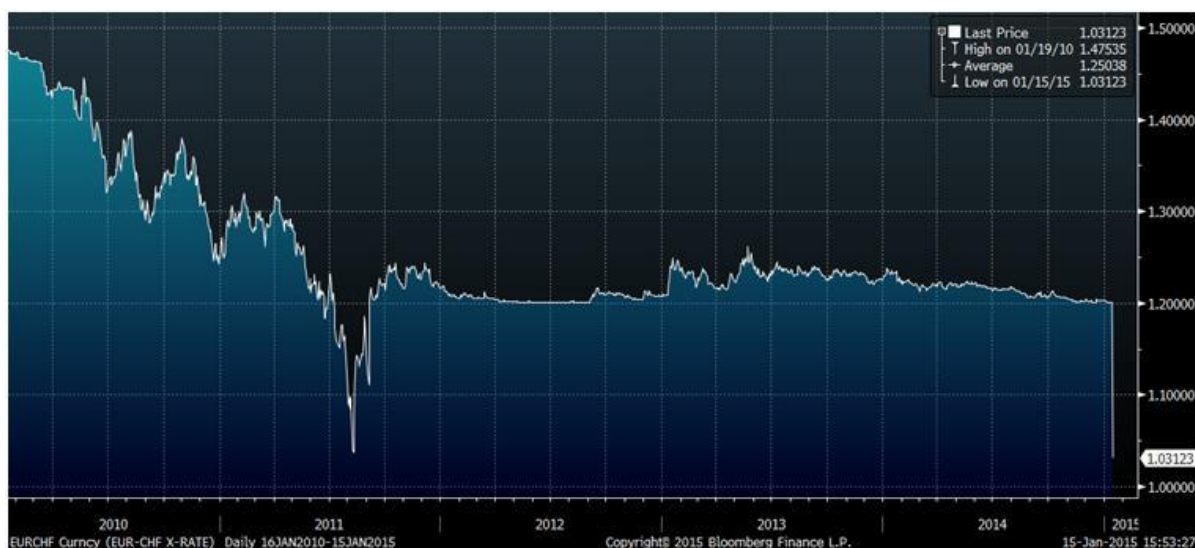


Franc Suisse: l'abandon du plancher à 1.20 et ses conséquences pour les structurés indexés.

Jeudi 15 janvier vers 10h30, la Banque Nationale Suisse a annoncé qu'elle cessait de défendre le seuil de 1,20 contre EURO.

Cela faisait maintenant plus de trois ans (septembre 2011) que, contre vents et marées, la BNS défendait avec succès ce plancher de 1.20 CHF pour un Euro. La Banque Centrale avait encore affirmé en décembre 2014 qu'elle entendait continuer à mettre en œuvre tous les moyens nécessaires pour défendre le plancher, et ce, avec la plus grande détermination.

La rupture est brutale et le premier niveau de stabilisation de la parité se situe entre 1 et 1.05, soit les mêmes niveaux que ceux atteints en septembre 2011 au pire moment de l'appréciation du franc suisse qui avait entraîné l'intervention de la Banque Nationale Suisse.



Evolution de la parité de change EURCHF depuis 5 ans, source Bloomberg

Au-delà des effets sur l'économie suisse, voici un tour d'horizon des conséquences financières immédiates de ce retournement sur les emprunts structurés des collectivités locales.

1- Pour les pouvoirs publics.

Cet évènement se produit au cœur de la période de mise en place du fonds de soutien aux collectivités locales exposées aux emprunts structurés sur la parité de change du franc suisse. A moins de restreindre le nombre de bénéficiaires, cela va remettre en cause l'adéquation entre les pourcentages d'aide proposés par le fonds de soutien et l'enveloppe disponible. Par ailleurs, certains dossiers ne pourront plus aboutir car l'effort résiduel demandé à la collectivité, même à pourcentage d'aide constant, excèdera le budget disponible.

2- Pour les banques.

Les dossiers présentés au fonds de soutien étaient autant de dossiers difficiles en moins. Pour certains d'entre eux, la solution s'éloigne.

Par ailleurs, le décalage de la valorisation des couvertures des emprunts structurés indexés sur le franc suisse va entraîner, comme en 2011, un besoin de liquidité nouveau des banques pour couvrir les appels de marge sur le marché interbancaire des produits dérivés.

3- Pour les collectivités locales.

C'est évidemment une très mauvaise nouvelle car une majorité d'emprunteurs n'avait pas pu dégager les moyens financiers pour réduire significativement les risques des emprunts structurés sur le CHF.

Si la parité se stabilise à 1.01 CHF pour un Euro, les coupons structurés d'une opération typique avec un levier de 50% passent typiquement de 14 % l'an à 25.30% l'an. L'effet sur l'Indemnité de Remboursement Anticipé est également dévastateur, puisqu'il combinera les effets négatifs de la hausse de la parité au comptant, de l'écart de taux d'intérêts entre l'Euro et le Franc Suisse (puisque la Banque Nationale Suisse a simultanément baissé ses taux) et enfin et surtout d'une hausse de la volatilité implicite qui a bien sûr explosé à la hausse compte tenu de l'incertitude actuelle sur les mouvements futurs de la valeur du Franc Suisse sur le marché des changes. Un doublement des indemnités de sortie est à redouter.



Evolution de volatilité de change à 2 ans sur l'EURO CHF, source Bloomberg.

Après la nouvelle baisse des taux d'intérêts décidée par la BNS et annoncée simultanément à l'abandon du plancher de 1.20 contre Euro, espérons que la Banque Nationale Suisse saura trouver d'autres moyens de contenir l'appréciation du Franc Suisse, ce qui, plus que jamais, est aussi dans son intérêt.

Compensation centrale : De l'incitation à l'obligation.

Le risque d'accumulation doit mobiliser l'attention de tous.

Les grandes banques de marché compensent centralement leurs dérivés depuis plus de 10 ans, mais de manière volontaire, dans un but d'optimisation de leurs risques de contrepartie et de leur consommation de fonds propres. EMIR introduit un changement majeur puisque les contreparties financières (et assimilées) vont progressivement être obligées de compenser centralement les transactions OTC vanilles et liquides dont la liste a été publiée courant 2014. Cette obligation entrera en vigueur pour les adhérents directs aux chambres dans les prochaines semaines.

Cette évolution de la compensation volontaire vers la compensation obligatoire va transformer en profondeur les risques et les coûts liés à la compensation centrale, du fait d'un phénomène prévisible mais inéluctable : l'accumulation de positions dans le même sens.

L'accumulation de risque a toujours été l'ennemi numéro un de la stabilité financière : Une grosse position est toujours une position dangereuse, simplement parce qu'elle est grosse, et ce, quelle que soit sa nature. Il y a une limite à ne pas dépasser dans l'accumulation du risque.

Or, l'obligation de compenser va générer naturellement une accumulation progressive de la position ouverte de chaque intervenant face à la chambre de compensation.

Pourquoi ?

Parce que chaque établissement aura un sens prédominant face à la chambre en raison de son activité et de celle ses clients qui l'amènera, par exemple, à majoritairement payer ou recevoir le taux fixe dans les swaps où la compensation centrale est obligatoire. Ce biais structurel entraînera une augmentation tendancielle de l'Initial Margin de chaque intervenant face à la chambre.

Sur plusieurs années, la construction de la position structurelle face à la chambre peut devenir très importante et il n'y aura plus d'échappatoire, en particulier si la position structurelle de l'établissement correspond à la position structurelle de la place toute entière. Car dès lors que tous les produits et que tous les clients ne sont pas soumis à la compensation, il y aura un déséquilibre structurel qui s'accumulera face aux chambres : c'est inévitable.

Pourquoi est-ce problématique ?

Du point de vue des banques, l'accumulation d'Initial Margin génère des coûts (liquidités, exigences en fonds propres) qui augmentent de manière non linéaire au delà d'un certain niveau d'Initial Margin. C'est également une mesure de l'exposition de la banque face à la chambre.

Du point de vue de la chambre, et donc naturellement du risque systémique, parce l'augmentation de l'Initial Margin traduit une augmentation du risque de dénouement de la position d'un adhérent défaillant.

Pourquoi la compensation volontaire était-elle différente par nature?

Car sous le régime du volontariat, il restait possible d'équilibrer globalement son portefeuille de dérivés face à la chambre en ne mettant en chambre que les opérations qui réduisaient le risque de contrepartie et économisaient les fonds propres afin de ne pas laisser dériver la taille de l'Initial Margin.

Pourquoi est-ce différent de ce qui se passe sur les marchés organisés ?

Les bourses ont toujours mis des limites à la position ouverte de chaque intervenant sur les contrats listés. Ici, la chambre de compensation ne pourra sans doute pas imposer de limite puisque la compensation est obligatoire. La seule ligne de défense des chambres de compensation face à ce risque est de pénaliser l'adhérent direct à travers des marges additionnelles. Ces marges additionnelles se déclenchent vite, même pour un intervenant de taille modeste, dès lors qu'il a un sens structurel face à la chambre de compensation.

Quelles conséquences ?

Il y a un risque que le coût de la compensation centrale augmente fortement, cela peut d'ailleurs autoréguler le problème en détournant progressivement les acteurs du marché des dérivés OTC devenu trop coûteux. Mais en dehors de ce cas de figure, cela signifie que le risque systémique des chambres de compensation va augmenter structurellement avec la croissance attendue des Initial Margins

Que faut-il faire ?

Dans un premier temps il faut mesurer et comprendre. Quelle est l'ampleur du phénomène et quel est le calendrier prévisible ? C'est un travail plus ou moins facile, à réaliser au niveau de chaque intervenant, au niveau des chambres de compensation et au niveau des régulateurs.

Dans un second temps, il faut prendre des mesures pour contenir la dérive structurelle.

Initialement, il sera aisé pour tous de tenter de juguler la hausse des Initial Margins en utilisant le stock des opérations historiques non soumis à la compensation obligatoire puisque traité avant la date butoir. Mais dans un second temps, il faudra sans doute que chaque intervenant repense sa stratégie de production des dérivés soumis à la compensation centrale obligatoire en recherchant une forme d'équilibre permettant de gérer la croissance de l'Initial Margin face aux chambres de compensation.

Ce risque n'est pas imminent mais il est réel et devra être géré au cours des prochaines années. C'est à notre sens un des risques majeurs des chambres de compensation.

Contacts :

Elsa Sitruk, Directrice Générale

Tel : 01 70 60 72 33

elsa.sitruk@esterfinance.com

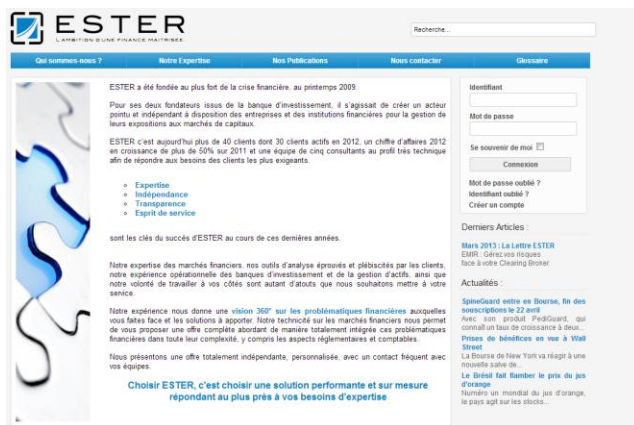
Stéphane Kourganoff, Président

Tel : 01 70 60 72 32

stephane.kourganoff@esterfinance.com

Site Internet : www.esterfinance.com

Lettre d'information : La Lettre ESTER



Rédigée le 15 janvier 2015

Avertissement

La société ESTER s'entoure de toutes les précautions d'usage et tests pour fournir des informations aussi justes que possible. En aucune façon, les niveaux de prix et informations fournies par ESTER, ne constituent un conseil en investissement. Ces valorisations et informations ne représentent pas non plus une sollicitation, recommandation ou invitation à acheter ou vendre des produits financiers et n'engagent en aucune manière la société ESTER. Les idées et opinions émises dans le cadre de cette lettre par les consultants d'ESTER résultent d'analyses faites en toute bonne foi et sur la base d'un ensemble limité d'informations qu'ESTER et ses consultants pensent être fiables. Elles n'ont aucun pouvoir prédictif sur l'évolution des marchés. ESTER ou ses consultants ne pourront être en aucun cas rendus responsables de toute action, manque d'action, ou délai dans l'action résultant des analyses et opinions exprimées dans cette lettre. Avant d'agir sur la base de ces opinions ou idées, vous devrez décider si elles sont applicables à votre situation propre, à vos objectifs de gestion, et à votre situation réglementaire et fiscale. En conséquence, ESTER ne pourra être tenu comme responsable des idées, déductions, conclusions et plus généralement toute information communiquées dans cette lettre. ESTER décline toute responsabilité sur l'utilisation que le Client ou de tierces personnes pourraient faire des informations, résultats, et analyses déclinant de la mission.

ESTER est Conseiller en Investissements Financiers immatriculé à l'Orias sous le numéro 13000667, www.orias.fr, et membre de la CNCIF.