échéance éloignée et une cote faible, ainsi que pour des positions non couvertes. Par exemple, la marge prescrite à l'égard d'une obligation du gouvernement du Canada ayant une échéance comprise entre un et trois ans est de 1 %, tandis qu'elle est de 6 % pour une obligation de société ayant une cote de crédit élevée et la même échéance. Les marges prescrites à l'égard des autres catégories de titres d'emprunt, des opérations de change et des instruments dérivés sont également définies dans la Règle 100 des courtiers membres de l'OCRCVM. Ces marges minimales sont relevées provisoirement lorsque la volatilité des prix dépasse un certain seuil. Cette hausse temporaire, qui correspond à la « couverture supplémentaire sur les obligations » de l'OCRCVM, équivaut à 50 % de la marge normalement exigée.

## TITRES DE PARTICIPATION

Les marges prescrites par l'OCRCVM pour les actions et les bons de souscription négociés sur les principales places boursières sont fixées selon la méthode dite de la « valeur au marché de l'action ». En règle générale, pour les titres négociés à au moins 2 \$ l'action, la marge prescrite est de 50 %. Si les titres font partie des quelque 500 titres auxquels une exemption s'applique (parce qu'ils sont très liquides et peu volatils), la marge est de 30 % pour les positions dans le compte des clients et de 25 % pour le capital prescrit des courtiers membres. Les marges prescrites vont jusqu'à 60 % et 80 % pour tous les titres qui se négocient à moins de 2 \$ et de 1,75 \$ par action, respectivement. La marge prescrite atteint 100 % dans le cas des titres négociés à moins de 1,50 \$ (c'est-à-dire qu'ils ne peuvent être détenus à crédit).

### Marges des titres de participation fondées sur la méthode VaR

La méthode de la valeur exposée au risque (VaR), dont l'utilisation est répandue, sert à déterminer les exigences de fonds propres réglementaires (voir « La procyclicité et la valeur exposée au risque » à la page 55) de même que les taux de marge requise. Elle permet de calculer la perte prévue, à l'intérieur d'un intervalle de confiance et d'une période de détention donnés. L'OCRCVM compte mettre en œuvre une méthode de calcul des marges sur les titres de participation fondée sur la VaR d'une position unique; cette nouvelle approche, dite des « taux de couverture de base » selon la terminologie de l'organisme, fera appel à des mesures du risque de prix et du risque de liquidité pour établir des taux de marge exigée qui correspondent à

chaque titre de participation coté au Canada ou aux États-Unis. Plus précisément, le risque de prix sera évalué selon le degré de volatilité le plus élevé du cours quotidien calculé à partir des données sur les opérations pour les 20, les 90 et les 260 derniers jours. Quant au risque de liquidité, il sera évalué à partir du volume moyen d'opérations quotidiennes et du capital flottant des titres.

## LA PROCYCLICITÉ DES MARGES PRESCRITES

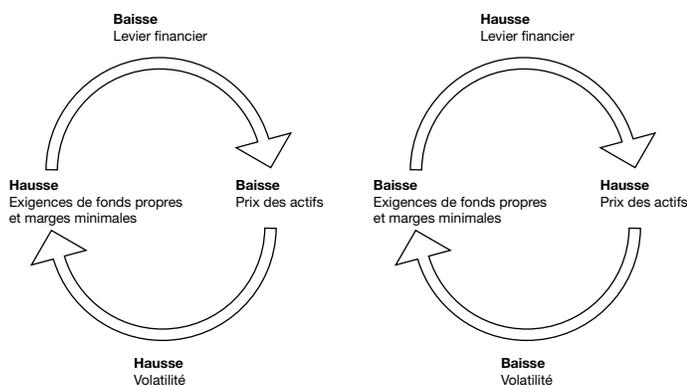
Les comptes sur marge des clients sont intrinsèquement procycliques, indépendamment des règles de marge. La marge minimale prescrite pour les titres inscrits à la cote dont le cours est supérieur à 2 \$ s'établit à 50 % de leur valeur de marché (30 % pour les titres très liquides). Par conséquent, il est possible d'emprunter à hauteur de la moitié du placement total (ou de 70 % pour les titres liquides) auprès du courtier en valeurs mobilières. Le montant du prêt demeure fixe, tandis que la valeur de marché du portefeuille fluctue avec les conditions du marché. Si la valeur de marché du placement augmente, l'investisseur peut assumer un risque plus grand sans engager de capitaux supplémentaires (à savoir en achetant des actifs supplémentaires, ce qui fait monter le cours davantage). En revanche, si cette valeur diminue, l'investisseur doit faire face à un appel de marge et déposer des fonds supplémentaires au moment où son portefeuille se déprécie. Il peut alors décider de vendre des actifs pour répondre à l'appel de marge, ce qui entraîne une nouvelle baisse des cours. Par conséquent, en raison de l'évaluation quotidienne par rapport au marché des positions en titres et de l'utilisation du levier financier, les comptes sur marge ont des effets procycliques, quelles que soient les règles de marge mises en application. Lorsque ces dernières sont elles-mêmes procycliques, les effets sont amplifiés.

Les règles qui prescrivent des marges plus élevées pendant les périodes de volatilité accrue des cours, ou de baisse des cours des titres, exacerbent la procyclicité. La couverture supplémentaire sur les obligations imposée lorsque la volatilité de leurs cours augmente sensiblement en constitue un exemple. L'accroissement de la volatilité étant souvent un corollaire de l'illiquidité des marchés ou de turbulences qui les secouent, la couverture supplémentaire peut avoir pour effet d'accentuer le recul des cours si des titres doivent être vendus pour que les exigences accrues en matière de fonds propres ou de marges réglementaires puissent être remplies. Les marges sur les titres de participation présentent également des caractéristiques de procyclicité, car elles augmentent graduellement à mesure que le cours des titres se replie sous 2 \$. La moitié environ des titres inscrits à la cote de la Bourse de Toronto se négocient actuellement à 2,50 \$ ou moins. Malgré une capitalisation flottante peu importante, il s'agit d'une augmentation marquée par rapport au début de 2007. Les nouvelles règles de couverture pour les titres de participation n'ont pas encore

été mises en œuvre, mais la méthode proposée rendrait ces règles encore plus procycliques, car les marges seraient étroitement liées à la volatilité à court terme des cours et à la liquidité des titres.

La procyclicité entraîne une augmentation des exigences de fonds propres pour les courtiers pendant les périodes de volatilité accrue et une baisse pendant les périodes d'expansion et de volatilité faible. De même, les taux de marge applicables aux clients augmentent (diminuent) avec l'accroissement (la diminution) de la volatilité. La réduction (l'augmentation) de l'effet de levier pour les sociétés et les investisseurs qui en découle entraîne une baisse (une hausse) des prix des actifs. Par la suite, la volatilité devrait s'accroître (diminuer), et alimenter ainsi le mécanisme illustré à la Figure 1.

**Figure 1 : La procyclicité des prix des actifs**



## CONSIDÉRATIONS PRATIQUES

La Règle 100 de l'OCRCVM précise les marges *minimales* requises pour les comptes sur marge détenus auprès des courtiers en valeurs mobilières. En pratique, les marges fixées par les courtiers peuvent être supérieures au niveau minimal requis, et le sont d'ailleurs souvent. Les taux sont habituellement déterminés en fonction d'une combinaison de critères quantitatifs et qualitatifs. Le modèle quantitatif tient compte des caractéristiques de l'actif, par exemple la catégorie à laquelle il appartient, le terme, la volatilité du cours et la liquidité, ainsi que des coûts pour le courtier (par exemple, les exigences de garantie de la chambre de compensation). L'aspect qualitatif est lié aux conditions du marché ou à des critères subjectifs et peut prêter un caractère nettement procyclique aux marges requises. Du point de vue du courtier en valeurs mobilières, l'accroissement des marges réduit l'effet de levier et peut revêtir une importance particulière en période de volatilité accrue. Il n'est donc pas étonnant que, depuis le début de la turbulence des marchés, les marges relatives à un vaste éventail de titres de participation ont augmenté (jusqu'à 100 % dans certains cas), et entraîné un nombre considérable

d'appels de marge. Parallèlement, en ce qui concerne les titres à revenu fixe, les estimations faites par Citibank tendent à indiquer que les marges moyennes s'appliquant aux obligations de première qualité aux États-Unis sont passées de 2 % à 18 % environ (Citigroup Global Markets, 2009). Au Canada, les marges sur les obligations de première qualité se situent actuellement à près de 15 %, mais en raison de l'insuffisance de données officielles, il est difficile d'établir des comparaisons dans le temps et entre les catégories d'actifs.

## ATTÉNUATION DE LA PROCYCLICITÉ

Une façon d'atténuer la procyclicité des règles de marge consiste à en diminuer la dépendance envers les conditions de marché à court terme. Pour ce faire, la volatilité des prix et, par conséquent, les taux de marge requise sont déterminés au moyen d'ensembles de données couvrant de longues périodes, en veillant à ce que les chocs extrêmes passés soient pris en compte dans les données. En l'absence d'événements extrêmes, des simulations de crise peuvent être employées. Il peut en découler une variabilité moindre des marges minimales prescrites, mais aussi, à l'opposé, des marges moyennes plus élevées.

En ce qui concerne les comptes sur marge des clients, des taux de marge plus élevés mais stables auraient l'effet recherché de réduire l'effet de levier, d'où une vulnérabilité moins grande des investisseurs aux brusques variations de richesse qui favorisent un comportement procyclique.

Enfin, comme les courtiers en valeurs mobilières peuvent imposer des marges supérieures au niveau minimal requis, ils sont susceptibles de le faire en période de recul des marchés, ce qui accentue la procyclicité du système. Pour limiter ce comportement, les autorités de réglementation peuvent exercer un suivi plus rigoureux des marges afin de prévenir les hausses injustifiées et réactives, ou fournir aux courtiers des lignes directrices visant la mise en application des marges dans une perspective tenant compte de la totalité du cycle.

## BIBLIOGRAPHIE

Citigroup Global Markets (2009). *Flow and Structured Credit*, 23 janvier.