

La crise des PCAA: regard fiduciaire et leçons à retenir

Présentation au Séminaire 2008 de la FTQ sur les régimes
complémentaires de retraite

par Michel Lizée,
SCFP, section locale 1294 (FTQ)
Service aux collectivités (UQAM)

Plan de la présentation

- 1. Introduction**
- 2. Qu'est-ce qu'un PCAA ? Qui sont les acteurs ?**
- 3. Quelles sont les caisses de retraite les plus touchées par la Crise ?**
- 4. Éléments et leçons à retenir d'un point de vue fiduciaire**

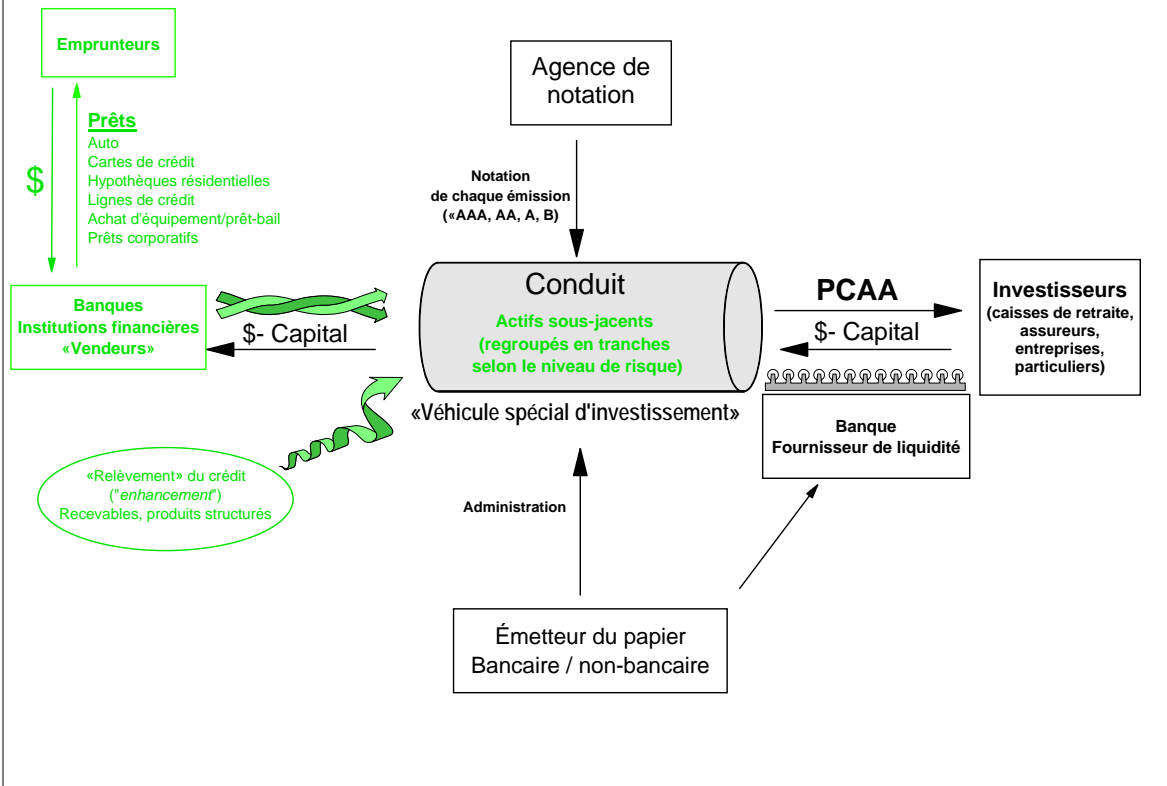
Introduction

1. Objectifs poursuivis
 - a. Comprendre dans les grandes lignes ce qui s'est passé;
 - b. Y'a-t-il des leçons à en tirer au plan fiduciaire ?
2. Les caisses de retraite ne sont pas toutes directement affectées, et plusieurs qui le sont directement ne subissent qu'un impact minimal, mais les implications et les conséquences de cette crise de liquidité - et peut-être éventuellement de capitalisation du secteur financier - nous touchent tous.
3. Ne se veut pas une analyse en profondeur de la crise ou des solutions élaborées.
4. Une bonne partie de l'information qui suit provient d'une journée d'étude sur la Crise de liquidité du marché monétaire organisée en octobre 2007 par le Forum des pratiques fiduciaires.

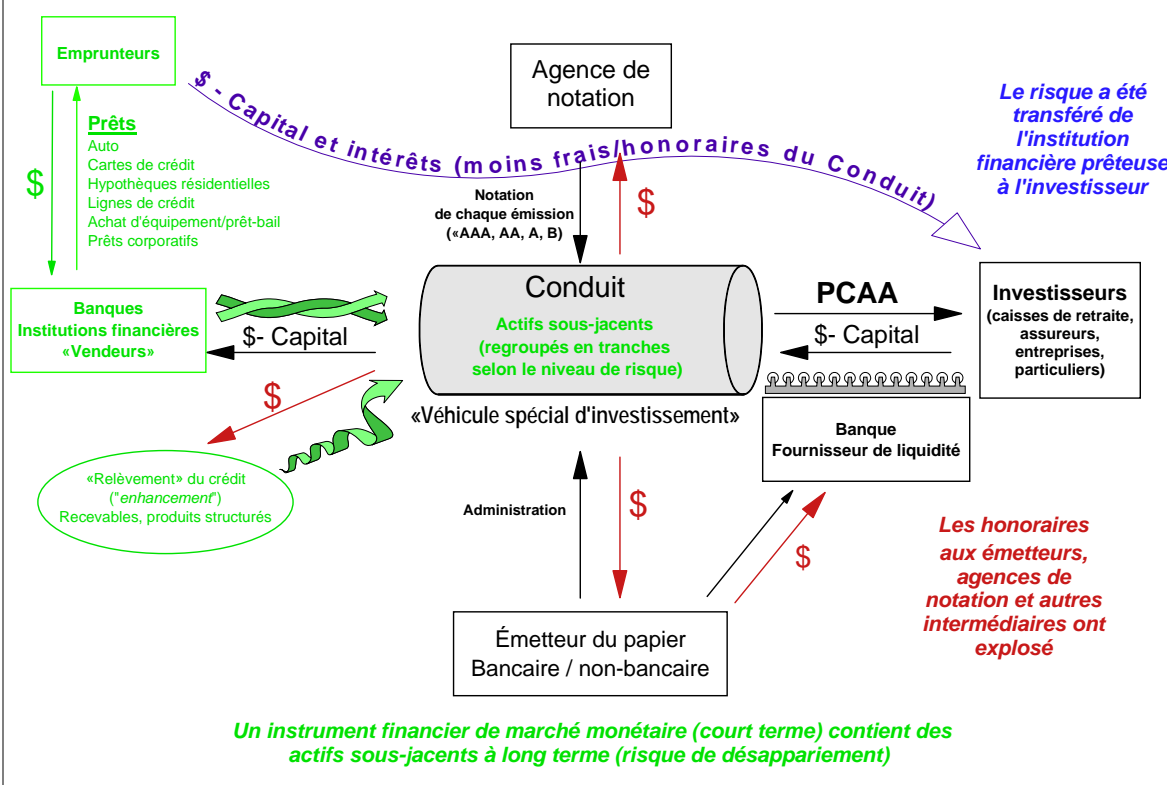
Le Papier commercial adossé à des actifs (PCAA): c'est quoi ?

1. Un titre financier émis par une institution financière (banque ou autre) et considéré comme un produit de marché monétaire...
2. ... dont les rendements dépendent d'un ensemble de revenus d'un portefeuille de prêts divers qui ont été regroupés par tranche de risque...
3. ... dont l'investisseur ne connaît pas la composition exacte mais se fie sur la notation d'une agence de notation externe (ex: AAA)...
4. et qui promet un rendement légèrement supérieur aux bons du trésor, acceptations bancaires et autres effets du marché monétaire.
5. Développement favorisé par une réglementation du BSIF en 1994 qui exemptait les banques, à certaines conditions, de l'obligation de conserver de capital à titre de provision pour couvrir l'exposition de la banque à du PCAA, contrairement à un prêt conventionnel. Ceci permettait aux banques de déployer plus de capital à des fins de profit.
6. Compte tenu des faibles taux d'intérêt en vigueur, beaucoup d'investisseurs investissant dans le marché monétaire (échéance de moins d'un an) se sont précipités sur ces titres cotés AAA ou AA pour aller chercher quelques fractions de pourcentage de revenu de plus que celui offert par les bons du trésor ou les acceptations bancaires.

La structure typique d'un *Papier commercial adossé à des actifs (PCAA)*



La structure typique d'un *Papier commercial adossé à des actifs (PCAA)*

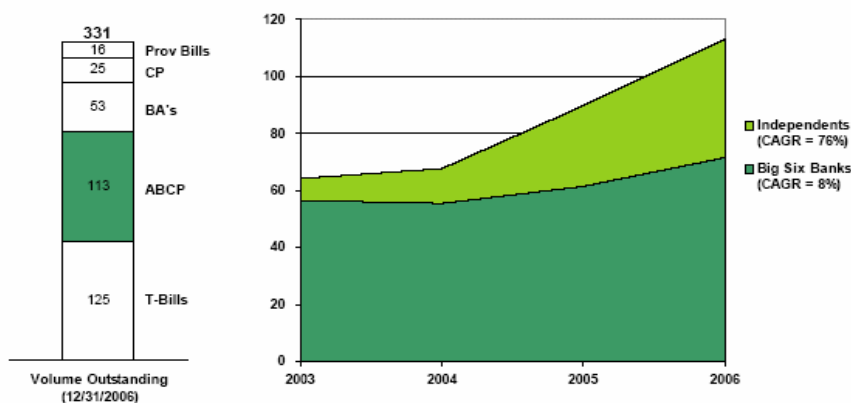


Canada: une liquidité qui ne voulait rien dire...

1. De façon à garantir que les fonds seront disponibles pour rembourser les PCAA rendus à terme (même si les actifs sous-jacents ne le sont pas nécessairement, ceux-ci devant être «roulés» dans le PCAA suivant qui sera émis), les conduits doivent avoir une source alternative de liquidité, normalement une ligne de liquidité assurée par une banque. Cette ligne de liquidité doit permettre au conduit de rembourser les détenteurs de PCAA rendus à maturité et le conduit remboursera la banque lorsqu'un nouveau PCAA sera émis. Cependant, les critères obligeant une banque à ouvrir ses liquidités dans les PCAA canadiens sont beaucoup plus restrictifs que ceux en vigueur ailleurs:
 - a. Liquidité de style «global»: la banque doit avancer l'argent si le conduit n'est pas en mesure d'émettre de nouveaux PCAA avec un taux reflétant un écart raisonnable avec les acceptations bancaires (ex: à l'intérieur de ½ de 1%), à la condition évidemment que le conduit ne soit pas alors en défaut ou insolvable
 - b. Liquidité de style «canadien»: nettement plus restrictif. En pratique, la banque ne doit avancer l'argent que s'il est impossible d'émettre de nouveaux PCAA à quelque taux que ce soit («perturbation généralisée du marché»), sans compter la condition que ni le conduit ni ses actifs sous-jacents ne doivent avoir subi de décote.
 - «Cette condition pour une avance de liquidité [par la banque] est étroite au point de ne plus vouloir rien dire» (Standard & Poor's, 2002, 3). Voilà pourquoi ni Standard & Poor's, ni Moody's n'ont pas accepté de noter le PCAA canadien, et qu'il y avait donc une seule agence, DBRS, qui émettait une notation sur le papier commercial canadien.
2. Maintenant que la crise est arrivée, DBRS a annoncé qu'ils refuseront de noter des PCAA avec une liquidité de style «canadien», mais seulement ceux de style «global». Ça revient à fermer les portes de l'écurie une fois que le cheval s'est sauvé...

Un marché qui avait grossi énormément

Composition of Canadian Money Market (\$bn)

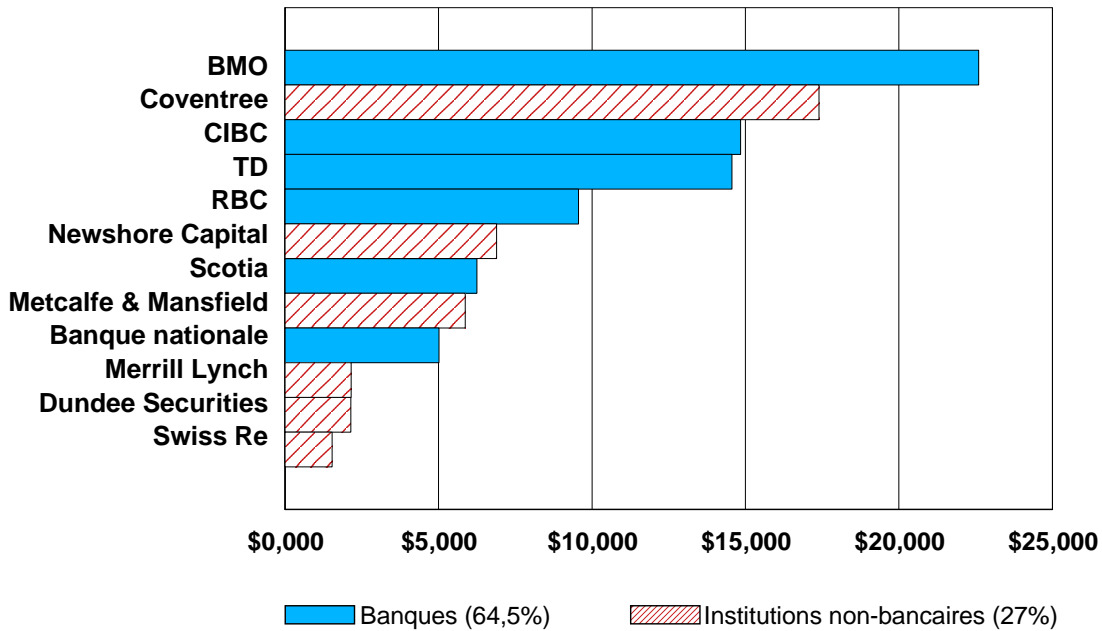


Source: Bank of Canada, DBRS

Source: Kilgour et Puffer (2007, 8)

Qui étaient les 12 plus gros émetteurs de PCAA ?

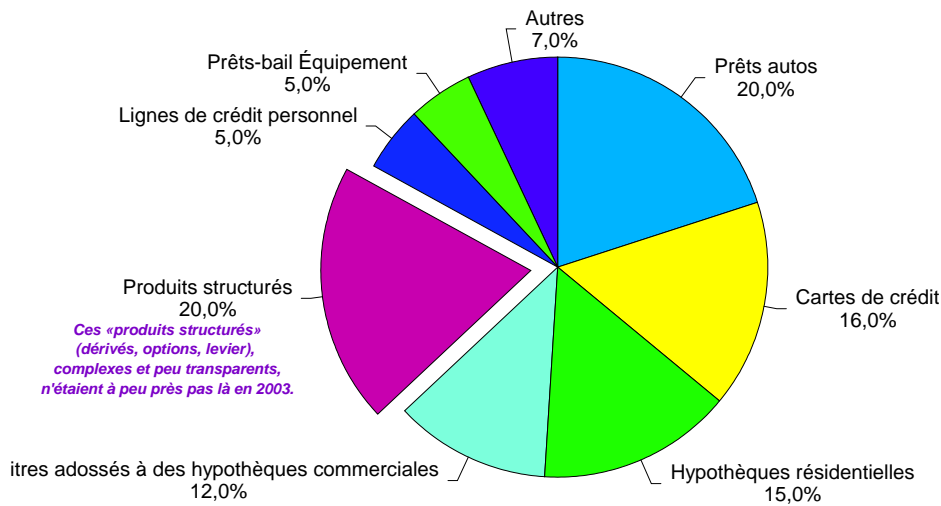
Actifs de conduits administrés
(31 déc. 2006 - \$ Milliards)



Source: Kilgour et Puffer (2007, 9) et Rabiasz (2007, 8)

Qu'est-ce que les PCAA contiennent comme actifs sous-jacents ?

Les actifs sous-jacents, 31 déc 2006



Une partie importante du problème est qu'aucun investisseur ne connaît avec certitude les actifs sous-jacents d'un PCAA donné et la qualité de ces actifs.

Résultat: personne ne veut acheter, donc personne ne peut vendre. Liquidité zéro.

Source: Kilgour et Puffer (2007, 10)

Une crise de confiance, un problème de liquidité

1. Les investisseurs pensaient avoir investi dans du papier monétaire, ils réalisent qu'une grande partie des actifs sont des actifs à moyen et long terme (*désappariement*)
2. Ils aimeraient bien vendre leur papier commercial *maintenant*, mais ni eux ni aucun acheteur ne sait ce que chaque papier contient comme actifs sous-jacents (composition et qualité), et ils ne le sauront qu'au fur et à mesure que les paiements vont entrer ou qu'il y aura des défauts.
3. La conséquence est qu'il n'y a plus de transactions qui se font: crise de confiance = crise de liquidité.
4. Comme elles ne se transigent plus, on ne sait plus ce qu'elles valent. Pour éviter une débâcle financière où tout le monde serait obligé de dévaluer ses actifs à cause d'une vente de feu de quelques investisseurs mal pris, il y a eu un moratoire de décrété sur ces titres. Les vendeurs ne peuvent plus les vendre pour le moment. Plusieurs institutions financières qui en détiennent ont déjà pris des provisions pour pertes, estimant qu'elles ne pourront pas les vendre à leur pleine valeur.
5. Le plan de sauvetage, selon ce qu'on en sait du plan proposé, serait de convertir ce «papier commercial» du marché monétaire en titre à revenu fixe à moyen et long terme, le même que celui des actifs sous-jacents. Une majorité de porteurs représentant les 2/3 du papier commercial devra approuver le plan.

Quelles sont les caisses les plus *directement* touchées par la crise des PCAA ?

1. **Les caisses en voie de liquidation**
 - ✓ Elles doivent à court terme liquider les actifs
2. **Les caisses ayant besoin de liquidité**
 - ✓ Les cash-flows sont insuffisants
 - ✓ Elles devront liquider d'autres actifs
3. **Les caisses ayant investi dans des fonds communs de marché monétaire**
 - ✓ Le fonds n'est plus liquide
 - ✓ Que fait le gestionnaire ? Comment évaluer ces fonds ?
4. **Les caisses qui utilisaient des produits synthétiques (ex: S&P 500) et les couvraient avec du papier commercial au lieu d'acceptations bancaires**

Quelques questions importantes

1. Quand estime-t-on pouvoir régler le problème de tous les PCAA ?
2. Y'aura-t-il des pertes, quelle en sera l'ampleur ?
3. Pourquoi toute l'information pertinente n'est pas transmise à tous les investisseurs ?
4. Les institutions qui ont créé les produits structurés et établi les swaps sont parfois celles qui doivent fournir la liquidité: y'a-t-il un conflit d'intérêt ?
5. A-t-on vendu des PCAA en sachant qu'on avait possiblement un problème ?
6. Les gestionnaires qui ont acheté des PCAA sans en connaître toutes les composantes sont-ils responsables en cas de perte ?
7. Quelle est la responsabilité des agences de notation ? Les méthodes utilisées par les agences de notation doivent-elles être revues ?

Source: Bergeron (2007, 12-13)

Quelques leçons à retenir - dont plusieurs fondamentales pour n'importe quel placement

1. La divulgation est critique
2. Les mauvaises nouvelles voyagent vite
3. De mauvaises nouvelles plus un manque de divulgation créent de la peur
4. Des marchés liquides peuvent s'assécher instantanément
5. Une liquidité limitée à une «perturbation généralisée du marché» n'est pas suffisante
6. Les agences de notation ne sont qu'une source d'information parmi d'autres

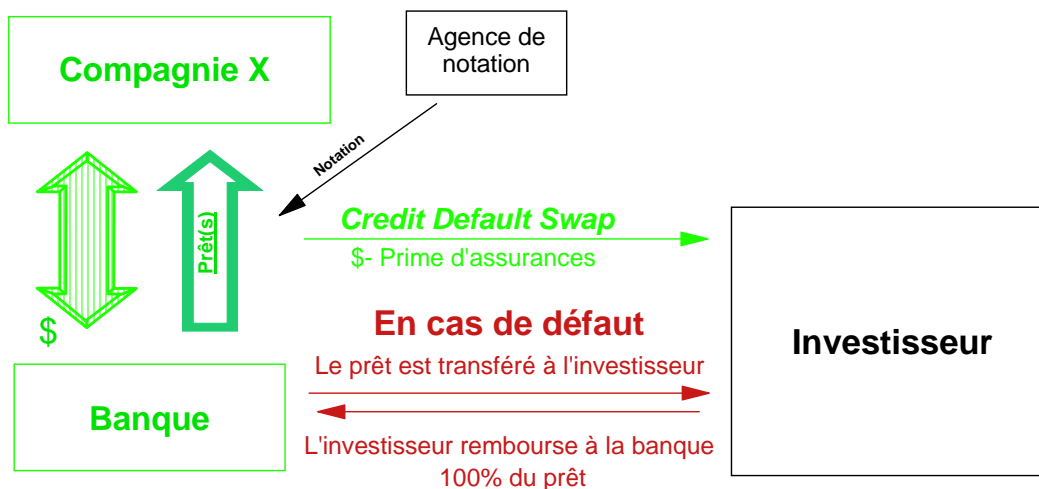
Source: Kilgour et Puffer (2007, 22)

Quelques principes fiduciaires à mettre en pratique

1. On nous disait de nous méfier des classes d'actifs «risquées» comme les fonds de couverture, mais la crise nous est arrivée par la classe d'actifs la moins risquée, le marché monétaire: ne rien prendre pour acquis.
2. Comprendre un produit avant d'investir ou de donner le mandat à un gestionnaire externe d'y investir notre argent. Si je ne comprends pas un produit financier ou si je ne suis pas capable de l'expliquer à un simple membre de mon régime de retraite, est-il prudent d'y investir l'argent de mes membres ?
3. Ne pas investir dans un produit ou une classe d'actifs si notre régime de retraite n'a pas une expertise suffisante pour la comprendre et suivre les placements et le niveau de risque auquel nous exposons l'argent de nos membres. Au besoin, aller chercher l'expertise suffisante pour faire le tour du jardin **avant** d'investir.
4. Examiner attentivement non seulement le rendement passé et les belles présentations des gestionnaires, mais peut-être surtout leur approche de mesure et de contrôle des risques ainsi que leurs pratiques fiduciaires: c'est **notre argent** qui est au bâton.

Épilogue: a-t-on vraiment appris quelque chose ?

Très récemment, un gestionnaire d'obligations canadiennes tient une conférence à Montréal et propose d'investir dans des «*Credit default swap*» (CDS)



Par dessus le marché, pour chaque titre de dette, il peut y avoir des dizaines de CDS, ou plus en circulation !

Selon ce gestionnaire, «ce produit n'a rien à voir avec les PCAA» !

Références

Bergeron, Jean, *La crise de liquidité. Forum sur les pratiques fiduciaires*. Oct 2007. 13 pp.

Kilgour, Colin et Puffer, Marlene (2007), *The ABCP Market. Anatomy of a Meltdown*. Sept. 2007. 23 pp

Rabiasz, Maria (2007), *Canadian Securitization ABCP. Considerations & Implications*. Oct. 2007. 14 pp..

Standard & Poor's (2002), «Leap of Faith: Canadian Asset Backed Commercial Paper Often Lacks Liquidity Backup», *Ratings Direct*. Toronto/New York. 1er août 2002. 6 pp.