



S'attaquer aux risques systémiques : Sont-ils disparus – ou se tapissent-ils dans l'ombre?

N° 86

On accorde aux réformes du système bancaire international des dernières années menées avec Bâle III le mérite d'avoir réduit considérablement le risque systémique dans le secteur financier. Le système financier est maintenant en meilleure posture pour faire face aux chocs externes. Cependant, une question persiste : le risque systémique global du système financier a-t-il vraiment été réduit, ou n'y aurait-il pas une certaine partie du risque systémique transféré aux institutions financières qui ne sont pas des banques ni des compagnies d'assurance à cause des conséquences imprévues de ces réformes réglementaires qui ont déplacé le risque systémique vers les grands gestionnaires des fonds d'investissement – comme le font les vases communicants?

Règles sévères de Bâle III au cœur de la réforme

La réforme réglementaire entreprise depuis la crise financière d'il y a huit ans a été généralisée et approfondie. Elle a touché la plupart des activités financières sur les marchés des capitaux de même que l'exploitation de la plupart des institutions financières. Bâle III qui a imposé au système bancaire des normes en matière de fonds propres, liquidité et levier financier constitue la pièce centrale d'une réforme qui s'applique tant au Canada, qui a pu éviter le pire de la crise financière, qu'à plusieurs autres pays qui participent aux marchés internationaux. Les réformes prévues aux accords de Bâle sont conçues pour renforcer et améliorer la résistance du système bancaire aux chocs financiers. Plusieurs institutions, banques et fonds d'investissement gérés se sont montrés vulnérables aux chocs financiers sur les marchés de l'immobilier et des hypothèques qui se sont propagés aux marchés des dérivés de gré à gré puis à d'autres catégories d'actifs. Le résultat a été la défaillance et la quasi-défaillance de plusieurs institutions bancaires, incluant les plus grandes banques internationales d'investissement. Lorsque les banques ont été mises sous pression, elles ont changé d'attitude sur les ventes d'actifs et les prêts. Ce changement a amplifié le choc financier et il l'a répercuté dans le secteur financier de ces pays, faisant tache d'huile dans l'économie réelle jusqu'à mener à des conditions de récession.

Bâle III – avec des règles exigeant une augmentation des fonds propres et de la liquidité, et une diminution du levier financier – a réduit le risque systémique, mais il a aussi incité le système bancaire à diminuer les prêts, ralentir ses activités financières et à se retirer des opérations de tenue de marché. La détérioration récente de la liquidité sur les marchés des titres d'emprunt de sociétés et sur les marchés des pensions et des prêts de valeurs mobilières (le mécanisme d'interfinancement du système financier) remonte en partie à la diminution des activités de tenue de marché exercées par les opérateurs bancaires alors que les capitaux ont été sévèrement rationnés et attribués à des activités qui assainissent le bilan comme les activités de prise ferme (l'érosion de la liquidité du marché obligataire est décrite dans le numéro de mi-juin 2015 de ma Lettre du président).

Des marchés obligataires moins liquides ont compliqué le positionnement des portefeuilles par les principaux participants institutionnels du côté acheteur sur les marchés des titres d'emprunt qui se demandent comment se préparer aux changements attendus des taux d'intérêt, de la conjoncture économique et financière et de la géopolitique : vaut-il mieux diminuer l'exposition du portefeuille en changeant la répartition des titres et en effectuant des opérations de couverture, ou augmenter l'exposition du portefeuille en changeant la répartition des titres ou le levier financier en effectuant des opérations de pension? Par exemple, la difficulté de trouver des contreparties pour accepter ou faire des offres pour les grandes transactions de titres a compliqué les ajustements de portefeuille des grandes institutions.

L'insistance sur les risques systémiques des grands gestionnaires de fonds d'investissement qui ne sont pas des banques ni des compagnies d'assurance est due au regroupement et à la taille considérable des grands gestionnaires de fonds d'investissement aux États-Unis et en Europe – par exemple, BlackRock, PIMCO, Fidelity et le Vanguard Group – ainsi qu'à la détérioration de la liquidité des marchés obligataires et à la popularité croissante auprès des investisseurs des titres

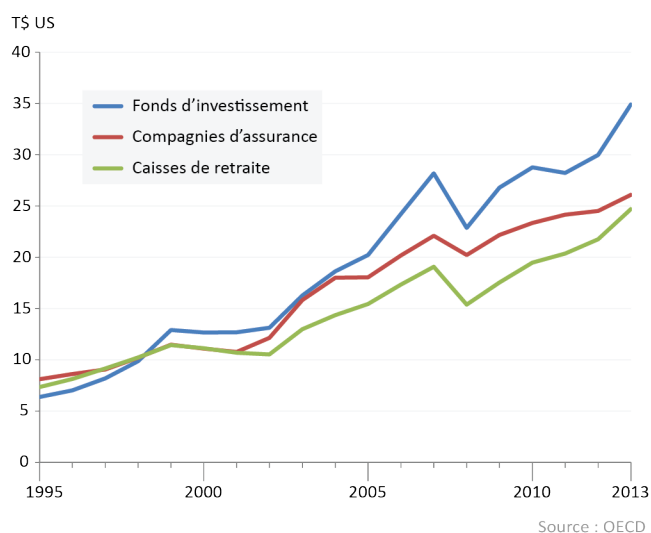
d'emprunt de sociétés à haut rendement et des FNB associés.

Grands gestionnaires de fonds d'investissement non bancaires : voici pourquoi ils ne constituent pas un risque systémique

En mars 2015, le Financial Stability Board (FSB) et l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICVM), représentant les organismes internationaux de réglementation des valeurs mobilières, ont publié un [document de consultation](#) pour évaluer les méthodologies utilisées dans le but d'établir quelles sont les institutions qui ne sont pas des banques ni des compagnies d'assurance, mais qui représentent un risque systémique important sur le plan international. Les plus grands gestionnaires de fonds d'investissement ont fait valoir énergiquement qu'ils ne constituent pas un risque systémique important. Voici certains de leurs arguments : ils ne sont que des mandataires, leur levier financier est limité, ils ne prêtent pas beaucoup au secteur financier ni à l'économie réelle, et présence de preuves contradictoires sur l'impact de la taille d'un fonds. En résumé, ces institutions ne constituent pas un risque systémique même si leurs actions peuvent avoir un impact important sur la stabilité des marchés.

[Allianz SE](#) a fait valoir qu'on devrait distinguer entre « importance systémique » qui s'applique à une entité comme un grand gestionnaire de fonds d'investissement qui peut être exposé passivement à des chocs externes sur les marchés, et le « risque systémique » qui s'applique à une entité qui est elle-même la source d'un choc systémique généralisé sur les marchés. Dans le premier cas, l'entité devrait être assujettie à une réglementation prudentielle générale pour la mettre à l'abri des chocs externes. Dans le deuxième cas, l'institution devrait être assujettie à des réglementations « dérangementes » pour l'institution, comme d'autres exigences en matière de fonds propres et liquidité, ciblées sur les institutions qualifiées de systématiquement importantes.

Actifs par type d'investisseurs institutionnels



Selon ce modèle, une institution en difficulté ou en défaillance désordonnée à cause de sa taille, sa complexité et

l'interdépendance systémique peut provoquer un choc dans le secteur financier qui se répercute dans l'économie réelle à cause de son exposition au marché par la taille du bilan et le levier financier, et de ses activités de prêt et financement dans le secteur financier et l'économie. L'impact d'un choc financier ou économique important sur les grands gestionnaires de fonds d'investissement, organismes de placement collectif, fonds privés de placement et les grandes caisses de retraite peut déclencher des ajustements de portefeuille généralisés qui aggraveront l'effondrement du prix des actifs. Cependant, l'impact sur le secteur financier et l'économie sera moindre que celui des banques, sans les protections de Bâle III, à cause de l'importance pour l'économie des prêts et financements fournis par le système bancaire et de l'important levier financier qui grève le bilan des banques. Cela étant dit, les ajustements de portefeuille à grande échelle qui pourraient être réalisés par les grands gestionnaires de fonds d'investissement, particulièrement pour répondre aux retraits de la part des clients, pourraient avoir un impact majeur sur les prix des actifs lors d'une crise financière.

Nouvelle orientation des organismes de réglementation multinationaux

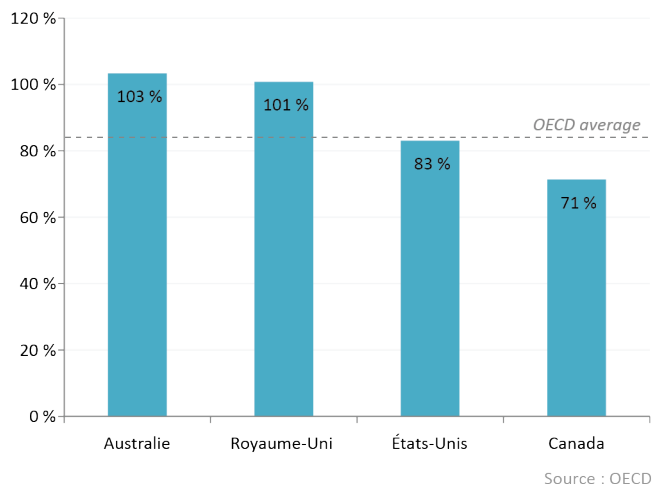
Le FSB et l'OICVM ont [déclaré](#) le 17 juin 2015 que les plus grands gestionnaires de fonds d'investissement ne constituent pas un risque systémique sur les marchés internationaux, mais qu'en cas de crise financière ils pourraient aggraver l'effondrement des prix à cause de leurs propres actions sur les marchés. C'est pourquoi l'objectif de la réforme n'est pas d'imposer à chaque institution des règles précises pour minimiser le risque systémique, mais de remettre l'accent sur les risques de liquidité du marché et de recommander l'adoption de règles pour : « contrôler » ou restreindre les retraits des clients d'un organisme de placement collectif; limiter l'exposition à des catégories d'actifs; et restreindre le levier financier par les emprunts directs et les opérations de pension.

Le gouvernement canadien et les organismes canadiens de réglementation des valeurs mobilières suivront probablement les recommandations du FSB et de l'OICVM au sujet des grands gestionnaires de fonds d'investissement. Le Bureau du surintendant des institutions financières du Canada (BSIF) et les organismes de réglementation provinciaux des valeurs mobilières réglementent les plus grands organismes de placement collectif. Ces organismes de réglementation travailleront de concert à adopter les règles proposées par les instances réglementaires internationales si elles ne sont pas déjà en vigueur, en modifiant le cadre réglementaire actuel pour limiter l'effet de cascade sur le prix des actifs en cas d'effondrement financier.

Les plus grandes caisses de retraite gouvernementales sont dans une classe à part, car ces fonds gérés ne sont pas réglementés par le BSIF ni par les organismes provinciaux de réglementation des valeurs mobilières. Ces grands fonds exonérés d'impôt sont présents massivement sur les marchés canadiens des capitaux pour ce qui est des actifs sous gestion, des activités de négociation, du prêt de titres et des opérations de pension.

Actifs des caisses de retraite

Ratio des actifs sur le PIB en 2013



Ces caisses de retraite représentent le même risque pour les marchés canadiens des capitaux que les grands organismes de placement collectif ou que d'autres fonds de placement qui ne sont pas des caisses de retraite. Ces grandes caisses de retraite au Canada ont cependant pris des mesures importantes pour mieux gérer leurs risques depuis la crise financière de 2008. Leur conseil d'administration suit de près les recommandations du FSB et de l'OICVM en matière de risques de liquidité et d'exposition aux actifs, particulièrement alors que la liquidité du marché des titres d'emprunt se détériore et que le marché est anémique. Certains des plus grands gestionnaires de fonds d'investissement présents sur les marchés internationaux ont aussi déjà pris de leur côté des mesures pour minimiser le risque de liquidité, notamment : effectuer plus fréquemment des transactions de plus petite taille et négocier sur les plateformes de négociation électroniques, offrir des lignes de crédit, mettre en place leur propre pupitre de négociation pour les opérations de pension, et privilégier une stratégie « achat à long terme ».

Soupir de soulagement pour les institutions et organismes de réglementation canadiens

La conclusion à laquelle sont arrivés le FSB et l'OICVM que les grands gestionnaires de fonds d'investissement non bancaires ne constituent pas un « risque systémique important » sur les marchés des capitaux sera accueillie avec soulagement par ces institutions, car elles ne seront pas assujetties aux règles sévères en matière de fonds propres, liquidité et levier financier qui s'appliquent aux institutions systématiquement importantes. De plus, cette décision et ses motifs permettront au gouvernement fédéral canadien de dispenser les plus grands gestionnaires de fonds d'investissement, incluant les plus grandes caisses de retraite, de l'application de la Loi sur la stabilité des marchés des capitaux – une loi qui autorise le gouvernement fédéral à superviser le risque systémique sur les marchés canadiens des capitaux et à le réglementer. Cela évitera des dissensions et confrontations qui pourraient nuire à la mise en place du Régime coopératif en matière de réglementation des marchés des capitaux.

Cependant, il est important que les réglementations adoptées par les organismes de réglementation soient appropriées pour ces institutions financières présentes sur les marchés pour que l'exposition aux actifs ou les contraintes potentielles sur la liquidité de ces grands gestionnaires de fonds d'investissement ne nuisent pas à leur viabilité ni ne déstabilisent les marchés canadiens des capitaux. Puisque les grandes caisses de retraite canadiennes ne sont pas assujetties à la surveillance des organismes de réglementation des gouvernements fédéral et provinciaux, leur conseil d'administration et leurs dirigeants devront adopter des mesures précises pour minimiser les risques et les problèmes de liquidité du portefeuille.

Conclusion : s'assurer que les marchés des capitaux continuent de bien tenir le coup

Les marchés des capitaux ont assez bien tenu le coup depuis la crise financière de 2008, malgré la persistance d'une conjoncture économique mauvaise et incertaine, la crise des titres d'emprunt en Grèce, et la vulnérabilité des marchés en Chine. Il n'est pas du tout certain que les marchés internationaux puissent résister à un choc financier majeur. Le système bancaire international est beaucoup plus résistant et beaucoup mieux préparé à faire face à un repli généralisé du marché. Dans les années qui ont suivi le krach financier, les grands gestionnaires de fonds d'investissement qui ne sont pas des banques ni des compagnies d'assurance ont augmenté l'éventail de leurs activités de même que leur participation sur les marchés internationaux. Il est de mise de se questionner sur le risque systémique posé par des entreprises qui ne sont pas des banques ni des compagnies d'assurance. Même si le consensus est que le risque systémique ne relève maintenant que du secteur financier, il faut que les organismes de réglementation, les gouvernements et les « superviseurs » désignés révisent le bien fondé du cadre réglementaire en vigueur qui s'applique aux plus grands gestionnaires de fonds d'investissement pour s'assurer qu'il prévoit une gestion prudentielle de la liquidité, de l'exposition du portefeuille et du levier financier.

Veuillez agréer mes salutations distinguées.

Ian C. W. Russell, FCSI
Président et chef de la direction de l'ACCVM
Juillet 2015