

FIXAGE

La régulation accroît-elle le risque systémique ?

Intervention de Michel PIERMAY

Deauville, le 25 septembre 2015

Journées d'études de l'Institut des Actuaires et du SACEI

FIXAGE

11, avenue Myron Herrick – 75008 Paris - FRANCE

Téléphone : 33 (1) 53 83 83 93– Télécopie : 33 (1) 53 83 83 99–

Mél : fixage@fixage.com - Site : www.fixage.com

Société anonyme au capital de 500.000 € – R.C.S.Paris B 342 269 388 – Code APE 741G

Le renforcement des procédures et des règles prudentielles depuis 2008 a pour but de renforcer la stabilité financière. Cependant, en harmonisant les comportements et en voulant protéger un niveau minimal de fonds propres, ces règles peuvent conduire à l'apparition d'un risque systémique.

Les autorités régulatrices ont pris conscience de ce risque et prévu certaines mesures correctrices.

Pourtant certains déséquilibres ont aujourd'hui tendance à s'amplifier.

1. Offre et demande en fonction du prix

1.1. Dans le cas classique, la baisse des prix diminue le nombre des vendeurs et attire des nouveaux acheteurs



1.2. Ce rééquilibrage automatique ne fonctionne plus aujourd'hui. La procyclicité des comportements induite par la réglementation peut créer des emballements à la baisse.

Tous les acteurs deviennent vendeurs après un krach afin de protéger leur niveau de fonds propres (banques et organismes assureurs), de réduire leur volatilité (OPCVM), de garantir le capital (produits structurés et gestions à coussin et assimilées), de limiter les draw-down (hedge funds).

La courbe traditionnelle qui représente la rencontre de l'offre et la demande est remise en cause par la réglementation et les procédures, l'offre augmente avec le prix, la demande diminue avec le prix. Une variation de prix à la baisse éloigne les investisseurs et attire de nouveaux vendeurs. Le rééquilibrage attendu est remis en cause par les comportements induits par la régulation : la baisse attire de nouvelles ventes qui renforcent la baisse.

2. Le pilotage des ratios de fonds propres conduit à ne s'intéresser qu'aux seuls risques pénalisés par les formules réglementaires, et à négliger les risques sous-estimés par celles-ci.

Ce phénomène a joué à plein en 2008 avec les subprimes et la titrisation par tranches. Il est à l'œuvre aujourd'hui avec Bâle III comme avec Solvabilité II (minimisation du SCR, concentration sur les risques ignorés ou minorés par la directive).

3. Des mesures correctrices sont présentes dans Solvabilité II.

3.1. La logique de l'ORSA

Le pilier II de Solvabilité II prévoit, au delà des mesures quantitatives du pilier I et notamment du SCR, une auto-évaluation pour l'assureur de ses propres risques. Il est précisé que le SCR n'est pas une approche suffisante.

Ainsi, concernant les taux d'intérêt, l'ORSA peut ainsi intégrer les stress-tests comme celui de l'ACPR (hausse des taux de 3 parts à horizon 3 ans).

Cette responsabilisation des assureurs est limitée par la notion de « capital add-on » qui pénaliserait un assureur qui utiliserait un modèle de risque très prudent.

3.2. L'ajustement symétrique

Les chocs de la formule standard de 39% et 49% sur les actions sont modulés par un « **ajustement symétrique** ». L'ajustement symétrique ne s'applique pas pour les participations stratégiques, dont le choc est très minoré.

Selon l'EIOPA, le but du mécanisme d'ajustement symétrique est de limiter la procyclicité de la directive :

- *« d'éviter que les entreprises d'assurance et de réassurance ne soient indûment forcées de lever des capitaux supplémentaires ou de céder leurs placements en raison d'une évolution temporairement défavorable des marchés financiers ;*
- *de décourager / éviter les ventes paniques (« fire sales ») qui aurait un impact fortement négatif sur le cours des actions - c'est-à-dire d'éviter un effet pro-cyclique qui en temps de crise augmenterait les exigences de fonds propres et qui potentiellement déstabiliserait l'économie ».*

3.3. L'ajustement de volatilité pour les taux d'intérêt

L'ajustement de volatilité (qui correspond à la « prime d'illiquidité » du QIS 5 de 2010) est conçu pour atténuer les fluctuations « exagérées » du niveau des spreads sur les fonds propres des organismes assureurs soumis à Solvabilité II.

L'ajustement de volatilité permet aux assureurs de tenir compte d'une prime de risque dans l'actualisation de leurs flux de prestations futurs.

L'ajustement de volatilité, défini dans Omnibus II, est la somme d'un :

- ajustement **commun à toute la zone euro** (« *currency-specific* ») ;
- ajustement **national** (« *national-specific* »).

4. Les mesures correctrices pour les fonds d'investissement : la remise en cause de la valeur liquidative.

4.1. L'introduction des « side-pockets » en 2008

Dès 2007, la fermeture brutale de certains fonds (alternatifs mais aussi monétaires) conduit l'AMF à créer la possibilité de regrouper certains actifs (non liquides et non évaluables) dans un nouveau fonds, et de distribuer ce fonds aux porteurs. L'ancien fonds, qui conserve les actifs normalement valorisés, peut alors reprendre son activité et publier sa valeur liquidative.

Le porteur de « side-pockets » se retrouve avec un actif « poubelle » qui n'est pas toujours vraiment géré pour essayer de récupérer ce qui pourrait l'être.

4.2. L'introduction des « swinging prices » en 2014-2015

Les mécanismes de « Swing Pricing » et de « Droits Ajustables » sont des mécanismes visant à réduire pour les porteurs détenant les titres d'un OPC les coûts de réaménagement de portefeuille liés aux souscriptions ou aux rachats, en affectant tout ou partie de ces coûts aux porteurs entrant et/ou sortant.

Ces deux mécanismes peuvent se décomposer en deux étapes :

- l'estimation **par la Société de Gestion** du coût total pour l'OPC lié aux souscriptions/rachats (identiques pour les deux mécanismes) ;
- la répartition de ce coût total entre les porteurs présents, entrant et sortant.

4.3. La pratique du « Swing Pricing »

Bien que n'ayant fait son apparition que tardivement en France, le « Swing Pricing » est autorisé depuis 2001 par la FSA au Royaume-Uni et a peu à peu été mis en place en Suisse et au Luxembourg où il connaît aujourd'hui un franc succès.

Ces expériences ont révélé l'efficacité du mécanisme dans des conditions de marché difficiles et se sont montrés plus acceptables commercialement que d'autres méthodes anti-dilutives telles que les droits d'entrée et de sortie qui sont également autorisés depuis fin juin 2014 en France.

Cette méthode présente cependant des inconvénients majeurs :

- des swings fréquents peuvent entraîner une forte volatilité de la valeur liquidative (VL) dont l'effet peut être amoindri par l'utilisation du mécanisme de « Partial Swing Pricing ». En particulier, l'indicateur de risque synthétique (SRRI) doit être calculée sur la valeur liquidative « swinguée » ;

- une communication aux porteurs limitée :
 - la seule valeur liquidative communiquée aux porteurs est la valeur « swinguée » ;
 - la Société de Gestion ne doit pas communiquer de paramètres qui soient assez précis et récents sur la méthodologie utilisée afin d'éviter qu'un porteur modifie sa politique de souscription ou de rachat afin de profiter de conditions plus avantageuses ;
 - les commissions de surperformance sont calculées sur la valeur liquidative « non swinguée », la valeur liquidative communiquée aux clients contient à la fois le « swing » et la rémunération du gestionnaire.

4.4. L'effet du « Swing Pricing » sur la performance et le risque d'un OPC

La pratique de l'industrie de la gestion qui consiste à rechercher la performance au détriment de la liquidité a conduit à malmener la notion de valeur liquidative qui avait déjà été ébranlée par l'usage de l'expression « valeur liquidative » des estimations à dire d'experts de valeur d'actifs non liquides (capital investissement, stratégies d'arbitrages complexes, produits liés à l'investissement, produit liés à l'immobilier, ...).

En pratique, le mécanisme du « swing pricing » risque d'aggraver ce phénomène et de conduire à abandonner peu à peu la valeur liquidative au profit de prix fixés par l'offre et la demande dans le fonds, comme dans les anciens fonds fermés américains (closed-end fund) ou les SICAF.

La Société de Gestion risque d'être tentée d'augmenter la valeur liquidative du fonds avant clôture de l'exercice afin de créer un lissage artificiel de la performance dans les reporting (notamment dans le cas de « swing pricing » avec seuils de déclenchements variables).

Ce type de gestion peut avoir des effets **pervers pour la performance et le risque** supportés par les investisseurs :

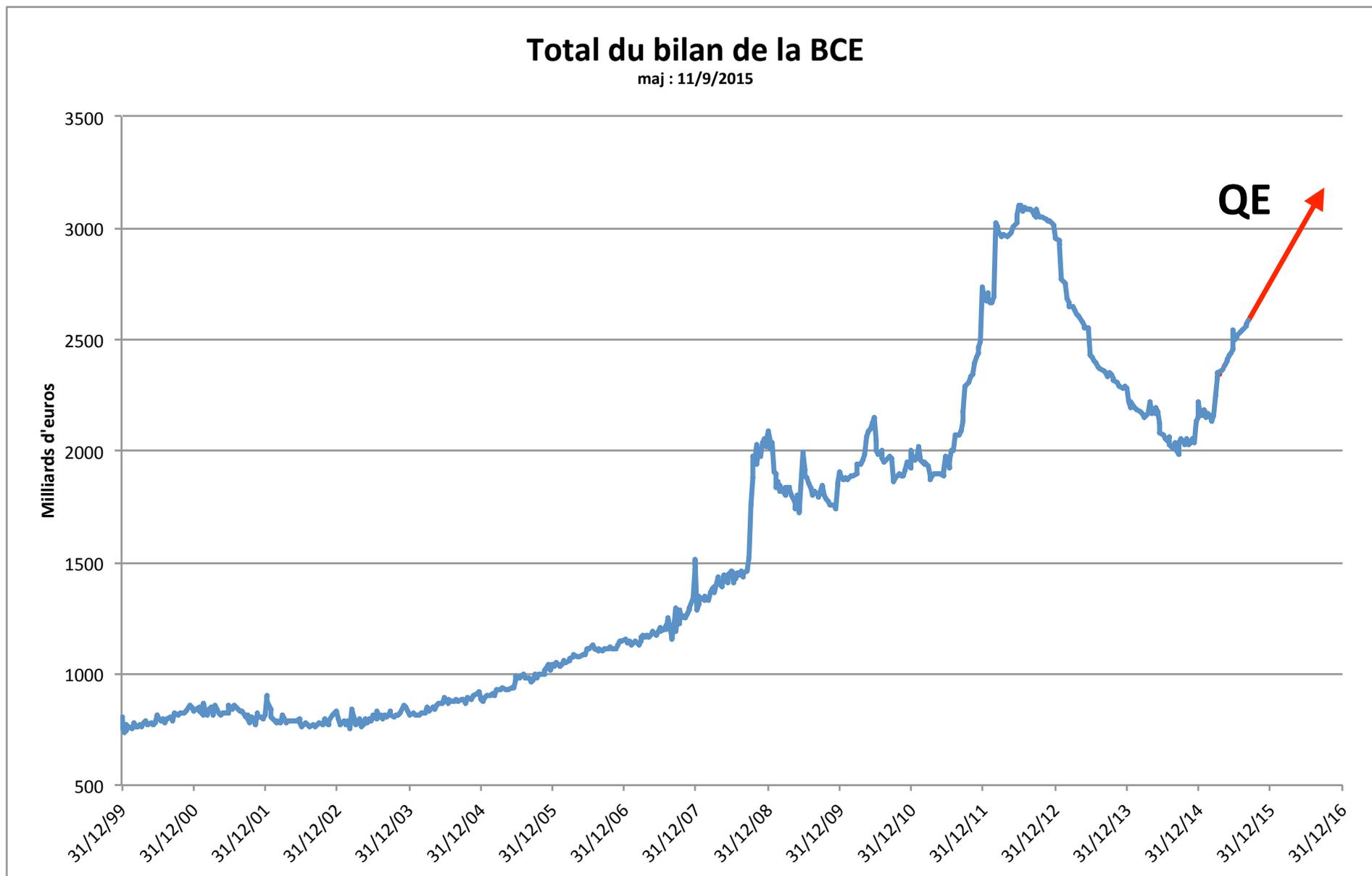
- un usage fréquent du swing pricing provoque généralement une augmentation de la volatilité du fonds ;
- le « swing pricing » n'est pas un processus individualisé au niveau de chaque investisseur, certains investisseurs profiteront ou souffriront malgré eux de l'action d'autres investisseurs ;
- des transactions importantes de certains investisseurs déclencheront presque à chaque fois le mécanisme de « swing pricing ».

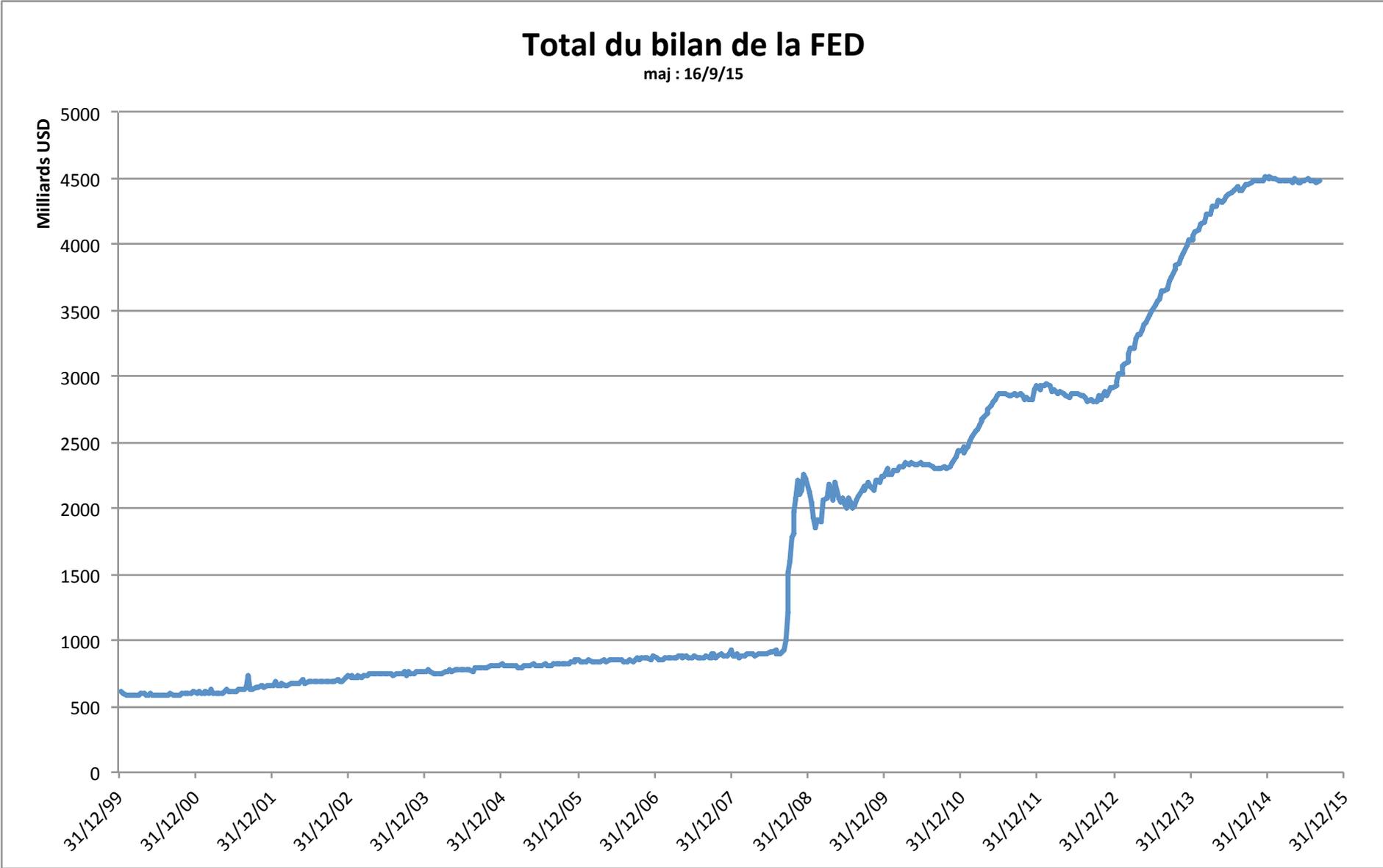
La notion de performance annuelle perdra une partie de sa pertinence pour apprécier la performance réelle que supporte l'investisseur qui correspondait jusqu'à présent à la variation de valeur liquidative entre la date où il est entré dans le fonds et celle où il est sorti.

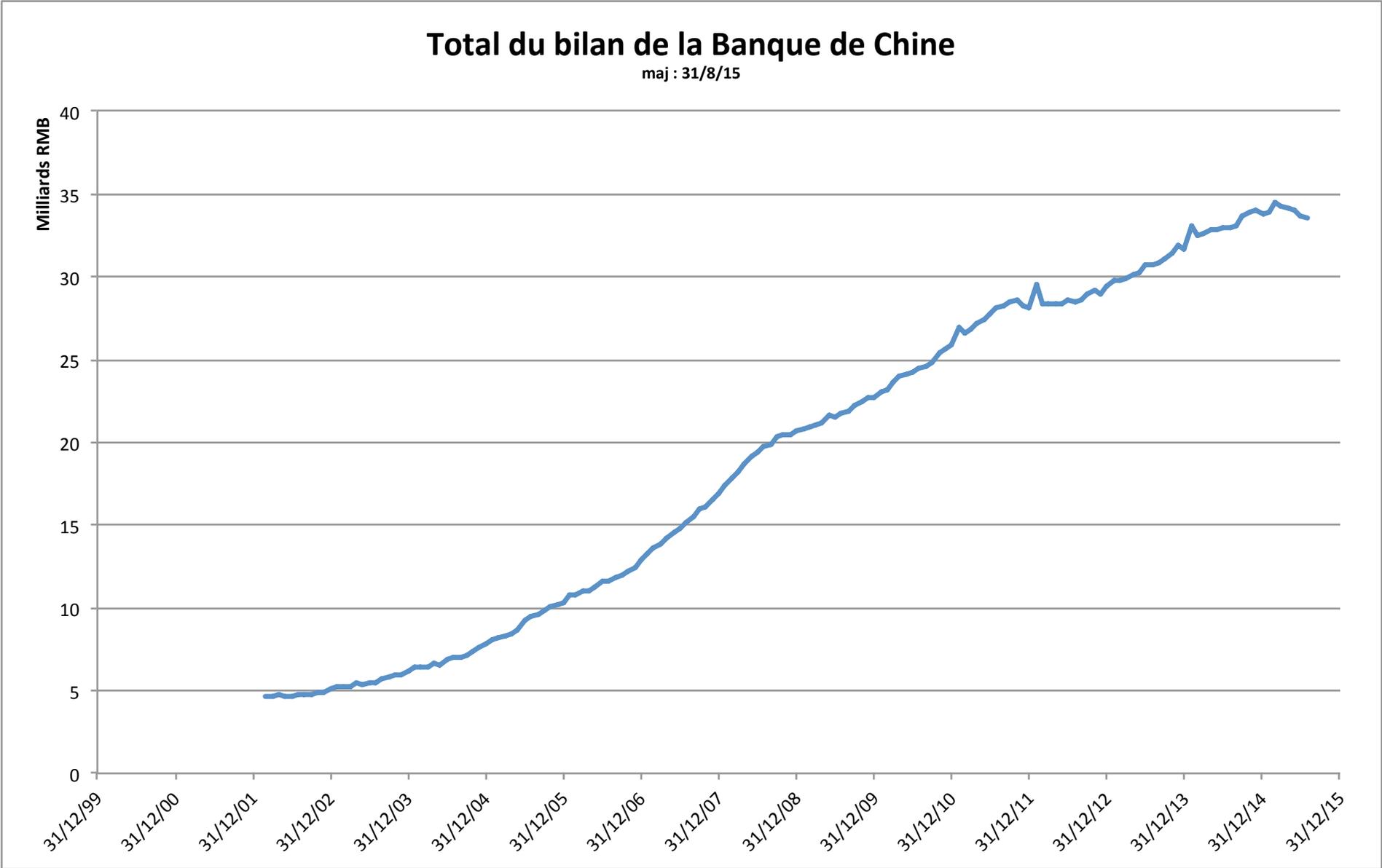
5. L'intervention massive des banques centrales en vue d'agir sur le prix des actifs

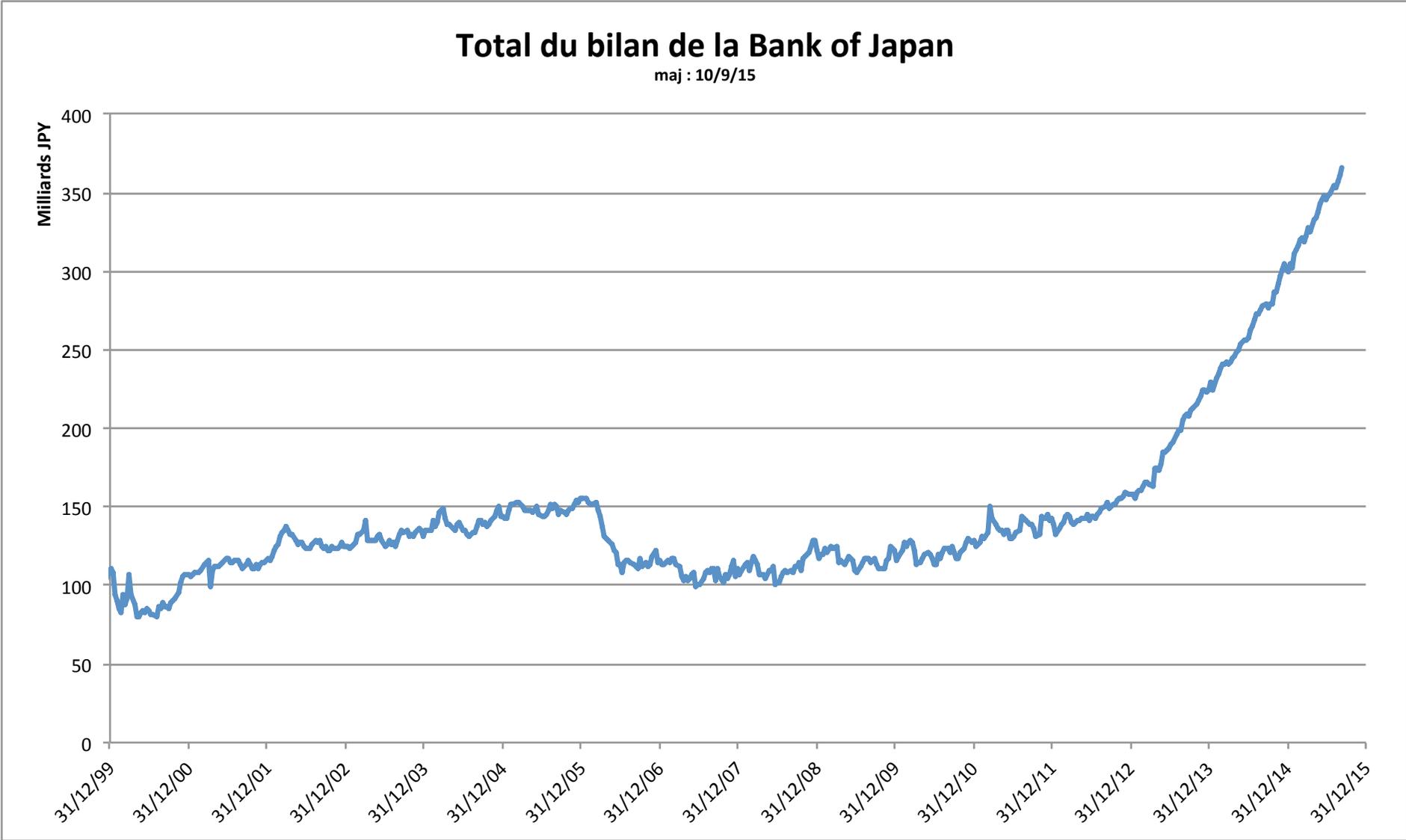
Depuis 2001 aux Etats-Unis, les Banques Centrales ont pris l'habitude de gonfler leur bilan pour acquérir des actifs, afin de soutenir leurs prix (et de faire baisser les taux) dans le but annoncé de soutenir la croissance économique et le but principal de soutenir le système bancaire.

Ces politiques, très populaires chez les financiers, ont généralisé la croyance au « Greenspan put » à l'origine de l'euphorie financière qui a précédé le krach de 2007-2008 : les acteurs croyaient que le banquier central empêcherait les actifs de baisser et manquaient de vigilance sur le contrôle de leurs risques. Cette croyance a encore frappé en 2015 (euphorie début 2015 avec l'annonce du Q.E. de la BCE, interventions des autorités chinoises qui ont fait monter les cours mais n'ont pas suffi à empêcher le krach de l'été 2015).









6. L'Union bancaire et les nouvelles règles de résolution

L'Union bancaire a été adoptée en 2014 par le Parlement Européen et la BCE se trouve en charge du mécanisme unique de supervision des banques de la zone euro.

La directive BRRD vise à protéger les finances publiques en cas de défaillance bancaire, en mettant à contribution les actionnaires et les prêteurs, voire les déposants.

L'Autriche avait pris les devants et a appliqué ces principes dans le cas de la banque HETA. La sécurité des obligations dites « senior » des banques est remise en cause, de même que de nombreuses garanties publiques : l'Allemagne est aujourd'hui le pays qui va le plus loin dans ses propres textes.

Les investisseurs et les agents de notation n'ont pas encore complètement tiré les conséquences de cette doctrine de « bail-in » sur le risque d'obligations jusqu'ici considérées comme très sûres (notations excellentes, « too big to fail », garantie « implicite » des Etats, expérience de 2008).

7. Des incitations contradictoires

Les inconvénients économiques des règles prudentielles des banquiers et des assureurs ont menacé d'assécher le financement de certains segments de l'économie.

En réaction, poussés par divers groupes d'intérêts, de nombreux textes sont venus encourager les assureurs à effectuer des investissements moins liquides et moins rentables : non cotés (depuis début 2015 assimilé par le calcul du SCR aux actions cotées de type 1), produits complexes immobiliers, financement d'infrastructures, prêts aux entreprises ou aux collectivités locales, etc... Aujourd'hui, il est possible d'arbitrer des actions ou des obligations cotées en faveur d'actifs plus risqués, mais avec un SCR moindre.

Conclusion provisoire (septembre 2015):

Une certaine prise de conscience émerge après l'euphorie du début d'année. Les accidents de marché à répétition montrent que le risque est toujours là.

Les portefeuilles, moins rentables et plus risqués, sont devenus moins liquides. De nombreux propos de régulateurs et d'économistes de marché se focalisent sur la menace d'illiquidité. Un grand gérant (Aberdeen AM) a constitué cet été une ligne de crédit à mobiliser en cas de retraits.

La course de vitesse est engagée entre les régulateurs qui envisagent des incitations à froid et les marchés qui multiplient les signes de fragilité. Dans le passé, les régulateurs ont bien vu venir les accidents, mais n'ont jamais gagné ce type de course.