

Swiss Finance Institute Roundups

Endettement des entreprises : Gare au retour de bâton

Editorial



Fin 2021, la dette mondiale des entreprises atteignait l'équivalent du PIB mondial. Depuis, l'économie mondiale a été considérablement impactée par la guerre en Ukraine et par la résurgence de l'inflation. Dans ce SFI Roundup, des universitaires et des experts du secteur analysent la situation actuelle du marché de la dette des entreprises et examinent ses probables prochains développements. Dans quelle mesure les craintes fréquemment exprimées au sujet du niveau élevé d'endettement des entreprises sont-elles justifiées? L'endettement des entreprises est marqué par une grande hétérogénéité: certaines formes d'endettement sont-elles évaluées de manière inefficace, et si oui, pourquoi? Les politiques des banques centrales créent certaines distorsions sur le marché de la dette: ces dernières peuvent-elles être corrigées? Le risque carbone est-il correctement évalué? Et la FinTech va-t-elle révolutionner la manière dont les entreprises recourent à l'emprunt?

Nous vous souhaitons une agréable lecture.



Prof. François Degeorge
Managing Director

Biographies

**Lorenzo Bretscher**

Lorenzo Bretscher est membre du corps professoral du SFI et professeur assistant de finance à l'Université de Lausanne. Il était auparavant affilié à la London Business School. Avant ses études doctorales, il a travaillé comme analyste chez Credit Suisse. Ses recherches portent sur les marchés financiers et sur l'efficacité des marchés. Il est titulaire d'un doctorat en finance et en économie de la London School of Economics.

**Erwan Morellec**

Erwan Morellec est titulaire d'une Senior Chair du SFI et est professeur de finance à l'Ecole Polytechnique Fédérale de Lausanne. Il a auparavant enseigné à l'Université de Rochester et à l'Université de Lausanne. Ses recherches portent sur les décisions relatives à la structure du capital, les options réelles, la gestion du risque, la gestion des liquidités et le risque de crédit. Il est titulaire d'un doctorat en finance de HEC Paris.

**Virginie Fauveau**

Virginie Fauveau est responsable de la division Entreprises de la Banque Cantonale de Genève (BCGE) et possède une expérience de plus de 20 ans dans le domaine bancaire et financier. Avant de rejoindre la BCGE, elle a passé plus d'une décennie en tant que Managing Director chez Capital Transmission, une société spécialisée dans le Private Equity. Elle est titulaire d'un master en ingénierie financière de l'ESLCA Business School à Paris.

**Steven Ongena**

Steven Ongena est titulaire d'une Senior Chair du SFI et est professeur de banque à l'Université de Zurich. Il a reçu de nombreux prix pour ses recherches et est consultant de recherche auprès de plusieurs banques centrales européennes. Ses travaux portent sur l'intermédiation financière empirique et l'économétrie financière appliquée. Il est titulaire d'un doctorat en économie de l'université de l'Oregon.

**Frederick Mellors**

Frederick Mellors est co-responsable de la division "Cross Asset" et responsable de la stratégie des titres à revenu fixe au sein du "Chief Investment Office of UBS Wealth Management". Au cours des 20 dernières années, il a consacré sa carrière à la gestion de portefeuille dans le domaine des titres à revenu fixe, ainsi qu'à l'analyse des marchés mondiaux. Avant de rejoindre UBS il y a 15 ans, il a travaillé en Australie pour Principal Global Investors, ANZ et Citi. Il est titulaire d'un bachelor en sciences actuarielles et d'un bachelor en commerce, tous deux obtenus à l'Australian National University.

**Daniel Rupli**

Daniel Rupli est responsable de la division "Single Security Research" (actions et obligations) chez Credit Suisse. Au cours de sa carrière de près de 30 ans, il a occupé différents postes d'analyste de crédit et a joué un rôle important dans l'aspect achat et vente de la recherche sur le crédit pour le compte d'entreprises suisses et de clients institutionnels en Suisse. Il est expert diplômé en économie bancaire avec brevet fédéral de la Haute Ecole de Lucerne.

Quelques spécificités du marché de la dette des entreprises

A quoi sert la dette des entreprises et que nous apprennent les derniers chiffres ?

► **E. Morellec:** L'objectif principal de l'endettement des entreprises est de lever des capitaux pour financer un projet spécifique ou pour refinancer un ensemble de prêts existants. Mais suite à une longue période de faibles taux d'intérêt, de nombreuses entreprises se sont écartées de ce schéma traditionnel, souvent sous la pression d'investisseurs activistes. Elles ont commencé à émettre des emprunts pour procéder à des rachats d'actions, voire pour distribuer des dividendes. La dette des entreprises a considérablement augmenté au fil des années, tant en termes relatifs qu'en termes absolus et le faible niveau des taux d'intérêt constitue clairement un facteur important de cette hausse. Les écarts relatifs aux obligations n'ont que peu évolué et la durée globale est restée stable, mais la répartition des notations des obligations a énormément évolué. Le principal risque lié au niveau actuel de l'endettement des entreprises tient, selon moi, à l'impact de la hausse actuelle des taux d'intérêt, alimentée par l'inflation, sur les entreprises.

Quels sont les principaux types de dettes des entreprises ?

► **F. Mellors:** La principale distinction est de savoir si la dette est une obligation ou un prêt. Les obligations sont généralement émises, achetées et vendues sur les marchés financiers, tandis que les prêts sont consentis par les banques et peuvent ensuite être vendus sur les marchés des capitaux. La distinction suivante consiste à déterminer si la dette est dûment garantie ou non par un nantissement. Une terminologie variée définit les spécificités de chaque type de dette : on parle ainsi de dette senior, junior, mezzanine, convertible, fixe, flottante ou encore perpétuelle. Mais derrière ces

catégories, une règle universelle perdure, selon laquelle les dettes plus risquées doivent se traduire par des intérêts plus élevés.

► **V. Fauveau:** Il existe une nette différence entre les États-Unis et l'Europe en ce qui concerne le recours au financement par emprunts obligataires ou par prêts bancaires. La loi Glass-Steagall de 1933 avait imposé une séparation entre d'un côté les banques d'investissement de Wall Street et de l'autre les banques commerciales de Main Street. Cette législation avait provoqué une rupture dans le continuum des services bancaires américains que le marché obligataire a comblée. L'héritage de cette loi est encore visible aujourd'hui, puisque les entreprises américaines sont essentiellement financées par des obligations (à hauteur d'environ 90%), tandis que leurs homologues européennes ont majoritairement recours à des prêts bancaires (à hauteur d'environ 70%).

Comment la Suisse se compare-t-elle aux autres pays en termes d'endettement des entreprises ?

► **F. Mellors:** Des données récentes de la Banque des règlements internationaux (BRI) indiquent qu'au troisième trimestre 2021, le niveau mondial de la dette des sociétés non financières a atteint un sommet de 86'000 milliards de dollars, ce qui représente environ l'équivalent du PIB mondial. Le même ratio atteignait en Suisse près de 145 %. Ce pourcentage plus élevé s'explique par le fait que trois des dix plus grandes entreprises européennes cotées en bourse sont basées en Suisse et que la Suisse abrite un certain nombre de grands groupes mondiaux de négoce de matières premières, qui financent activement leurs activités par le biais d'emprunts.



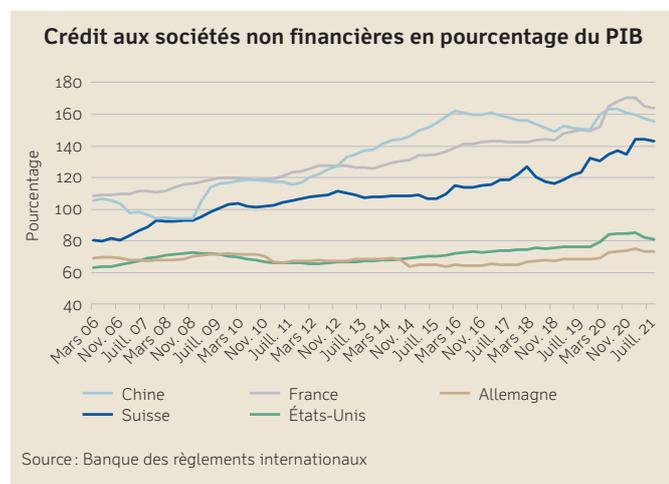
V. Fauveau: Les chiffres indiquent que le niveau d'endettement des entreprises suisses occupe un niveau intermédiaire en termes de comparaison internationale: les États-Unis et l'Allemagne se situent bien en dessous du niveau suisse, tandis que la France et la Chine se situent légèrement au-dessus. Lorsque l'on analyse les chiffres pour la Suisse, on constate qu'une part importante de cette dette est liée au financement de l'immobilier et que, dans le cas des petites et moyennes entreprises (PME), une bonne partie de leur dette est en réalité financée par les ménages qui sont propriétaires de l'entreprise. Mais les chiffres de la dette ne reflètent qu'une partie de la réalité. Il convient par ailleurs de déterminer la valeur et la rentabilité des actifs financés par la dette.

D. Rupli: En matière d'obligations, le marché financier suisse est quelque peu particulier. Pour qu'une obligation soit incluse dans le Swiss Bond Index, son montant d'émission doit atteindre au moins 100 millions de francs suisses et l'obligation doit être de catégorie "investment grade". Cela fait de la Suisse un marché attractif pour l'émission d'une obligation relativement modeste pour tout type entreprise, qu'elle soit nationale ou internationale. En outre, les entreprises suisses peuvent obtenir leur notation directement auprès d'une banque suisse, plutôt qu'auprès d'une agence de notation internationale. Ces facteurs rendent le marché suisse efficient et pragmatique pour les entreprises qui ont besoin de se financer, tout en permettant aux investisseurs d'investir dans un indice liquide et bien diversifié.

Qui sont actuellement les principaux acteurs du marché des obligations d'entreprise ?

D. Rupli: Les principaux détenteurs d'obligations d'entreprises sont les investisseurs institutionnels et les principaux émetteurs sont les institutions financières, ainsi que les entreprises industrielles et les sociétés de services publics. Lorsque les entreprises atteignent le niveau "investment grade", elles peuvent devenir très actives sur les marchés financiers, car elles sont alors en mesure de lever de grandes quantités de capitaux à des conditions intéressantes. Le marché obligataire est toutefois généralement beaucoup moins actif que le marché des actions. Au sein du marché obligataire lui-même, certains segments sont plus actifs que d'autres, la catégorie "investment grade" se caractérisant principalement par des stratégies de "buy and hold" (acheter et conserver), tandis que la catégorie des titres plus risqués et plus volatiles est marquée par des échanges plus actifs.

L. Bretscher: Les chiffres du marché indiquent en effet que le marché américain des obligations d'entreprises est dominé par les investisseurs institutionnels comme les compagnies d'assurance. Ils montrent cependant par ailleurs que cette situation est en train de changer. Les compagnies d'assurance représentent désormais 40 % du marché des obligations d'entreprises, les fonds communs de placement 20 %, les ménages et les fonds de pension 10 % chacun, le reste des détenteurs étant constitué de fonds négociés en bourse (ETF), de banques centrales et d'investisseurs étrangers. Il est intéressant de noter que les fonds communs de placement ne représentaient que 5 % du marché avant la crise financière mondiale de 2007-2008. Leur importance accrue a également une incidence sur les caractéristiques de l'obligation d'entreprise type recherchée par les investisseurs. Ainsi, alors que les compagnies d'assurance investissent généralement dans des obligations à long terme de qualité "investment grade", plutôt illiquides, les fonds communs de placement préfèrent investir dans des obligations à haut rendement, liquides et à court terme.



Comment fonctionne le marché de la dette

Quel est l'impact de l'incertitude sur les écarts de crédit et les investissements ?

► **F. Mellors:** L'incertitude est un vaste concept. Elle s'inscrit généralement sous la catégorie générique des primes de risque, qui peuvent être divisées en primes de liquidité, primes de crédit, primes d'inflation ou primes de terme, pour n'en citer que quelques-unes. Lorsque l'incertitude augmente, les primes de risque croissent également. Lorsque l'incertitude est élevée, en raison de risques de détérioration des conditions macroéconomiques, la prime de risque augmente aussi. Dans ce scénario, les risques de défaut augmentent et les investisseurs exigent une compensation plus importante pour assumer le risque de crédit.

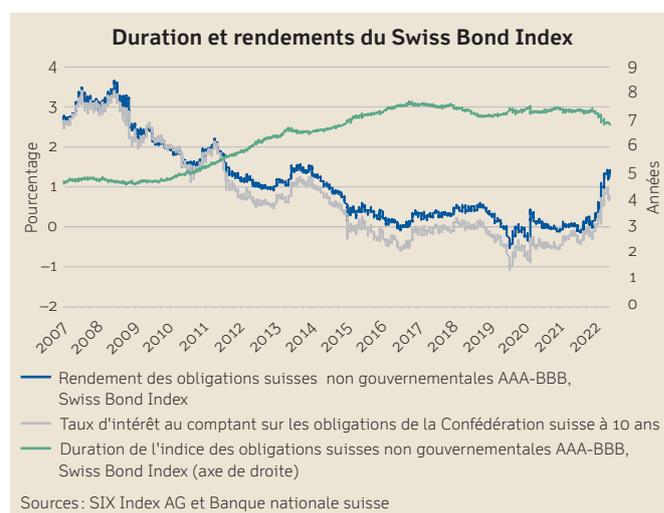
► **L. Bretscher:** Les données confirment clairement que l'incertitude relative aux taux d'intérêt freine les investissements et a donc un impact négatif sur l'économie réelle. Cet effet s'explique par le fait que les PME se financent généralement par le biais de prêts basés sur des taux d'intérêt flottants et qu'elles ne se prémunissent pas entièrement contre les risques liés aux variations des taux d'intérêt, et surtout contre les augmentations de ces taux. Une augmentation du taux d'intérêt réduit l'attrait de tout investissement dont le taux de rendement interne est relativement faible, cet impact négatif étant encore plus prononcé pour les PME qui se heurtent à des problèmes de financement.

Comment sont déterminés les taux directeurs des banques centrales et les taux d'intérêt du crédit ?

► **S. Ongena:** Les taux directeurs des banques centrales reflètent l'environnement macroéconomique général, en termes de croissance du PIB et des niveaux de chômage et d'inflation. Ils définissent le cadre général des investissements à court terme. Mais les politiques des banques centrales et notamment leur recours excessif à l'assouplissement quantitatif depuis près de 15 ans ont peut-être brouillé les mécanismes en place et creusé un fossé entre la réalité et le modèle théorique utilisé.

► **V. Fauveau:** Lorsque nous analysons les taux d'intérêt du crédit, nous devons tenir compte d'un ensemble de variables supplémentaires, outre les taux directeurs des banques centrales, comme les profils de risque, de liquidité, d'échéance et de durée de l'entreprise emprunteuse. L'offre et la demande de capitaux sur les marchés financiers, ainsi que le taux de refinancement de chaque institution financière, ont également un impact.

► **D. Rupli:** L'environnement actuel des taux d'intérêt a notamment modifié de manière significative la durée du Swiss Index Bond. Les entreprises suisses en ont profité pour se refinancer à un taux plus bas, tout en obtenant des échéances plus longues et en proposant aux investisseurs des rendements positifs.



Comment les variations des taux d'intérêt à l'étranger influent-elles sur les taux d'intérêt nationaux ?

► **F. Mellors:** En théorie, les variations des taux d'intérêt à l'étranger devraient se refléter dans les taux d'intérêt et les taux de change nationaux. C'est ce qu'on appelle la parité des taux d'intérêt, qui stipule que le différentiel de taux d'intérêt entre deux pays est égal à l'écart entre les taux de change à terme et au comptant. Il ne devrait pas y avoir d'arbitrage si l'on obtient un taux d'intérêt plus élevé à l'étranger qu'au niveau national, car les marchés des changes devraient compenser cette différence. En pratique cependant, la théorie ne s'applique pas toujours, car les taux d'intérêt et les marchés des devises évoluent constamment en fonction de l'évolution des attentes, et l'offre et la demande d'une devise particulière créent ce que l'on appelle une base de devises croisées qui reflète cette dynamique.

► **E. Morellec:** Si nous nous concentrons sur la Suisse, nous constatons que le taux directeur de la Banque nationale suisse (BNS) est largement influencé par le taux de la Banque centrale européenne (BCE). Pour réduire l'attrait du franc suisse par rapport à l'euro, la BNS a donc été contrainte de faire passer son taux en territoire négatif. Il sera intéressant de voir comment l'inflation

dans la zone euro influencera les taux de la BCE qui, à leur tour, influenceront les taux de la BNS. Il y a là une sorte d'énigme, car certains gouvernements européens, comme la France et l'Italie, ont massivement recouru à l'emprunt, ce qui s'est traduit par une augmentation considérable de leur ratio dette sur PIB. Ces pays réagiront probablement défavorablement à de fortes hausses de taux et plus favorablement au maintien d'une certaine inflation, qui leur permettrait de lutter contre leurs forts niveaux d'endettement. Mais ce faisant, ils créeront d'importantes distorsions entre épargnants et emprunteurs, anciens ou présents, et réduiront le pouvoir d'achat des consommateurs, en particulier celui des retraités et des personnes à faible revenu. Il faut s'attendre au cours des prochains mois à des débats animés autour des décisions politiques de la BCE. Les augmentations des taux d'intérêt auront par ailleurs un impact sur le marché boursier et sur les prix de l'immobilier.

► **V. Fauveau:** Les arbitrages internationaux sur les taux d'intérêt de crédit existent bel et bien, car les grandes entreprises tirent souvent parti du vaste réseau d'institutions financières auxquelles elles ont accès lorsqu'elles recherchent des taux d'emprunt bas. Reste cependant à savoir si cela a un impact sur les taux des entreprises locales.



Pourquoi une entreprise choisit-elle de se financer par l'emprunt plutôt que par ses fonds propres ?

► **L. Bretscher:** Les entreprises mettent dans la balance le coût des capitaux propres et celui des capitaux empruntés. En effet, alors que les paiements d'intérêts sont considérés comme un "coût d'exploitation" et sont donc déductibles des impôts, les dividendes sont imposables, car ils sont considérés comme un "bénéfice" pour les propriétaires de l'entreprise. Il est clair que la fiscalité n'est que l'une des nombreuses dimensions importantes à prendre en compte lors de cette pesée d'intérêts. Les considérations relatives au degré de contrôle de l'entreprise et les préoccupations des différentes parties prenantes, par exemple, jouent également un rôle important.

► **D. Rupli:** Le contexte récent marqué par cette dette "gratuite" a conduit à l'émission de plus en plus de dettes et de moins en moins d'actions, ainsi qu'à une évolution au sein du segment "investment grade" du marché de la dette. Auparavant, les entreprises cherchaient à décrocher une notation AAA; aujourd'hui, elles visent davantage la catégorie "investissement grade". Ce nouveau cadre crée une situation gagnant-gagnant pour les investisseurs, car les taux de défaut auxquels ils sont confrontés sont modérés. Quant aux entreprises, elles disposent d'une flexibilité de bilan beaucoup plus grande lorsqu'elles évoluent dans la catégorie inférieure de notation moyenne, plutôt que dans la catégorie supérieure. Les entreprises doivent être prudentes lorsqu'elles réalisent des acquisitions importantes financées par l'emprunt et lorsqu'elles sont dotées de notations de crédit plus faibles, car une détérioration des conditions économiques pourrait mettre à l'épreuve ces paramètres de crédit.

► **E. Morellec:** Les frictions du marché sont omniprésentes. Le fait que les paiements sur la dette soient déductibles des impôts n'est pas la seule raison pour laquelle une entreprise a recours à l'emprunt. Cela s'explique aussi par le fait que le coût de l'émission de la dette obligataire est bien moindre que celui de l'émission d'actions. Cependant, l'endettement présente aussi des inconvénients, car il expose les entreprises à des risques de défaut de paiement et est souvent lié à des clauses qui limitent la liberté de l'emprunteur. Lorsqu'elles choisissent entre un financement par capitaux propres et un financement par l'emprunt, les entreprises doivent évaluer la prévisibilité de leurs flux de trésorerie, ainsi que la tangibilité des actifs qu'elles achètent.

Existe-t-il un moyen de déterminer le niveau optimal d'endettement d'une entreprise ?

► **S. Ongena:** En théorie, il est possible de déterminer le niveau optimal d'endettement d'une entreprise, en partant du modèle de structure du capital des entreprises construit par Modigliani et Miller en 1958. Mais dans la pratique, il n'y a pas de formule aisée pour déterminer la combinaison optimale de dettes et de capitaux propres d'une entreprise. Les écarts par rapport au modèle de 1958 sont liés non seulement au fait que les intérêts sur la dette sont généralement déductibles des impôts, mais aussi à la présence d'asymétries d'information et à la probabilité de survie de l'entreprise.

La dette des entreprises peut être émise et échangée sur les marchés publics et privés. Quels sont les avantages et les inconvénients de chacun de ces marchés ?

► **E. Morellec:** Le marché obligataire permet à une entreprise d'avoir accès à un très large éventail d'investisseurs avec des moyens importants, ce qui constitue une solution pratique lorsque

l'on cherche à lever de grandes sommes d'argent. Les prêts sont par nature plus modestes que les obligations, mais en tant que solutions pour lever des capitaux, en particulier pour les PME, ils ont l'avantage d'être plus rapides et plus individualisés.

► **F. Mellors:** Le marché de la dette privée est actuellement très actif, ce qui est un effet secondaire de la quête permanente de rendements élevés et stables. La dette privée est généralement garantie et émise par des PME. Étant donné la taille modeste de ces entreprises et le fait qu'elles opèrent souvent dans des secteurs cycliques, les créanciers peuvent souvent négocier des clauses ou des conditions de prêt favorables, voire exercer une influence sur l'orientation stratégique de ces entreprises. L'inconvénient est que la dette privée est moins liquide que la dette publique. Les investisseurs doivent donc évaluer le compromis qu'ils sont prêts à accepter entre rendement et liquidité.



Ce que nous savons du marché actuel de la dette d'entreprise

Les niveaux d'endettement des entreprises atteignent des sommets. Quel risque cet énorme surendettement fait-il peser sur l'économie ?

► **V. Fauveau:** Les taux d'intérêt bas et négatifs ont clairement incité les entreprises à gonfler leurs bilans et à recourir massivement à l'emprunt. Cette hausse de la dette entraîne une augmentation du passif du bilan de l'entreprise, mais également une augmentation de l'actif. Je me préoccupe surtout de l'impact de l'évolution des taux d'intérêt sur l'évaluation des actifs et de la capacité des fonds propres à absorber une éventuelle baisse de valeur. Il faudra également surveiller de près l'évolution des flux de trésorerie des entreprises lorsque leur dette à long terme sera refinancée à des taux d'intérêt plus élevés.

► **S. Ongena:** Le niveau élevé de la dette actuellement détenue par les entreprises, ainsi que par les ménages et les nations souveraines, suscite des inquiétudes légitimes. La persistance de l'inflation et les hausses des taux d'intérêt créeront des distorsions sur le marché de la dette des entreprises. Sur la base d'une analyse des différentes possibilités de réduction de la dette, cette situation rendra probablement le recours à l'emprunt plus difficile pour les entreprises qui peinent déjà à être rentables dans les conditions actuelles et qui ne disposent pas d'une réserve de capital.

► **D. Rupli:** D'un point de vue général, le surendettement n'est pas un problème, tant que les entreprises parviennent à maintenir leur notation de crédit. Je m'inquiète cependant pour les entreprises qui ne peuvent pas ajuster rapidement leurs bilans. Ces dernières risquent de devenir trop grandes pour pouvoir être refinancées une fois qu'elles auront basculé de la catégorie "*investment grade*" vers celle du "*high yield*". De nombreuses entreprises de télécommunications et de services publics sont ainsi sur le point de devenir des "*anges déchus*". Mais de telles dégradations peuvent aussi se muer en opportunités d'investissement.

Qu'évaluent les notations de crédit et dans quelle mesure ces notations sont-elles fiables ?

► **V. Fauveau:** La notation de crédit est un concept statistique utilisé pour estimer la probabilité qu'une entreprise fasse défaut sur sa dette. Le problème est que seules les plus grandes banques d'investissement internationales, ayant accès à un grand nombre de débiteurs, peuvent s'approcher du critère consistant à opérer dans un environnement "dans la moyenne", un critère nécessaire pour calculer une notation de crédit précise. Malgré ce *caveat*, force est de reconnaître que la qualité des notations de crédit s'est

considérablement améliorée au fil du temps, et que la modification de la distribution des notations rend l'environnement de la dette beaucoup plus attrayant du point de vue du rendement du risque.

► **L. Bretscher:** Certaines critiques subsistent quant à la manière dont les notations de crédit évaluent le véritable risque de crédit sous-jacent. Suite à la crise financière mondiale de 2007-2008, il semble que les agences de notation soient désormais devenues moins disposées à octroyer des notes très élevées. Toutefois, l'activité s'est déplacée de l'extrémité supérieure de l'échelle de notation, le niveau AAA, vers le seuil de la catégorie "*investissement grade*". Le fait de se situer juste au-dessus du seuil d'investissement rend une obligation attrayante pour divers investisseurs institutionnels. Par exemple, les compagnies d'assurance peuvent maximiser le rendement par unité de capital à risque, ou les fonds de pension peuvent maximiser le risque et, par conséquent, le rendement attendu, à condition d'investir dans des obligations de niveau "*investment grade*". Une alternative à la méthode actuelle de notation des entreprises serait peut-être de s'appuyer davantage sur les données du marché, telles que les prix, qui reflètent les opinions des différents acteurs du marché.

► **D. Rupli:** Il est toujours aisé de critiquer les outils de mesure, quelles qu'ils soient, car des erreurs ont naturellement tendance à se produire. Les sceptiques doivent néanmoins reconnaître la possibilité de "causalités inversées", illustrée par le fameux problème de la poule et de l'œuf, via lesquelles les dégradations des notations de crédit se confirment d'elles-mêmes de par leur impact sur le marché. Les investisseurs doivent se forger leur propre opinion, en fonction des entreprises dans lesquelles ils souhaitent investir et des risques qu'ils sont prêts à prendre.

Pourquoi une entreprise devrait-elle émettre des obligations au lieu de contracter un emprunt bancaire ?

► **D. Rupli:** Les obligations sont soumises à un examen public beaucoup plus minutieux. Les entreprises émettant des obligations pour la première fois sont généralement confrontées à une dure courbe d'apprentissage, car elles doivent rendre publics leurs états financiers et engager des échanges plus intenses avec leurs banques. L'émission d'obligations permet cependant également à une entreprise d'être moins dépendante envers sa banque. Les sociétés immobilières suisses, par exemple, parviennent à obtenir des taux d'intérêt incroyablement attractifs, proches de 0% jusqu'à très récemment, pour une obligation senior non sécurisée, ce qui correspond à ce qu'une banque exigerait pour un emprunt hypothécaire.

Les processus de sélection et de suivi des entreprises par les banques sont-ils efficaces ?

► **F. Mellors:** Les banques ont souvent accès à davantage d'informations concernant l'entreprise que les investisseurs, ce qui leur permet d'en avoir une meilleure compréhension et vue d'ensemble. En outre, l'activité de prêt d'une banque s'étend souvent à des secteurs entiers, ou à de grandes parties du secteur des ménages, de sorte qu'elle peut souvent observer directement les signes avant-coureurs de stress ou d'exubérance sur le marché. Bien que ces connaissances puissent conférer à une banque un avantage de précurseur ("*first-mover advantage*"), compte tenu de la taille et de la concentration des risques qu'elle porte dans son bilan, sa flexibilité peut être quelque peu limitée. Une banque a souvent intérêt à collaborer avec ses emprunteurs, plutôt que de tenter de transférer les risques par le biais des marchés financiers.

► **E. Morellec:** Les banques font un très bon travail de sélection des entreprises, en particulier si l'on tient compte du fait que de nombreux prêts aux entreprises et de nombreuses entreprises ne font pas l'objet d'une notation externe. Pourtant, les informations externes, telles que les services de notation et l'accès aux données et aux réseaux de tiers, peuvent jouer un rôle décisif dans les décisions de financement en permettant de séparer le bon grain de l'ivraie. En règle générale, les banques doivent se méfier des défaillances du marché qui découlent d'une surabondance du crédit et des ventes forcées.

Quelle est l'importance des garanties sur le marché de la dette des entreprises ?

► **S. Ongena:** Les travaux de recherche montrent qu'il existe un déséquilibre sur le marché. Les clients les plus solvables sont souvent dispensés de fournir des garanties importantes et ils bénéficient de taux d'intérêt plus bas, tandis que l'on exige des clients à risque des garanties importantes et des taux d'intérêt plus élevés. Les données révèlent également que les banques réduisent rapidement leurs exigences en matière de garanties au fur et à mesure qu'elles développent leur relation avec un client. Cette tendance soulève des questions sur la manière dont les banques peuvent atténuer les risques de crédit au sein de leur clientèle.

► **D. Rupli:** Les garanties jouent évidemment un rôle important dans le financement d'une dette. Mais le marché ne prend pas toujours en compte la manière dont les banques peuvent se protéger des risques de défaut en reconditionnant la dette qu'elles financent et en la revendant à des investisseurs privés sous forme de titres productifs d'intérêts. Lorsqu'une banque lambda soutient

une entreprise en lui accordant un prêt d'un montant important, ce prêt ne reste pas toujours au bilan de la banque. L'activité de titrisation est, encore aujourd'hui, très répandue.

► **V. Fauveau:** Les garanties peuvent aller du matériel informatique aux équipements de fabrication en passant par les biens immobiliers. Étant donné son hétérogénéité, sa juste valeur marchande est quelque peu arbitraire et est influencée par les résultats économiques de l'entreprise. Lorsqu'une entreprise traverse une mauvaise passe, une variable de base essentielle à prendre en compte est sa capacité à tenir bon, ainsi que la relation que la banque entretient avec les propriétaires et les dirigeants de l'entreprise.

Quelle est l'efficacité des tampons de capital et de liquidité dans le pilotage du marché de la dette des entreprises ?

► **S. Ongena:** Il est difficile de démêler tous les effets en jeu ici, mais mon point de vue actuel est que le système en place avant la pandémie fonctionnait correctement et que les diverses décisions prises par les banques centrales en 2020 constituaient davantage un signal visant à rassurer le marché plutôt qu'une intervention en elle-même. Il convient désormais de reconstituer rapidement ces tampons.

Comment la faillite d'une entreprise se répercute-t-elle sur l'économie ?

► **V. Fauveau:** Dans le cas d'une entreprise spécifique, l'effet de sa faillite est largement contenu, car les banques détiennent généralement un portefeuille diversifié de prêts. Mais dans le cas de chocs macroéconomiques généralisés, la réponse à cette question doit être plus nuancée. Par exemple, la fermeture des restaurants pendant les premières phases de la pandémie n'a pratiquement pas eu d'impact sur les bilans des banques, car les restaurants ont rarement recours aux prêts bancaires. Les hôtels, en revanche, sont fortement endettés par le biais de prêts hypothécaires. Avec eux, les banques doivent se montrer plus prudentes.

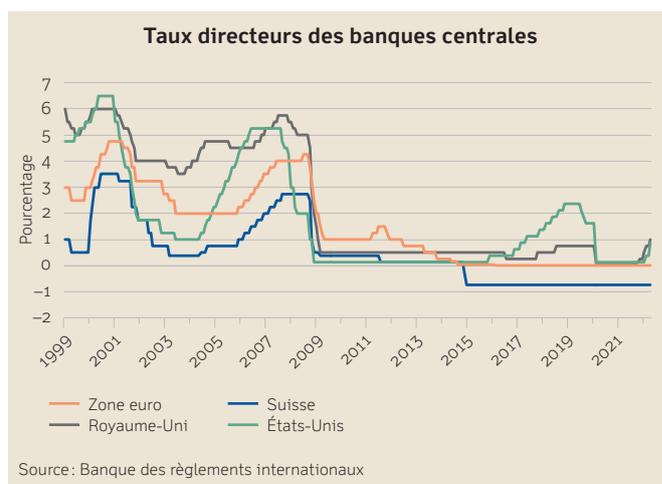
► **E. Morellec:** Les entreprises et les créanciers doivent être bien conscients de leur exposition à leurs clients et emprunteurs, car l'augmentation du niveau global de la dette rend ces défauts de paiement d'autant plus douloureux. Cette tendance deviendra de plus en plus une source d'inquiétude, car les contrats de dette arrivent à échéance et devront être refinancés à des conditions de marché plus élevées. Comme les prêts sont généralement assortis de taux d'intérêt flottants et que les obligations sont généralement des contrats à taux fixe, les expériences de faillites seront très hétérogènes.

Quel a été l'impact des politiques fiscales et monétaires déclenchées par la pandémie de Covid-19 sur les marchés financiers ?

► **L. Bretscher:** Les annonces faites par la Réserve fédérale américaine (la Fed), en mars 2020, à savoir l'achat de dette d'entreprise sur le marché primaire ou secondaire, ont certainement contribué à limiter les fluctuations des rendements observés sur le marché de la dette des entreprises. Une analyse a posteriori des chiffres révèle notamment que les prix ont réagi principalement en raison de l'annonce de ces politiques, plutôt que sur la base des quantités réelles de dette achetées par la Fed.

► **F. Mellors:** Certains détracteurs reprochent aujourd'hui aux gouvernements et aux décideurs politiques d'avoir accordé trop de fonds de relance pendant la pandémie. Ces fonds sont aujourd'hui à l'origine des taux d'inflation importants que l'on connaît maintenant, car la demande repart et les chaînes d'approvisionnement peinent à y répondre. Nous pouvons désormais examiner cette période avec un certain recul. Une grande partie de ces critiques est peut-être injustifiée, si l'on considère l'énorme niveau d'incertitude économique que la pandémie avait créé en 2020. Quoiqu'il en soit, les décideurs politiques doivent maintenant mettre fin aux mesures de soutien monétaire et fiscal. Les débats actuels portent sur le niveau des taux d'intérêt nécessaire pour faire baisser l'inflation et sur l'impact que cela aura sur la croissance. Les marchés financiers tentent d'évaluer cette incertitude. Comme nul ne saurait prédire à ce stade si l'atterrissage post-pandémie s'effectuera en douceur ou si nous nous dirigeons vers une récession, la volatilité s'est accrue.

► **D. Rupli:** Depuis la crise financière de 2007-2008, l'inondation de liquidités par les banques centrales a non seulement fait baisser les taux d'intérêt, mais a également fait de ces institutions des acteurs de premier plan sur les marchés financiers et du crédit. Cela a abouti à une situation d'aléa moral encourageant les investisseurs à prendre davantage de risques. A mon avis, les récentes annonces de la Fed, de la BCE, de la BNS et de la Banque d'Angleterre ne sont qu'un aperçu des défis auxquels le marché de la dette sera confronté au cours des prochains mois.



Quelle est l'ampleur de cette situation d'aléa moral provoquée par les interventions des banques centrales ?

► **E. Morellec:** Bien que les interventions des banques centrales nous aient clairement entraînés dans une situation de risque moral, nous devons distinguer les chocs qui interviennent au niveau de l'économie des chocs plus ciblés. Les gouvernements ont tendance à "couvrir" gratuitement les investisseurs contre les crises affectant l'économie dans son ensemble, mais pas contre les chocs spécifiques à certains secteurs ou entreprises. Cette nouvelle norme a conduit certains investisseurs à parier sur les segments les plus risqués du marché de la dette. Notons par exemple que la taille du segment BBB du marché obligataire juste avant la pandémie était aussi importante que la taille de l'ensemble du marché des obligations de qualité juste avant la crise financière mondiale de 2007-2008. La forte hausse de l'inflation pourrait limiter la capacité future des banques centrales à protéger les investisseurs. Ce que nous observons actuellement sur le marché boursier est en partie une réaction à cette évolution.

► **F. Mellors:** En intervenant de manière agressive pendant la pandémie, les banques centrales ont peut-être créé un risque systémique d'aléa moral. Les ménages, les entreprises et même les gouvernements ont pu s'habituer à des taux d'intérêt bas, en partant du principe que, dès les premiers signes de difficultés, les banques centrales interviendraient pour préserver la stabilité de l'économie. Bien que la stabilité financière soit un objectif clé des banques centrales, la stabilité des prix est tout aussi importante. Avec des taux d'inflation aussi élevés qu'aujourd'hui, les banques sont contraintes de resserrer rapidement leurs conditions d'octroi

de crédit. Jusqu'à présent, la stabilité financière n'a pas été affectée. Cependant, les risques augmentent, en raison des difficiles compromis auxquels les banques centrales sont actuellement confrontées.

Les recherches indiquent que le marché obligataire évalue désormais le risque carbone et réduit son exposition au secteur des combustibles fossiles, mais aussi que certaines banques n'évaluent pas correctement le risque lié aux actifs échoués et que le niveau de financement des combustibles fossiles par le secteur bancaire atteint un niveau record. Que peut-on déduire de ces observations ?

► **L. Bretscher:** Il est crucial de déterminer l'importance du risque lié aux actifs échoués, ce que nous ignorons actuellement. La recherche sur le marché des actions aborde cette même question et offre des réponses très hétérogènes concernant la tarification du risque carbone. À mon avis, les banques opèrent là encore dans un environnement d'aléa moral potentiellement risqué.

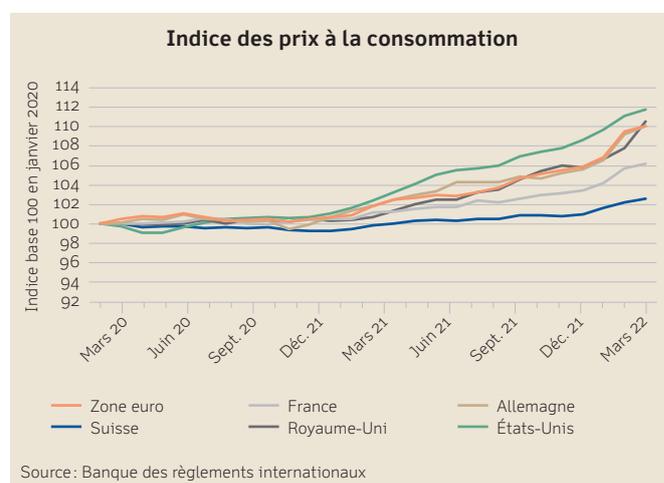
► **S. Ongena:** Ces travaux de recherche sont encore en cours, mais je vois deux options. D'un côté, les grandes banques qui financent les industries à forte intensité de carbone se considèrent parfois comme trop grandes pour faire faillite ("too big to fail") ou peuvent s'assurer, grâce à des actions de lobbying, de retarder la menace d'actifs carbone échoués jusqu'à l'échéance de leurs prêts. D'un autre côté, il se peut que ces mêmes banques se trompent et que les marchés financiers aient raison. Les estimations montrent qu'il existe une différence de prix considérable entre les marchés des prêts et des obligations, ce qui signifie que quelqu'un tire son épingle du jeu. L'avenir nous dira qui sortira gagnant : le secteur bancaire, les marchés financiers, les entreprises du secteur de l'énergie ou d'autres encore.

Le gouvernement américain doit régulièrement demander au Congrès de relever le plafond de sa dette pour éviter un défaut partiel sur sa dette. Quelles sont les conséquences les plus visibles sur le marché de la dette de ces augmentations problématiques du plafond de la dette américaine ?

► **F. Mellors:** Bien que les débats sur le plafond de la dette créent de l'incertitude, étant donné l'importance des bons du Trésor américain pour l'ensemble du système financier, j'estime que la discussion sur le plafond de la dette devient de moins en moins une préoccupation financière, car le Congrès américain a, jusqu'à présent, toujours réussi à éviter une fermeture complète ("shutdown") du gouvernement américain et ce dernier a toujours été en mesure d'honorer ses obligations financières. Aucun politicien raisonnable

ne souhaite être responsable de la faillite du gouvernement américain et de la mise en péril des marchés financiers mondiaux. Je considère les discussions sur le plafond de la dette comme une monnaie d'échange politique pour le parti de l'opposition, plutôt que comme une menace crédible pesant sur les marchés financiers.

► **E. Morellec:** Les prévisionnistes estiment que le déficit sera la norme pour le gouvernement américain au cours des prochaines décennies. Les investisseurs devront décider si les bons du Trésor constituent toujours un placement dénué de risque. Cette situation pourrait également nécessiter une révision du mandat de la Fed, car le compromis entre inflation et hausse des taux d'intérêt deviendra de plus en plus difficile à tenir. Bref, nous sommes confrontés à une véritable bombe à retardement, qui aura un impact évident sur le marché de la dette des entreprises.



Quelle est l'efficacité de la restructuration de la dette des entreprises ?

► **F. Mellors:** À mon avis, les chapitres 7 et 11 de la Loi américaine sur les faillites, qui couvrent les processus de liquidation et de restructuration, constituent un atout majeur des marchés financiers américains. Ce sont des mécanismes efficaces qui permettent aux entreprises de se restructurer ou de mettre fin à leurs activités lorsque les circonstances changent. Comme ce système est en place depuis un certain nombre d'années, la restructuration est souvent moins stigmatisée aux États-Unis que dans d'autres pays. Dans les pays où les banques fournissent la majeure partie des capitaux d'emprunt aux entreprises et où il n'existe pas de code des faillites aussi efficace, les entreprises non viables peuvent être maintenues

en vie dans l'espoir que l'environnement macroéconomique devienne plus favorable à l'avenir. Or cela n'arrive quasiment jamais, et on se retrouve avec une allocation inefficace du capital qui peut entraver la productivité.

► **E. Morellec:** Le contexte juridique est en effet essentiel à cet égard, et le cadre américain est clairement supérieur aux cadres européen et suisse. Mais pour mettre les choses en perspective, il faut aussi reconnaître que les octrois de prêts sont beaucoup plus agressifs aux États-Unis, ce qui compense ces disparités sur le plan international.

Comment la technologie, qu'il s'agisse du Big Data, de la Fintech ou du crowdlending, modifie-t-elle le secteur de la dette des entreprises ?

► **V. Fauveau:** Le *crowdlending* représente une solution possible pour les start-ups qui ne disposent pas de garantie tangible, mais il reste coûteux pour l'emprunteur et risqué pour le prêteur. À mesure que les start-ups mûrissent, elles se tournent naturellement vers les prêts bancaires traditionnels. Les banques offrent non seulement un financement, mais aussi une large expertise du marché, un atout avec lequel les Fintechs ne peuvent actuellement pas rivaliser. La concurrence future pour les banques ne se situe pas tant du côté de la technologie mais plutôt de celui des investisseurs institutionnels, qui pourraient bientôt décider d'entrer sur le marché des prêts aux entreprises à grande échelle. Ces acteurs disposent de moyens financiers importants, ne sont pas soumis aux mêmes règles de financement que les banques, sont de plus en plus sous pression

pour obtenir des rendements positifs et ont déjà acquis une expertise considérable en matière de solutions hypothécaires.

► **S. Ongena:** D'un côté, la technologie permet aux entreprises d'accéder à de meilleures informations sur la tarification et la qualité des prestataires de services financiers, mais de l'autre, elle permet à ces mêmes prestataires de services financiers, en particulier les banques, de mieux utiliser les informations dont ils disposent sur les entreprises et d'en extraire des rentes quand cela est possible. Il est donc difficile de déterminer qui sont les gagnants actuels de la course à la technologie.

► **D. Rupli:** Les solutions issues de la Fintech et du *crowdlending* peuvent toucher un plus grand nombre d'investisseurs, mais l'ordre de grandeur requis n'est pas encore atteint. Il faudra un certain temps avant que ces acteurs soient en mesure d'engager des centaines de millions de dollars. Il y a également un aspect générationnel à garder à l'esprit. Les gestionnaires de portefeuille ont généralement la quarantaine et la cinquantaine. Il faudra donc attendre encore une ou deux décennies avant que les milléniaux soient responsables des grandes décisions d'investissement. Mais les choses évoluent dans cette direction, puisque SIX a lancé en 2021 la première obligation numérique au monde dans un environnement entièrement réglementé pour un montant de 150 millions de francs suisses. Les débuts ont été mouvementés, mais le lancement a eu lieu.



Les orientations futures du marché de la dette d'entreprise

Les obligations vertes sont de plus en plus populaires. Pourquoi ? Et comment cette tendance va-t-elle évoluer ?

► **D. Rupli:** Deux éléments expliquent cette popularité. Premièrement, la demande est énorme, notamment de la part des investisseurs institutionnels car ces investisseurs sont de plus en plus tenus de prendre en considération les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance d'entreprise (ESG). Deuxièmement, il existe également une offre importante d'obligations vertes, notamment de la part des entreprises de services publics qui doivent atteindre leurs propres objectifs ESG. Ces deux éléments font du marché des obligations vertes un marché fascinant à observer, mais aussi un marché difficile à recommander aux clients privés. En effet, le rendement est trop faible au regard du risque encouru, en raison de l'énorme demande des investisseurs institutionnels, qui pousse le prix des obligations vertes à la hausse.

► **L. Bretscher:** Le marché obligataire doit en effet se montrer prudent face à l'excès de l'offre et aux pressions de la demande. Les recherches en cours montrent que la définition de ce qui est "vert" (et de ce qui n'est pas "vert", mais "brun") est de plus en plus difficile. Elle nécessite peut-être une nouvelle approche basée sur des nuances de vert et de brun. Les investisseurs doivent en outre faire la distinction entre une entreprise *verte* et un projet *vert*. Ces points exigent la mise en place d'une structure de tarification harmonisée et non pas basée sur des à-coups.

Les obligations vertes tiendront-elles leur promesse de soutenir une transition environnementale ?

► **D. Rupli:** Oui, bien sûr, même si le marché n'est pas encore suffisamment mature et si la définition de ce qui est écologique et de ce qui ne l'est pas est encore sujet à débats. Une façon de relever le défi de la taxonomie ESG est de confier ce processus de définition au marché, par le biais d'un processus itératif et collaboratif. J'ai bon espoir que dans dix ans, on ne parlera plus d'ESG et que ces critères seront automatiquement inclus dans tous les produits financiers.

► **S. Ongena:** L'attente sous-jacente de la société est que le secteur financier, dans son ensemble, doit prendre le taureau par les cornes et mettre en œuvre la transition écologique. Mais en réalité, le secteur financier est marqué par un effet de report. Certains acteurs - en particulier quelques très grandes banques internationales - profitent du fait que les segments "bruns" de l'économie sont délaissés par le marché obligataire. Cela leur permet de réaliser des profits considérables, pour l'instant ...

► **V. Fauveau:** Le secteur financier a en effet hérité d'une très grande responsabilité dans la transition verte. Toutefois, en raison de la concurrence bancaire internationale, il est très difficile pour un pays, et *a fortiori* pour une seule banque, d'agir seul. Les régulateurs internationaux doivent intervenir pour faciliter et accélérer la transition du secteur bancaire dans son ensemble.

Est-il nécessaire de réglementer davantage le marché de la dette ?

► **S. Ongena:** De nombreux progrès ont été réalisés au niveau de la stabilité financière au cours des dernières décennies. Je crains que le secteur bancaire ne soit en fait surréglementé et que le risque d'endettement ne soit passé du secteur bancaire au secteur non bancaire. La guerre actuelle en Ukraine et la situation globale de la dette en Russie nous fourniront bientôt des données qui permettront de déterminer qui sont les acteurs les mieux préparés au sein du secteur financier.

► **F. Mellors:** Depuis la crise financière mondiale de 2007-2008, les réglementations exigeant que les banques conservent des fonds propres plus élevés ont rendu le système financier plus résilient. Malheureusement, l'un des inconvénients est que l'activité de prise de risque des banques est devenue assez cyclique, en ce sens que lorsque la volatilité du marché augmente, les banques ont tendance à se replier, ce qui réduit alors la liquidité disponible sur le marché. Un certain nombre de groupes de travail examinent les réglementations existantes et leurs effets sur ces questions de structure de marché. En attendant, les banques centrales restent les teneurs de marché de dernier ressort.

► **E. Morellec:** À mon avis, le niveau actuel de réglementation est suffisant. Les banques sont déjà très réglementées et les investisseurs doivent être conscients des risques qu'ils prennent. De nombreux cas montrent que les initiatives du marché parviennent souvent mieux à améliorer la conjoncture que les mesures réglementaires. Par exemple, les récents développements sur le segment des ETF ont grandement amélioré l'environnement commercial, les investisseurs ayant accès à une plus grande liquidité et les emprunteurs s'acquittant de taux plus bas en raison de la demande accrue pour les obligations. Et si les régulateurs sont si préoccupés par le marché de la dette, que pensent-ils alors du marché des actions ?

► **V. Fauveau:** Les banques opérant en Suisse sont très transparentes et réglementées, ce qui se traduit par l'environnement bancaire sain dont nous bénéficions aujourd'hui. Je crains qu'une réglementation supplémentaire spécifique à la Suisse n'entraîne des coûts supérieurs aux avantages et ne conduise à un environnement de crédit moins efficace. L'histoire nous montre que les réglementations sont trop souvent rédigées par des législateurs qui manquent d'une perspective globale.

En raison de leurs niveaux d'endettement élevés, les entreprises non financières sont de plus en plus exposées à une hausse des taux d'intérêt. Quelles pourraient être les conséquences à court et à long terme de cette hausse sur le marché du crédit ?

► **F. Mellors:** Il s'agit d'un équilibre délicat entre croissance, inflation et conditions financières. Si les taux d'intérêt augmentent en raison d'une forte croissance et si ces augmentations se produisent de manière harmonieuse et prévisible, les entreprises peuvent s'en accommoder sans trop de perturbations. Dans la pratique, cependant, les marchés évoluent rarement de manière

linéaire et des surprises inattendues surviennent souvent en cours de route. La guerre en Ukraine en est un parfait exemple. Les marchés du crédit sont prompts à évaluer les coûts de ces nouveaux développements. Un environnement caractérisé par une inflation élevée, une baisse de la croissance et un resserrement de la politique monétaire ne constitue pas une toile de fond idéale pour la prise de risque ou les marchés du crédit. Cette situation nous ramène aux objectifs des banques centrales : dans quelle mesure sont-elles prêtes à sacrifier la stabilité financière et la liquidité du marché pour atteindre leurs objectifs d'inflation ?

► **L. Bretscher:** La nature de la dette (fixe ou flottante) est essentielle à cet égard. Les entreprises doivent veiller à disposer d'une bonne combinaison d'échéances dans leurs portefeuilles de dettes pour éviter d'être emportées par une cascade de refinancements.

Quel est l'impact de la démographie sur les taux d'intérêt ?

► **V. Fauveau:** L'inversion croissante de la pyramide démographique, qui se produit dans l'ensemble du monde développé, a entraîné un déséquilibre considérable entre l'épargne et les investissements.



Dans le cas de la Suisse, les estimations suggèrent que ce déséquilibre se chiffre en plusieurs centaines de milliards de francs suisses et qu'il est responsable d'une baisse de plus de 100 points de base des taux d'intérêt. Il s'agit d'un chiffre important, qu'il n'est pas facile de corriger.

► **E. Morellec:** La démographie peut jouer un rôle à long terme, mais l'essentiel de ce que nous avons observé jusqu'à présent résulte des politiques des banques centrales et de leur impact sur les prix des actifs. Les choses commencent désormais à changer.

La proportion d'entreprises dites "zombies", c'est-à-dire incapables de rembourser leurs dettes, n'a cessé d'augmenter au cours des 30 dernières années et cette tendance s'est probablement encore accélérée au cours des deux dernières années. Quelle influence ces entreprises ont-elles sur l'avenir des marchés financiers et de l'économie dans son ensemble ?

► **D. Rupli:** Ces entreprises représentent une anomalie de marché et les investisseurs qui ont analysé correctement la situation devraient être récompensés de manière adéquate. Dans le cas de la Suisse, le segment des obligations de haut rendement n'existe pas vraiment et je ne vois donc pas de raison de s'inquiéter sur le marché de la dette publique.

► **V. Fauveau:** L'existence d'entreprises zombies est une conséquence de la quantité excessive de liquidités disponibles sur les marchés financiers. Mon instinct me dit que ce problème concerne plutôt le marché international de la dette privée plutôt que les banques.

Enfin, quelle serait votre mise en garde concernant l'avenir de la dette des entreprises ?

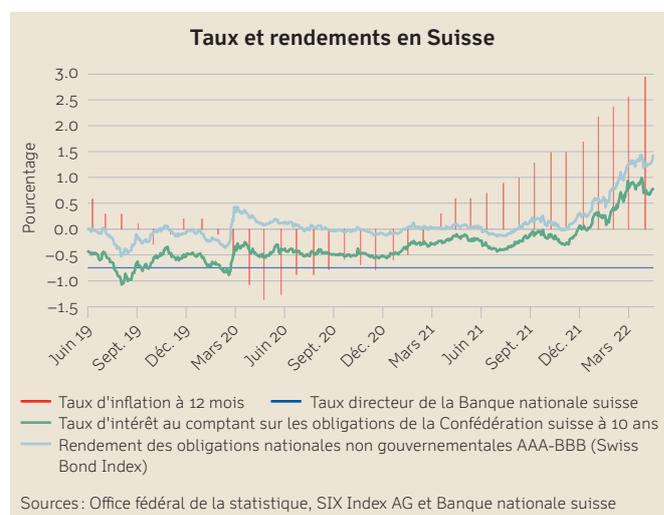
► **S. Ongena:** Les questions fiscales vont gagner en importance. L'initiative de l'OCDE de l'année dernière concernant une meilleure collaboration internationale pour mettre fin à l'évasion fiscale, n'est qu'un exemple parmi d'autres de ce à quoi les entreprises peuvent désormais s'attendre. La pandémie et l'instabilité causée par la guerre en Ukraine exigeront une hausse constante des dépenses publiques, et donc une hausse constante des finances publiques.

► **D. Rupli:** Les taux d'inflation élevés que nous observons au niveau international entraînent une hausse progressive des taux d'intérêt. Pour le marché suisse, je m'attends à ce qu'une hausse des taux d'intérêt soit considérée comme une nouvelle positive pour les banques et les entreprises, car elle entraînera une augmentation

des bénéfiques. Du point de vue des différentes parties prenantes, l'environnement actuel contribue à remettre les emprunteurs sur un pied d'égalité avec les actionnaires, ce qui est également une bonne nouvelle pour les fonds de pension et les investisseurs institutionnels.

► **V. Fauveau:** La principale difficulté consiste à savoir si le volume actuel de la dette des entreprises a bien été engagé dans des investissements susceptibles de fournir un rendement régulier capable de couvrir la hausse probable des taux d'intérêt. Cela nous ramène aux fondements mêmes de la théorie de l'évaluation des actifs, dans laquelle le taux de croissance attendu joue un rôle clé.

► **E. Morellec:** Le principal risque est l'inflation. Il faut s'y attaquer. L'un des moyens d'y parvenir passe par l'innovation et la croissance économique. Un autre consiste à augmenter les taux d'intérêt, ce qui aura un impact non seulement sur les marchés financiers, mais aussi sur l'économie dans son ensemble. Compte tenu des niveaux de la dette publique, il n'est pas certain que les banques centrales augmentent suffisamment les taux d'intérêt pour lutter contre l'inflation. Les investisseurs devront alors probablement orienter davantage leurs portefeuilles vers les actions pour obtenir des rendements réels positifs à long terme. À court terme, cependant, ces hausses de taux d'intérêt auront un impact négatif important sur les cours des actions et aussi, potentiellement, sur les prix de l'immobilier.



Swiss Finance Institute

Avec le soutien de ses fondateurs – le secteur bancaire suisse, la Confédération et les principales universités suisses – le Swiss Finance Institute (SFI) assure une promotion active d'une recherche et d'un enseignement de classe mondiale dans les domaines de la banque et de la finance en Suisse. En combinant excellence académique et expérience pratique, le SFI contribue au renforcement de la place financière suisse.

Editeurs

Dr. Silvia Helbling
Head of Knowledge Exchange and Education

Dr. Cyril Pasche
Director Knowledge Exchange and Education

Contact

Dr. Cyril Pasche
+41 22 379 88 25
cyril.pasche@sfi.ch

swiss:finance:institute

Walchestr. 9, CH-8006 Zurich, T +41 44 254 30 80
c/o University of Geneva, 42, Bd du Pont d'Arve, CH-1211 Geneva 4, T +41 22 379 84 71
www.sfi.ch

