

FIXAGE

Actuaires et Consultants

Comment le « Quantitative Easing » remet en cause les modèles de risques.

Intervention de Michel PIERMAY

Deauville, le 23 septembre 2016

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



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 internet : www.fixage.com

Société anonyme au capital de 500 000 € - R.C.S. PARIS B 342 269 388 – Code APE 7022Z

Numéro d'identification intracommunautaire (IUD) : FR 293 422 693 88

Après la BoJ et la Fed, la BCE a annoncé début 2015 qu'elle lançait une politique de « Quantitative Easing », c'est à dire d'achats directs d'obligations sur le marché afin de déformer à la baisse la courbe des taux et de modifier les anticipations des acteurs.

Cette politique, en permettant aux banques de se refinancer à taux très faibles puis négatifs, a généralisé ce qu'on appelait au début du siècle le « Greenspan put ».

En poussant à la hausse le prix des actifs et en assurant les acteurs qu'elle allait empêcher les taux de remonter, la BCE a mis en place les conditions d'un formidable arbitrage. Une banque (ou un hedge fund) a pu acheter massivement des obligations risquées (états périphériques ou privées mal notées par exemple) en réalisant un triple gain :

- Gain de portage en encaissant les spreads de signatures.
- Gain de transformation en achetant des obligations plus longues que ses refinancements
- Plus-value en capital en revendant ses titres à la banque centrale.

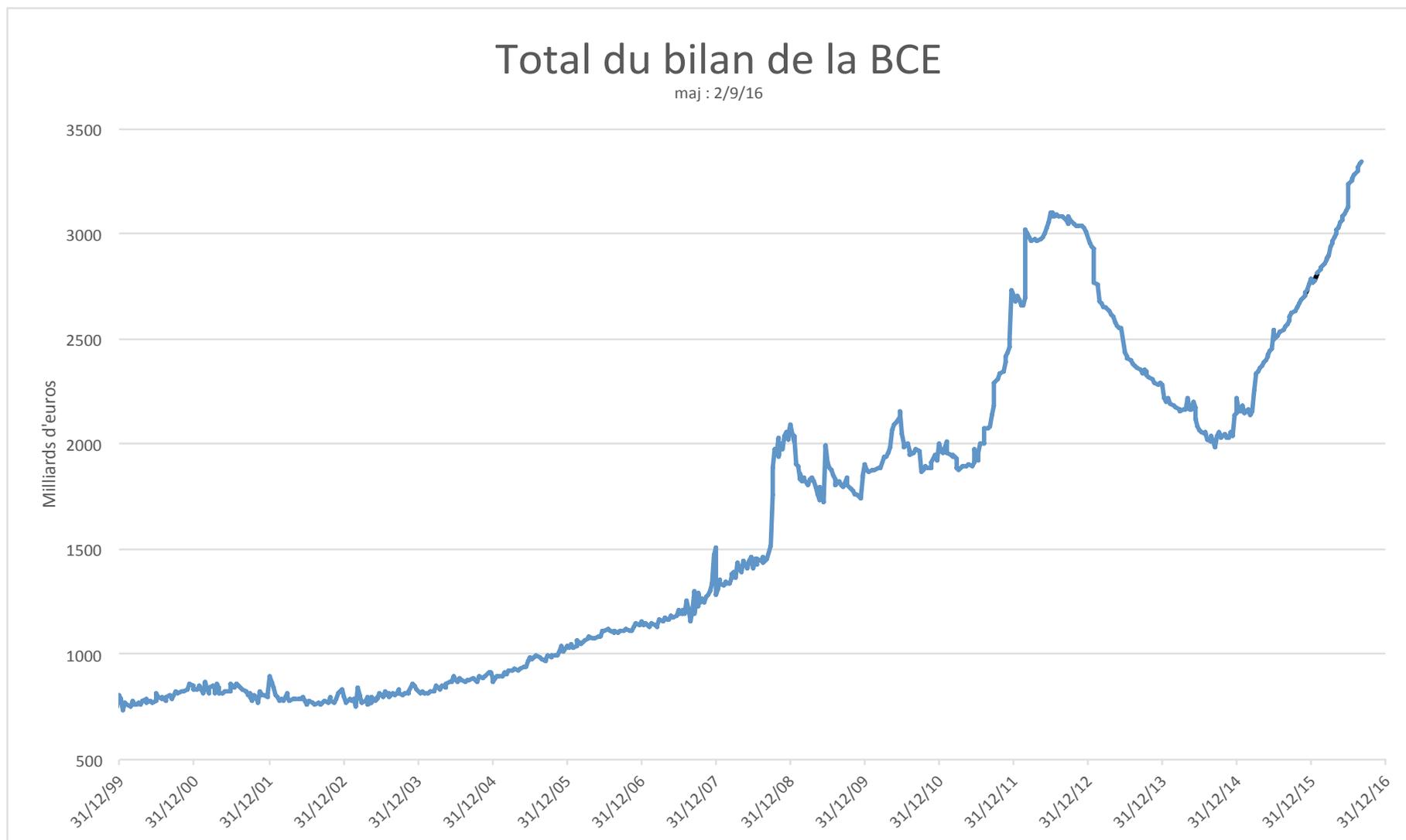
Et cet acteur se voyait assurer que la BCE le couvrait contre le risque de perte, puisqu'elle s'engageait à acheter de plus en plus jusqu'à assécher le marché.

La politique de « Quantitative Easing » a créé une formidable opportunité d'arbitrage.

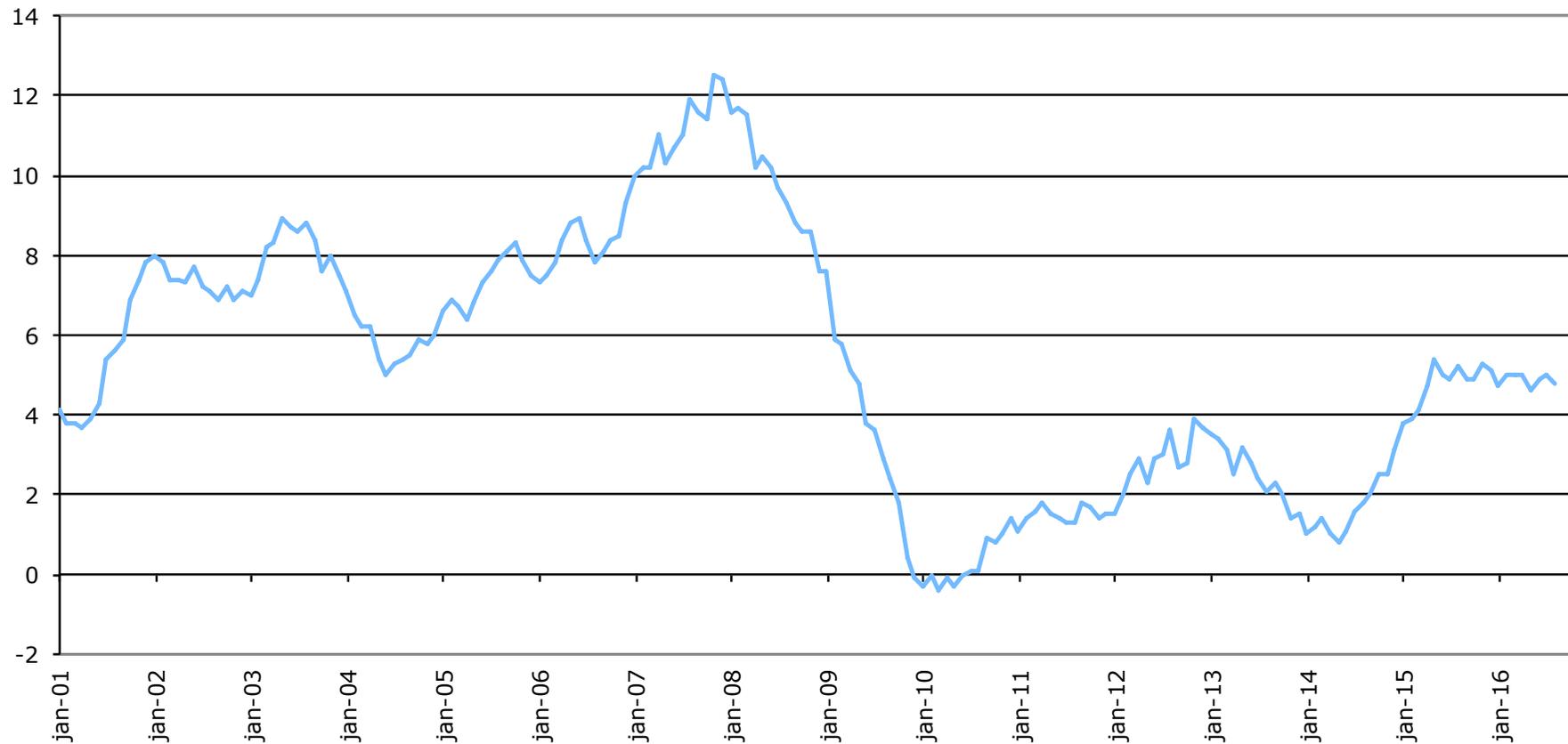
Elle a dans le même temps incité les acteurs à prendre plus de risque (si le taux sans risque est nul ou négatif et que les actifs risqués paraissent sécurisés par le « Quantitative Easing », les investisseurs accroissent leur exposition aux risques).

Or, les modèles d'évaluation et de solvabilité sont très sensibles à une distorsion de leur inputs. Et, alors que le « Quantitative Easing » gonflait la valeur des actifs, les mesures techniques prises pour atténuer la revalorisation des passifs (taux forward à l'ultime, ajustements symétriques) limitaient la revalorisation des passifs.

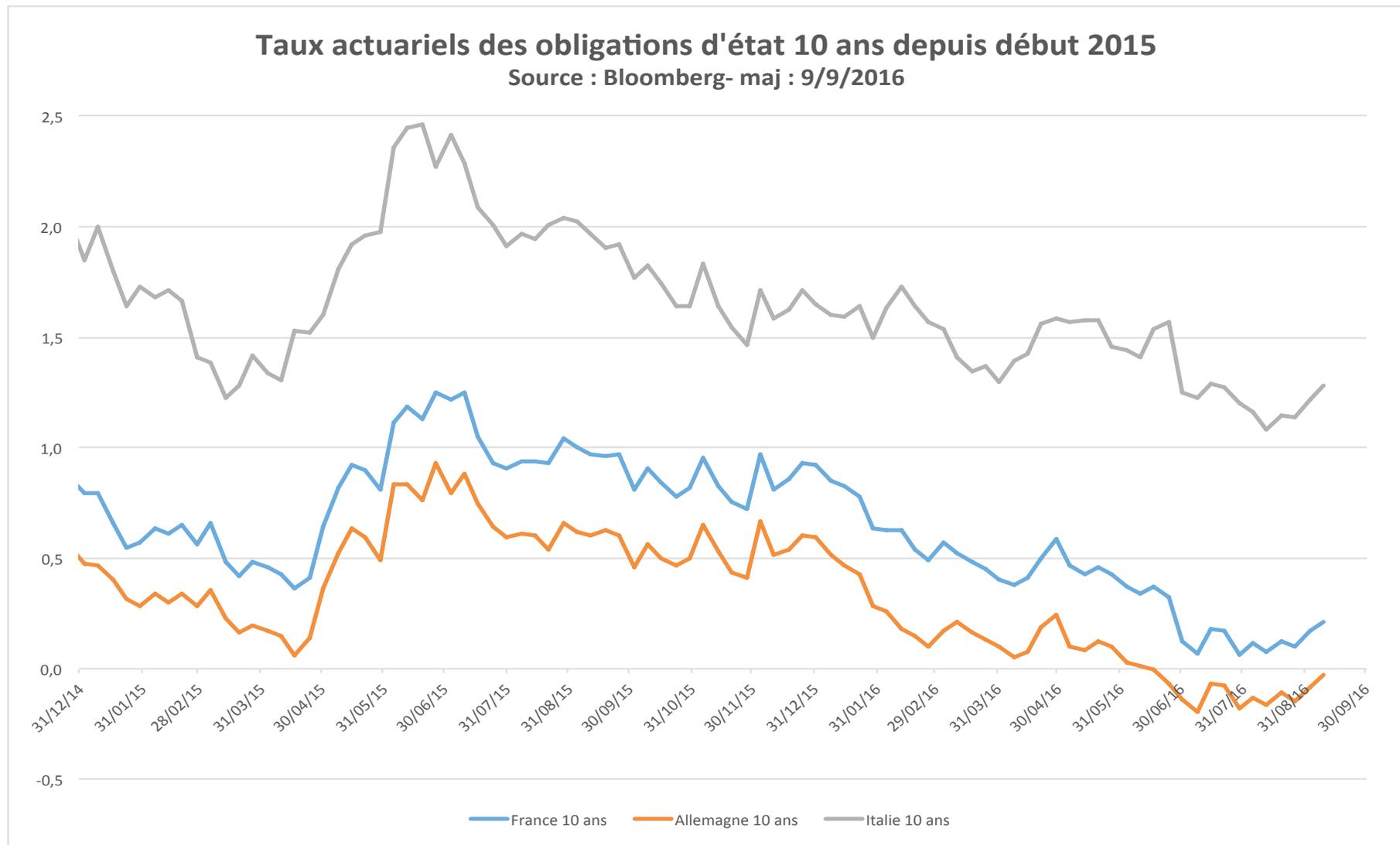
Comment le « Quantitative Easing » remettent en cause les modèles de risque



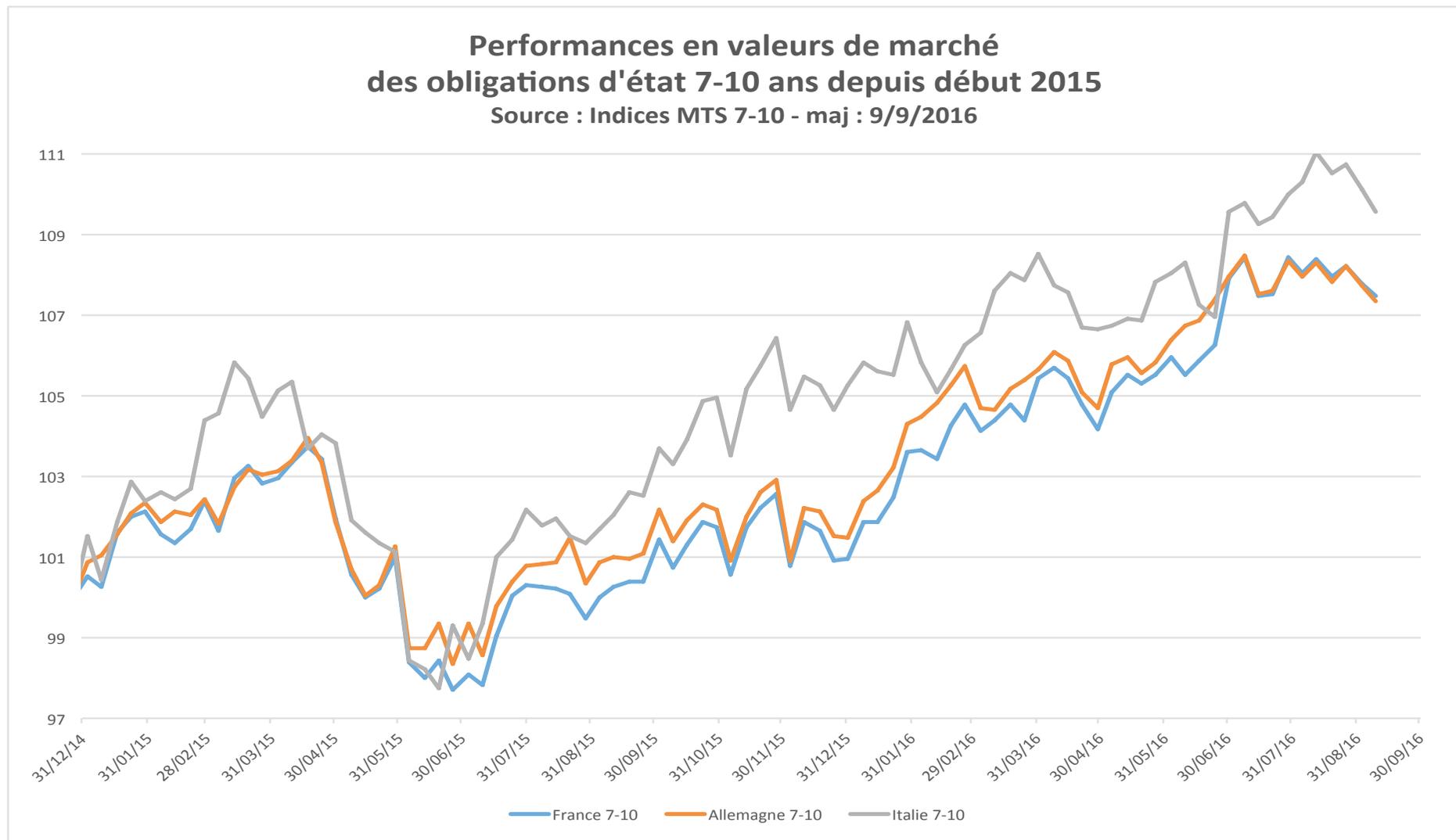
M3
Taux de croissance annuel (corrige des variations saisonnières)
Source: BCE - mise à jour : juillet 2016



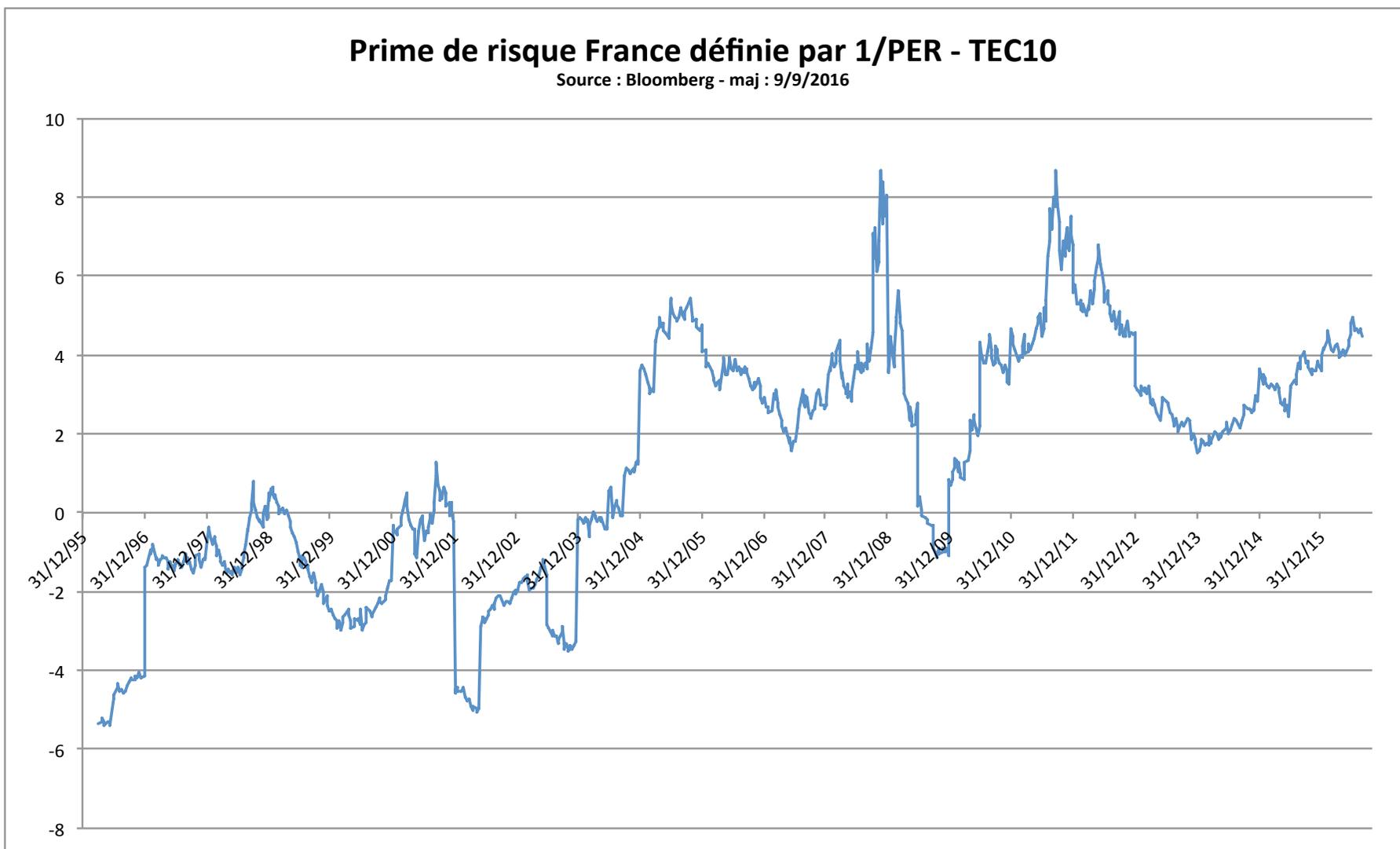
Comment le « Quantitative Easing » remettent en cause les modèles de risque

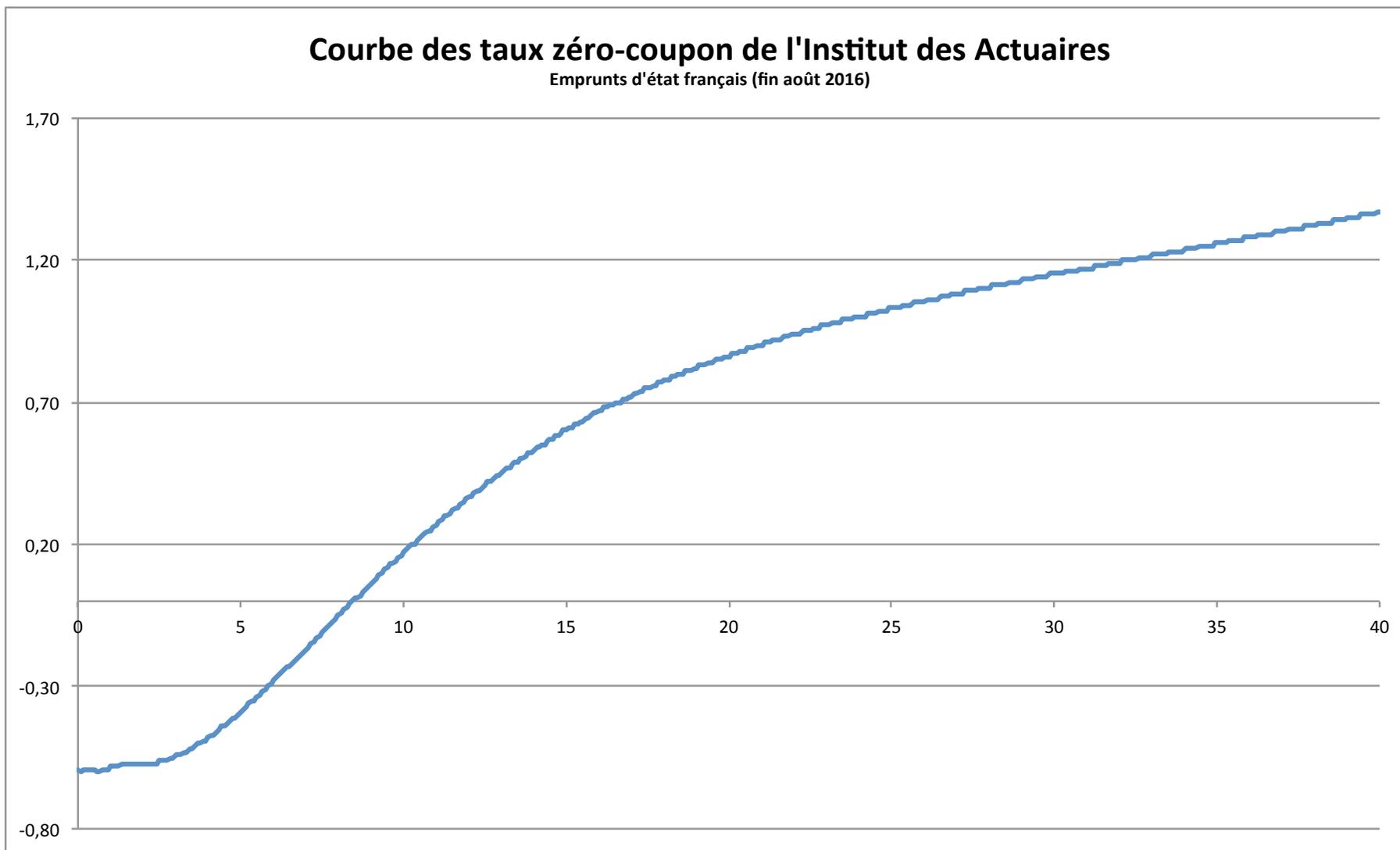


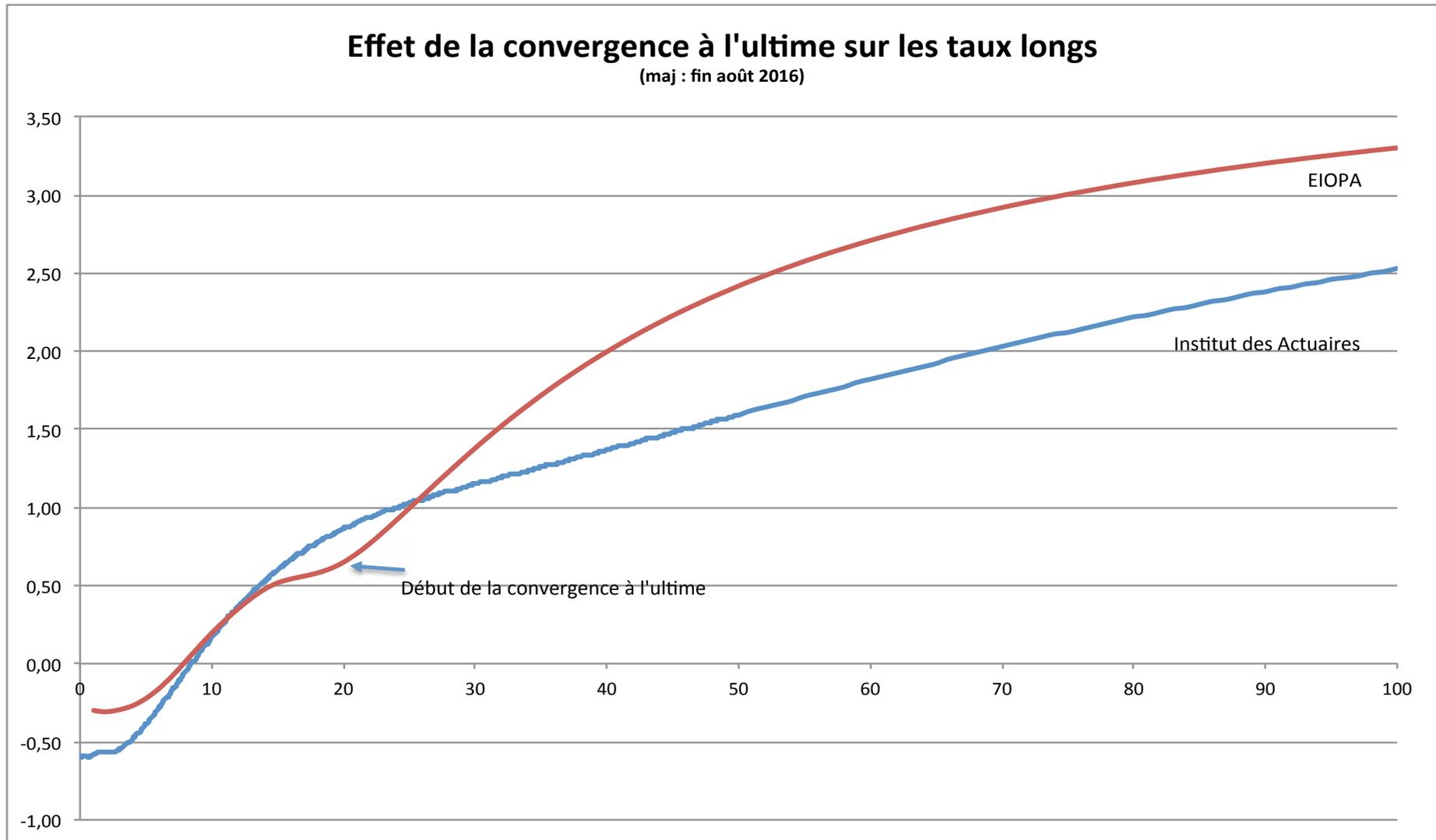
Comment le « Quantitative Easing » remettent en cause les modèles de risque



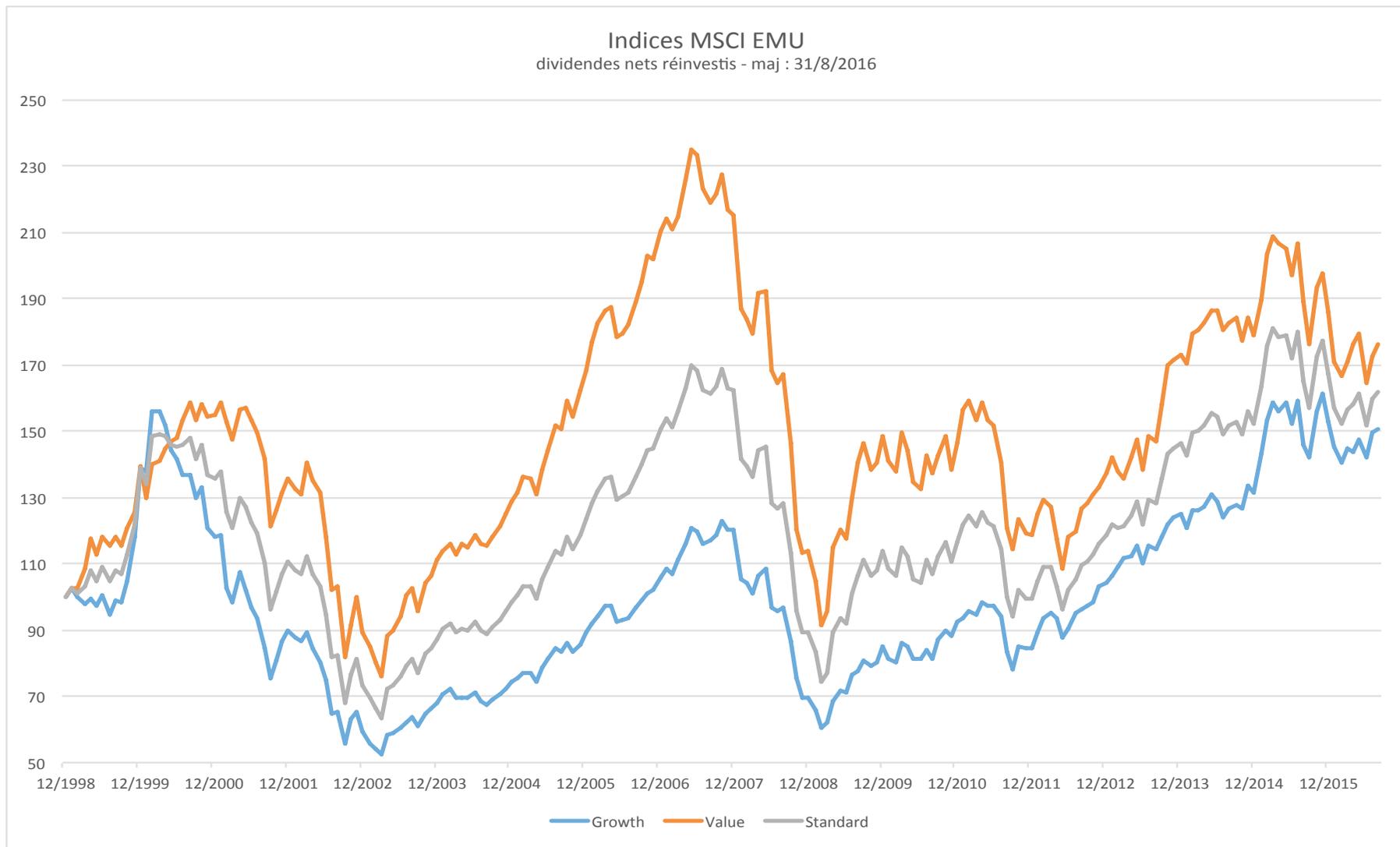
Comment le « Quantitative Easing » remettent en cause les modèles de risque



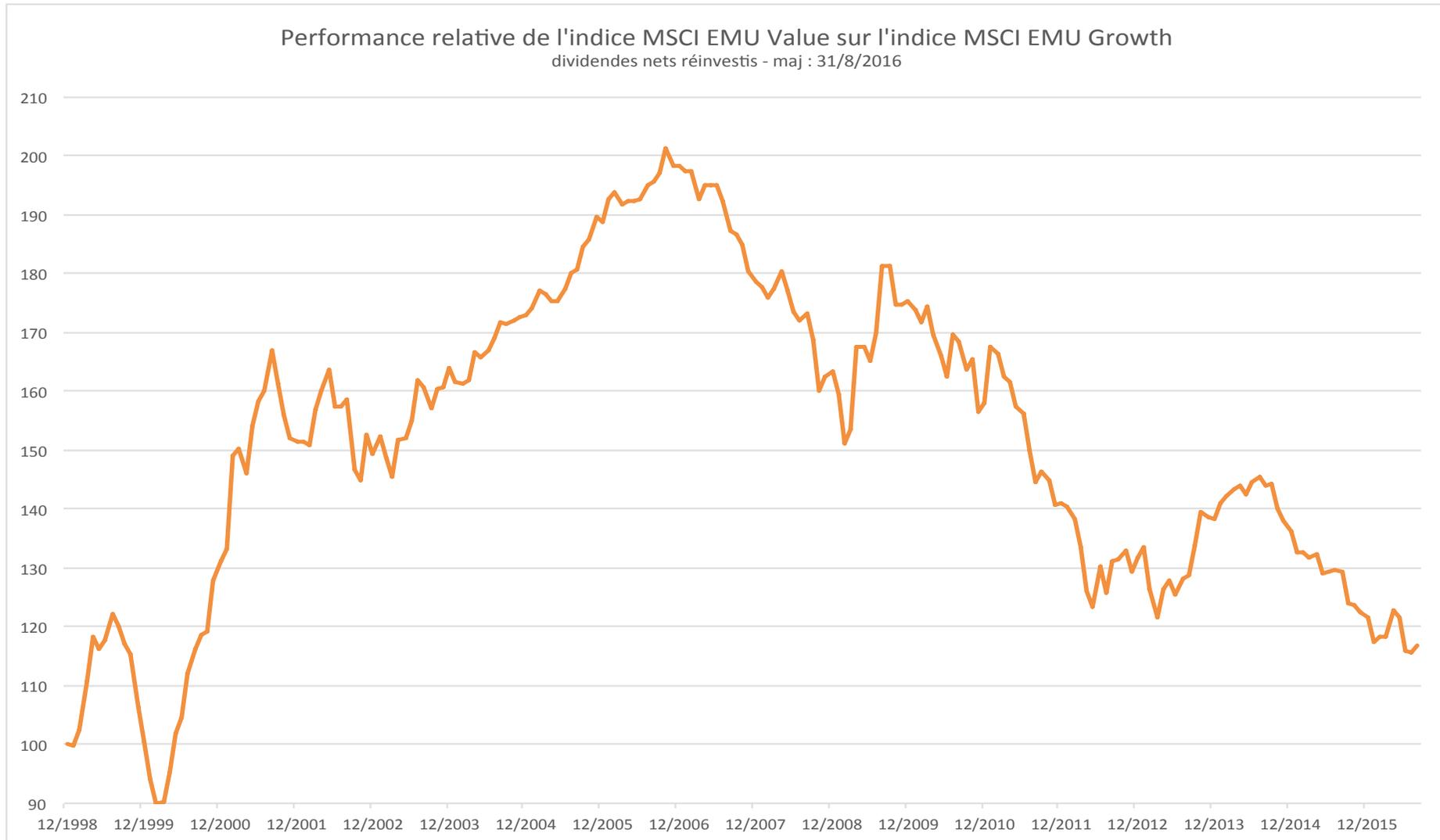




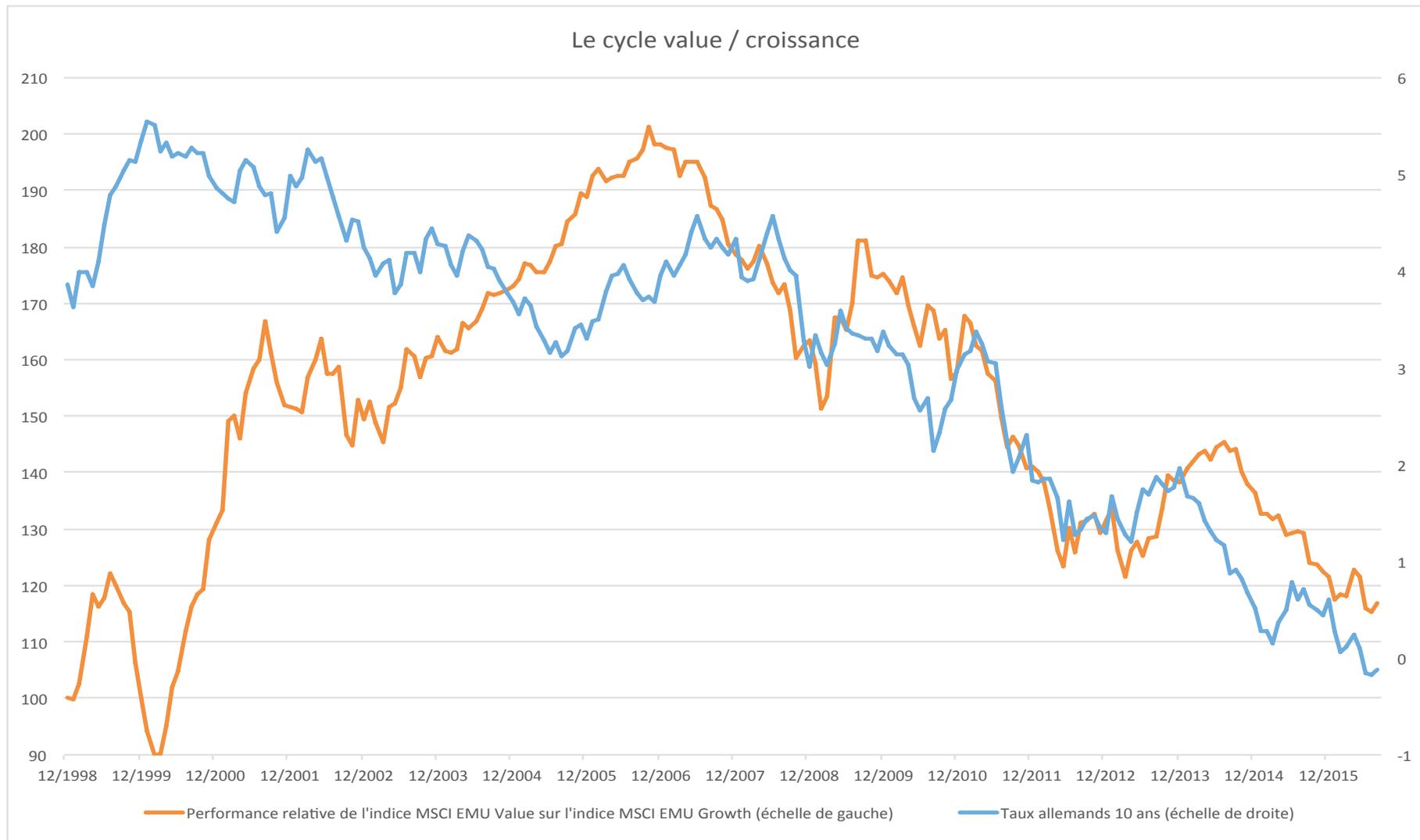
Comment le « Quantitative Easing » remettent en cause les modèles de risque



Comment le « Quantitative Easing » remettent en cause les modèles de risque



Comment le « Quantitative Easing » remettent en cause les modèles de risque



Les modèles de risques sont distordus par le « Quantitative Easing :

- L'évaluation en risque neutre suppose l'AOA.
- La valeur de tous les actifs est dopée, et tout particulièrement les valeurs de croissance.
- Les mesures de risques (prix des options, volatilité, VaR, ...) sont minorées par le "Draghi put".
- La solvabilité est améliorée grâce aux corrections de l'EIOPA.

Les résultats des modèles de risques et les ratios de solvabilité fournissent au mieux des **résultats conditionnels**, la condition étant le maintien du "Quantitative Easing".

Or, la Fed vient de répéter à Jackson Hole qu'elle allait commencer à remonter les taux.