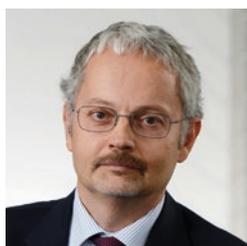


Swiss Finance Institute Practitioner Roundups

Edition spéciale Stabilité financière

Editorial



Dix ans après la crise financière mondiale, la préservation de la stabilité financière demeure l'une des préoccupations principales des politiques, des institutions financières et de la société en général. Les chercheurs du SFI ont largement contribué à la compréhension de la crise et à la façon d'appréhender la gestion des risques futurs. Cette édition spéciale du SFI Practitioner Roundup présente leurs résultats au grand public.

Le monde a considérablement changé depuis 2008, mais la transformation la plus frappante est sans doute la perte de confiance dans les institutions: la légitimité des politiques est plus que jamais remise en cause, tout comme celle des institutions financières et des économistes.

Si un débat est toujours sain, cette perte de confiance généralisée a néanmoins également ouvert la voie aux défenseurs de solutions faciles basées sur la foi plutôt que sur les analyses raisonnées. En contraste, et conformément à la mission que le SFI a de renforcer le capital de connaissances, les études réalisées par les chercheurs du SFI offrent aux politiques des outils leur permettant de surmonter les risques, anciens comme nouveaux, qui pèsent sur la stabilité financière.

Nous vous souhaitons une agréable lecture.



Prof. François Degeorge
Managing Director



Prof. Francesco Franzoni

Francesco Franzoni est Professeur ordinaire de finance à l'Università della Svizzera italiana (USI) et titulaire d'une chaire au SFI. Il a obtenu son doctorat en économie au Massachusetts Institute of Technology et dirige l'Institute of Finance à l'USI. Ses recherches se concentrent sur les investisseurs institutionnels tels que les hedge funds et les ETF, ainsi que les effets des investisseurs institutionnels sur les prix des actifs.



Prof. Harald Hau

Harald Hau est Professeur ordinaire de finance à l'Université de Genève et titulaire d'une chaire au SFI. Il a obtenu son doctorat en finance à l'Université de Princeton. Avant de rejoindre la faculté à Genève, il était membre de la faculté à l'ESSEC puis à l'INSEAD. Ses recherches portent sur la finance internationale et la stabilité financière.

La propagation de la crise financière

La recherche montre que les banques ont pris des mesures pour limiter le risque de crédit en lien avec les cycles d'activité économique. Que savons-nous du rôle et du comportement des autres institutions financières, telles que les fonds, par rapport au prix des actifs durant la crise financière ?

Les données montrent que les hedge funds américains ont significativement réduit leurs positions en actions au cours de la débâcle financière. Au cours du second semestre 2007, les hedge funds ont vendu plus de 12% de leurs positions en actions, et en ont cédé à nouveau 29% durant le second semestre 2008. Les rachats des parts des investisseurs par des fonds ont représenté, à eux-seuls, près de 50% du recul des positions en actions auprès des hedge funds au cours de ces deux périodes, tandis que les problèmes liés à l'effet de levier et aux appels de marge ont contribué à 30% du recul. Bien que les hedge funds disposent de provisions pour limiter ce type de rachats, les données montrent que ces rachats ont en réalité amplifié le retrait des investisseurs. Les investisseurs ont très probablement craint que les hedge funds ne leur ferment la porte et remettent en cause leur capacité à récupérer leurs fonds, ce qui a poussé les investisseurs à réagir dès les premiers signes de détérioration du marché. Il est également intéressant de noter que les hedge funds ont en priorité vendu des titres à volatilité élevée, ainsi que les titres liquides, ce qui indique qu'ils essayaient de lutter contre les contraintes financières et de limiter les impacts sur les prix durant les ventes en masse.

Comment les fonds communs de placement ont-ils réagi par rapport aux hedge funds ?

Les hedge funds et les fonds communs de placement sont deux types de fonds distincts. D'un côté, les hedge funds recourent à des stratégies de trading complexes, s'endettent en employant des possibilités de levier, recherchent des arbitrages et prennent des positions à découvert. Malgré cette liberté opérationnelle, ils dépendent du financement extérieur et sont, par conséquent, exposés à des contraintes de liquidité. Un déclin des valeurs de marché peut déclencher une liquidation si les exigences de marge ne sont pas satisfaites. Les hedge funds desservent une clientèle sophistiquée tels que des personnes accréditées ou des investisseurs institutionnels. D'un autre côté, les fonds communs de placement ne recourent pas aux leviers d'endettement, ne sont soumis à aucune restriction en matière de liquidité et

desservent généralement une clientèle moins sophistiquée, telle que des investisseurs particuliers. Les investisseurs des hedge funds qui, en moyenne, se comportent sur les marchés de façon plus agressive, réagissent plus rapidement à une performance négative que les investisseurs des fonds communs de placement. Rappelons que les hedge funds sont assujettis à des contraintes quant au montant du levier, dont il découle des appels de marge en cas de fortes pertes, et ne sont par conséquent pas toujours capables de fournir des liquidités lorsque les marchés sont exposés à des stress.

Ces différences entre les fonds communs et les hedge funds se sont également révélées par leur façon de réagir à la crise. Les fonds communs ont été beaucoup moins actifs sur le marché que les hedge funds. Cela peut être dû au fait que les fonds communs de placement s'engagent à répliquer un indice de référence, tel que l'indice boursier Dow Jones, même lorsque celui-ci essuie des pertes. En conséquence, les fonds communs ne disposaient pas de la même marge de manœuvre que les hedge funds pour réajuster leur allocation d'actifs, ce qui signifie qu'ils ont été obligés de rester investis dans des titres dont la valeur baissait durant la crise.

La crise de 2007-2009 a d'abord touché le secteur financier, et par conséquent, les valeurs financières, mais comment s'est-elle propagée à l'entier du marché ?

En juin 2007, les actions du secteur financier représentaient 22% de la valeur du marché boursier américain, le solde étant composé d'actions des secteurs non financiers. Entre juin 2007 et février 2009, les valeurs financières américaines ont perdu 75% de leur valeur, tandis que les valeurs non financières ont cédé 50%. Il est légitime de se poser la question de savoir si la chute des cours des valeurs non financières peut se justifier par des fondamentaux ou si un effet de contagion s'est propagé des actions financières vers les actions non financières. En effet, la crise des subprimes a démarré aux Etats-Unis en touchant les actions de certaines banques et la crise aurait très bien pu s'arrêter là. Toutefois, en raison de la propriété conjointe par des fonds en valeurs financières et non financières la crise s'est propagée à l'ensemble du marché américain, puis à d'autres pays. Les fonds largement investis dans le secteur financier se sont retrouvés confrontés à des vagues de rachats et en conséquence contraint à céder des actions aussi bien dans le secteur financier que

les secteurs non financiers. Des études ont démontré qu'au moins 20% de l'ensemble de la perte de valeur des actions américaines est imputable à une contagion de prix du secteur financier vers les secteurs non financiers. La même méthodologie, appliquée à d'autres pays que les Etats-Unis, révèle une sous-performance des actions de 26% dans les pays développés et de 18% dans les marchés émergents. Ces résultats montrent que la propagation de l'instabilité financière n'a pas été causée par une problématique d'endettement de la part des intermédiaires financiers et qu'en termes de recommandations politiques, une réglementation basée uniquement sur l'endettement n'est pas suffisante pour contenir une crise.

Est-ce que d'autres classes d'actifs financiers pourraient avoir le même impact que celui des actions il y a 10 ans ?

Les nouvelles menaces pesant sur la stabilité financière proviennent de nouvelles classes d'actifs dont le comportement durant les périodes de stress n'est pas encore complètement connu. Par exemple, les ETF fournissent une liquidité abondante à leurs investisseurs. Cependant, les ETF peuvent inclure dans leur panier des actifs peu liquides, tels que des actions ou des obligations de marchés émergents.

On ne connaît pas de façon certaine la manière dont les ETF réagiraient s'ils étaient soumis à des pressions de vente lors d'une crise. Sans aucun doute, les ETF ne seraient pas en mesure d'offrir la liquidité espérée à leurs investisseurs. Il est largement probable que les liquidations exécutées par les ETF entraîneraient une pression à la baisse sur les positions peu liquides.

Que faudrait-il pour prévenir une instabilité financière et une distorsion des cours en cas de crise similaire à celle de 2007-2009 ?

Les autorités de réglementation envisagent actuellement des mesures qui limiteraient la possibilité d'un rachat à la valeur nette d'inventaire (VNI) dans le cas de fonds communs de placement. Par ailleurs, le "swing pricing" est déjà en vigueur au Royaume-Uni et au Luxembourg, et sera bientôt mis en place aux Etats-Unis. Le "swing price" empêche les investisseurs de procéder à des rachats à la VNI, qui suppose une liquidité parfaite du sous-jacent, et impose une décote de la valeur d'une action au sein d'un fonds commun lors des périodes de crise. De telles mesures, si elles sont bien conçues, pourraient mettre un frein à des liquidations massives en cas de crise.



**Prof. Diane Pierret**

Diane Pierret est Professeur assistante de finance à l'Université de Lausanne, HEC Lausanne et membre du SFI. Elle est titulaire d'un doctorat en statistiques de l'Université catholique de Louvain. Ses recherches portent sur le secteur bancaire.

Réglementation

Depuis la crise financière, les autorités réglementaires du monde entier conduisent des tests de stress macroprudentiels pour évaluer la résilience du système financier. Ces tests visent à améliorer la réglementation et à éviter que la détresse du secteur financier ne s'étende à l'économie réelle. Sur quelles bases, les autorités de réglementation conduisent-elles ces tests ? Et y a-t-il des tests plus efficaces que d'autres ?

Les scénarios de stress hypothétique des autorités américaines et des autorités européennes sont différents l'un de l'autre et sont ajustés chaque année. Ces scénarios sont spécialement conçus pour surprendre les institutions financières qu'elles testent, afin de les empêcher de dénaturer leurs décisions d'investissement en vue des tests. La Réserve fédérale des Etats-Unis, ci-après la Fed, est chargée de la réalisation des tests de stress macroprudentiels. Le premier test a eu lieu en 2009 et a conduit à une recapitalisation du système financier américain en forçant 10 banques à lever un total combiné de 75 milliards de dollars américains à titre de capital social supplémentaire. La loi Dodd-Frank, votée en 2010, a requis de la part de toutes les banques américaines, dont les actifs dépassent les 50 milliards de dollars, de soumettre chaque année à la Fed leurs plans d'immobilisation. Les banques concernées doivent, de plus, se soumettre chaque trimestre à des tests portant sur divers seuils de fonds propres (ratio de fonds propres niveau 1, ratio du total des fonds propres à risque, ratio des fonds propres de base et ratio de levier de niveau 1). Si une banque échoue au test, la Fed peut rejeter son plan de distribution de dividendes ou de rachat d'actions. L'autorité de la Fed, prévue dans la loi Dodd-Frank, lui permet de forcer les banques à corriger les déficiences détectées.

Le Comité européen des superviseurs bancaires, ci-après le CEBS, a commencé à mener des tests de stress au sein de l'UE en 2009. En 2011, le CEBS est devenu l'Autorité bancaire européenne, ci-après l'ABE, qui est désormais responsable de la conduite annuelle de tests de stress. En 2011, l'ABE a conduit ses premiers tests de stress, en se concentrant sur le ratio de fonds propres de base de niveau 1. L'objectif de ce test était de restaurer la confiance sur les marchés durant la crise de la dette souveraine en Europe. Dès le départ, le remède pour les banques qui échouaient au test n'était pas clair et en l'absence de plans de recapitalisation appropriés pour les banques concernées, les autorités de réglementation ne pouvaient pas les pousser à faire défaut au risque de déclencher des réactions négatives sur les marchés financiers. Ce manque de sévérité a considérablement entamé la crédibilité générale des tests de stress de l'ABE.

Quel est le principal inconvénient des tests de stress conçus par les autorités de réglementation ?

Les tests de stress de la Fed et de l'ABE sont conçus sur la base de scénarios à multiples dimensions. Les scénarios des tests de stress de la Fed incluent 25 facteurs macroéconomiques et financiers, alors que ceux de l'ABE en comptent plus de 70. Le problème est d'être en mesure, sur une base annuelle, de créer un effet de surprise, basé sur des chocs inattendus, qui soit réaliste sur le plan économique. D'un point de vue opérationnel, ces tests de stress requièrent un large éventail de données propres aux banques. L'obtention de ces données n'est pas une mince affaire, car elles incluent des informations sensibles et sont onéreuses à collecter, analyser et mettre à jour.

Le résultat d'un test de stress est une mesure de la capitalisation de la banque dans le cadre du scénario de stress. Tandis que le régulateur américain évalue la capitalisation de la banque sur la base de quatre ratios de fonds propres, les autorités européennes ne regardaient que le ratio de fonds propres de base de niveau 1. Ce dernier impose une exigence de fonds propres sur les actifs pondérés en fonction des risques de la banque. Vu que les grandes banques européennes utilisaient leurs propres modèles pour établir les pondérations en fonction des risques, conformément aux accords de Bâle II, afin de déterminer le niveau adéquat de capitalisation pour chaque exposition, elles ont été de plus en plus incitées à investir dans des classes d'actifs présentant les pondérations de risques la plus sous-estimée, à savoir dans les dettes souveraines, vu que les exigences de fonds propres pour ce type d'investissement étaient égales à zéro.

Si la tâche d'effectuer ces tests de stress étaient confiée à des universitaires, de quelle manière seraient-ils conçus et en quoi seraient-ils différents de ceux conçus par les autorités de réglementation ?

Une équipe de chercheurs de la New York University a élaboré un outil de mesure alternatif permettant de quantifier le risque systémique des institutions financières - le test de stress "V-Lab". Une des innovations importantes du V-Lab est que le risque systémique ne provient pas d'un défaut inconditionnel d'une banque, mais du défaut d'une banque lorsque le système financier est sous-capitalisé. Le test de stress V-Lab est simple de par sa nature et conçu sur un scénario à facteur unique : une chute de 40% des cours des actions sur une période de six mois. Les données pour conduire le test de stress V-Lab, telles que les cours historiques, la capitalisation de marché et l'endettement, sont nettement plus

accessibles que celles utilisées dans les tests de la Fed et de l'ABE. La nature non invasive de la méthodologie V-Lab présente toutefois un inconvénient lié au fait que les institutions financières non cotées en bourse ne peuvent pas être incluses et que rien concernant les faiblesses spécifiques des institutions financières ne peut être révélé.

Quelle est l'efficacité du test de stress "V-Lab" par rapport aux tests de stress conçus par les régulateurs ?

D'un côté, les régulateurs américains et européens utilisent un ratio de fonds propres réglementaire pour évaluer l'adéquation du niveau de fonds propres dans le cadre d'un scénario de stress. Les valeurs des ratios de fonds propres, post scénario, sont ensuite utilisées pour déterminer quelles sont les banques qui pourraient faire défaut et quelles mesures de supervision doivent être appliquées. D'un autre côté, le scénario de stress V-Lab est projeté sur la valeur de marché des banques. On relève des différences substantielles entre les tests de stress réglementaires et le test de stress V-Lab. D'abord, le niveau de capitalisation requis dans le cadre du test V-Lab semble être plus élevé que dans le cadre des tests de stress réglementaires. Ceci n'est pas un problème en soi, car c'est le script du scénario de test de stress qui définit le montant de capitalisation requis. Le principal souci réside dans le fait que le classement des banques sous-capitalisées n'est pas le même selon les tests réglementaires et le test de stress V-Lab. La raison en est que la pondération des risques des tests réglementaires est non corrélée à la mesure de risque de marché obtenue par le test de stress V-Lab. En bref, la vulnérabilité des banques n'est pas perçue de la même manière par les régulateurs que par le marché financier. Les données indiquent, par exemple, que les résultats des tests de stress européens de 2011 n'avaient en réalité aucun lien avec le risque réel que les banques représentaient. Les estimations montrent que les tests de stress réglementaires seraient plus efficaces si les besoins en fonds propres étaient mesurés de façon différente. Des besoins en fonds propres basés sur les actifs pondérés en fonction des risques ne suffisent pas, car les pondérations des risques réglementaires ne reflètent pas le "risque que le risque change". Les régulateurs doivent par conséquent compléter leur évaluation des risques en recourant à des mesures des risques basées sur l'endettement et le marché.

Comment compenser l'écart entre les résultats et les enseignements des tests réglementaires et le test de stress "V-Lab" ? Est-il possible de concevoir un outil de mesure adéquat et simple à mettre en œuvre pour garantir la stabilité financière à long terme ?

La réglementation en matière de fonds propres applicable aux banques et les tests de stress sont facilement critiquables, vu qu'il est naïf de se baser uniquement sur des données historiques pour prédire le résultat de changements de politique. L'évaluation des banques sur une unique mesure comptable engendrera toujours un problème d'arbitrage réglementaire. En ajoutant davantage de contraintes et d'exigences en matière de fonds propres, le régulateur joue un subtil jeu de cache-cache avec les banques en espérant limiter les opportunités d'arbitrage réglementaire. Le suivi d'autres mesures de risques, qui ne sont pas couvertes par les exigences réglementaires en matière de fonds propres, peut contribuer à la détection d'autres déficiences.

**Prof. Steven Ongena**

Steven Ongena est Professeur ordinaire en banque et finance à l'Université de Zurich et titulaire d'une chaire au SFI. Il a obtenu son doctorat en économie à l'Université de l'Oregon.

Ses recherches portent sur les domaines de l'intermédiation financière et l'économétrie financière appliquée.

Volants anticycliques de fonds propres

Les régulateurs concentrent généralement leur attention sur les ratios de fonds propres par rapport aux actifs pondérés en fonction des risques d'une façon statique. Mais ne vaudrait-il mieux pas exiger que les institutions financières créent des réserves de façon dynamique, à savoir qu'elles créent un coussin de capital quand les conditions économiques sont bonnes afin de pouvoir en disposer lorsque les conditions économiques se détériorent ?

Le cadre réglementaire international Bâle III, dont le déploiement a débuté en 2017, prévoit la constitution de volants anticycliques de fonds propres dans une fourchette allant de 0% à 2.5%. Le fait de disposer d'un pareil volant, qui augmente lors des périodes fastes et diminue lors des effondrements de marché, contribue non seulement à atténuer le potentiel d'externalités négatives durant les pénuries de crédit, mais également à modérer les surchauffes lorsque qu'un crédit supplémentaire est assujéti à un surcoût en termes de fonds propres pour les banques. De tels volants sont anticipatoires, car avant même d'identifier formellement une perte sur un prêt en particulier, des réserves sont constituées.

Existait-il un volant anticyclique de fonds propres avant celui prévu dans les exigences de Bâle III ?

Des politiques macroprudentielles en matière de provisionnement dynamique, semblable à celles du volant anticyclique de fonds propres prévus dans Bâle III, ont été mises en place en Espagne en 2000 afin de couvrir l'entier des activités associées au crédit des banques. Le taux de fonds propres a été révisé plusieurs fois : en 2005, le taux a été révisé à la hausse; puis en 2008 et 2009, à la baisse; et finalement deux fois à la hausse en 2012. En Suisse, un volant similaire a été mise en place en 2012, mais uniquement pour les financements immobiliers résidentiels.

Les banques espagnoles ont-elles réagi tel qu'attendu durant les périodes fastes, ainsi que durant les périodes d'effondrement ?

Les résultats d'études empiriques portant sur 80% des prêts bancaires espagnols entre 1998 et 2013, soit l'équivalent d'un cycle de crédit complet incluant une crise inattendue au milieu, fournissent un cadre empirique idéal pour évaluer l'effet d'un volant anticyclique de fonds propres. La mise en place du volant a contribué à atténuer les cycles d'offre de crédit durant les périodes d'expansion, tout comme durant celles de récession, et à soutenir de façon cohérente le volume de crédit aux entreprises et l'emploi, ainsi que d'atténuer la hausse du

taux de faillite des entreprises durant les périodes de crise. Durant les périodes fastes, les banques qui étaient contraintes de créer plus de réserves ont davantage réduit leur crédit auprès des entreprises, que les banques qui étaient moins contraintes. Le volant a, par ailleurs, contracté l'offre de crédit durant les périodes fastes, mais n'a pas eu d'effets à long terme sur les entreprises. En effet, trois trimestres après les augmentations de taux de fonds propres, aucun impact n'a été observé sur les bilans des entreprises, ni sur l'emploi ou le taux de faillite des entreprises, du fait que ces dernières ont été capables de facilement substituer cette réduction de financement en utilisant les services de banques moins affectées par les changements. Durant les périodes d'effondrement économique, les banques disposant de réserves préexistantes plus élevées de fonds propres ont, par ailleurs, augmenté leur offre de crédit aux entreprises.

Y a-t-il des désavantages à recourir aux volants anticycliques de fonds propres ?

Dans le sillage des interventions politiques qui ont requis de la part des banques la mise en place de volants anticycliques de fonds propres, les banques qui ont été soumises à des efforts plus élevés par rapport à leurs fonds propres se sont tournées vers les entreprises qui payaient des intérêts plus élevés et qui étaient plus fortement endettées. Ces mêmes entreprises ont fini par présenter un taux de défaut plus élevé à long terme. Cette constatation peut s'expliquer par le fait que le renforcement des exigences de fonds propres est susceptible d'encourager, sans le vouloir, les banques à prendre plus de risques et chercher des rendements supplémentaires. D'autres résultats montrent que cet effet négatif est plus important pour les banques de petite taille qui ont également plus de mal à absorber les chocs conjoncturels. Malgré cela, les résultats indiquent que la politique macroprudentielle fonctionne globalement très bien en offrant des fonds propres supplémentaires lorsque ceux-ci sont rares et coûteux.

Quelle est la situation en Suisse en ce qui concerne les volants anticycliques ?

En juillet en 2012, la Confédération a voté un texte de loi autorisant la création d'un volant anticyclique de fonds propres, de manière à garantir que les banques soient capables de résister à une croissance excessive du crédit, avec une limite supérieure maximale de 2.5% de fonds propres. En février 2013, la Confédération a approuvé la demande de la BNS d'activer le volant anticyclique à hauteur de 1% des fonds propres pour le financement de l'immobilier résidentiel. En juin 2014, le taux a été relevé à 2%. Globalement, la mise en place

du volant anticyclique semble avoir modéré les prêts résidentiels, bien que cela ait pu avoir des répercussions inverses sur les prêts immobiliers octroyés aux entreprises.

Les volants anticycliques de fonds propres semblent exercer des effets globalement positifs. Comment pourraient-ils être davantage améliorés ? Devrait-on augmenter le taux de fonds propres durant les périodes fastes, ou cela est-il inutile ?

D'après l'expérience espagnole, on pourrait penser que le taux de fonds propres aurait pu être plus agressif de manière à accélérer la déflation de la surchauffe de crédit. Ce genre de décision reste toutefois complexe et il ne faut oublier que ceci reste avant tout une décision politique.

Quel doit être le degré d'implication des décideurs politiques, des régulateurs et des banques centrales dans la mise en œuvre du volant anticyclique de fonds propres ?

On pourrait envisager la création d'une institution chargée de l'établissement de politiques macroprudentielles à la fois séparée et liée aux organismes de supervision et à la banque centrale.



**Prof. Kjell G. Nyborg**

Kjell G. Nyborg est Professeur ordinaire de finance à l'Université de Zurich, associé de recherche au Centre for Economic Policy Research, membre de la Royal Society of Arts et titulaire d'une chaire au SFI. Il est également ancien Président de l'European Finance Association. Son champ de recherche s'étend de la finance d'entreprise aux banques centrales, en passant par les problèmes de liquidité et de valorisation du collatéral.

Banques centrales

Il existe un consensus général selon lequel au cours de la dernière décennie, les banques centrales sont devenues des acteurs clés du marché financier, ce qui risque de menacer le marché lui-même.

Comment en sommes-nous arrivés là ?

Toutes les grandes banques centrales dans le monde sont intervenues massivement durant la crise financière pour éviter un effondrement total de l'économie. Le cas de la zone euro est emblématique de ce point de vue-là, car il constitue une "nation" composée de nations et a dû faire face non seulement à des problèmes financiers et économiques généraux, mais également à problèmes quant à la souveraineté des Etats. En octobre 2008, la Banque centrale européenne, ci-après BCE, a modifié ses opérations monétaires en cessant la mise aux enchères de quantités limitées de liquidités pour recourir à des appels d'offres à taux fixe, basés sur le taux directeur, et servant en conséquence la totalité des soumissions. Il est important de souligner que le fait de servir la totalité des soumissions implique une absence de rationnement de la monnaie de banque centrale dans le cadre des opérations de refinancement. En conséquence, les banques ont obtenu tout ce qu'elles demandaient, pour autant que les garanties offertes soient suffisantes pour couvrir le financement. Comme cette décision n'a pas suffi à satisfaire les marchés et à dissiper les préoccupations concernant la stabilité, en juillet 2012, Mario Draghi, le président de la BCE, a déclaré qu'il ferait tout en son pouvoir pour préserver l'euro et autorisa en conséquence le programme d'opérations monétaires sur titres (OMT) qui prévoit des rachats illimités d'obligations souveraines de pays couverts par le Fonds européen de stabilité financière. Malgré le fait que l'OMT ne fut jamais actionné, son existence ne permit pas de rassurer les marchés comme souhaité. En conséquence, la BCE annonça en septembre 2014 un programme de rachats de titres adossés à des actifs et des obligations sécurisées en indiquant que ce programme augmenterait de près de 1'000 milliards d'euros le bilan du système de la zone euro. Ce programme a par la suite été étendu en janvier 2015 aux obligations gouvernementales. Notons qu'à la fin juillet 2018, l'excédent de liquidité de la zone euro atteignait près de 1'860 milliards d'euros.

Quels risques présentent les banques centrales pour l'économie à l'heure actuelle ?

Les bilans de pratiquement toutes les banques centrales ont atteint des niveaux sans précédent. L'accroissement des risques associés à cette expansion des bilans est une conséquence du fonctionnement des dispositifs de garanties que les banques centrales ont elles-mêmes

conçus et des politiques monétaires non conventionnelles qu'elles ont menées. Comme les dispositifs de garanties des banques centrales présentent des biais par rapport à des actifs risqués et peu liquides, ces actifs sont produits à un rythme trop élevé par l'économie. De façon plus générale, la politique en matière de garanties dans la zone euro compromet la discipline des marchés.

Tout cela accroît la fragilité du système financier, ce qui risque de mener à encore d'autres interventions de la part des banques centrales et une expansion de leurs bilans.

Que peut-on faire pour retrouver une situation où les banques centrales agissent comme piliers de stabilité et non comme introducteurs de risques ?

D'une façon générale, les politiques des banques centrales devraient être moins accommodantes et laisser davantage de place aux forces du marché et à la discipline des banques. Cependant, au sein de la zone euro, la souveraineté des Etats membres risque de rendre ce type de réalisation impossible.





Prof. Rüdiger Fahlenbrach

Rüdiger Fahlenbrach est Professeur associé de finance à l'École Polytechnique Fédérale de Lausanne et titulaire d'une chaire au SFI. Il a obtenu un doctorat en finance à la Wharton School of Business. Avant de rejoindre la faculté à Lausanne en 2009, il était membre de la faculté à l'Ohio State University. Ses recherches portent sur la gouvernance des entreprises, ainsi que l'analyse des causes et de conséquences de la crise financière de 2007-2009.

Gouvernance d'entreprise

Le manque de bonnes incitations financières pour les banquiers avant la crise, constitue-t-il l'une des causes principales de la crise elle-même ?

L'un des principaux arguments avancé pour expliquer l'effondrement des marchés boursiers était que les dirigeants des banques ne bénéficiaient pas de mesures d'incitation appropriées et que celles-ci n'étaient pas été correctement alignées avec la performance à long terme des établissements qu'ils dirigeaient. Toutefois les études académiques invalident cet argument. En effet, les données couvrant les banques américaines n'arrivent pas à démontrer que les banques dont les intérêts du CEO étaient mieux alignés avec ceux des actionnaires ont dégagé de meilleurs rendements boursiers durant la crise. En réalité, une partie des données révèle même que certaines banques dirigées par des CEO dont les intérêts étaient mieux alignés avec ceux des actionnaires ont dégagé des rendements boursiers plus faibles. Par ailleurs, malgré la croyance populaire qui tend à accuser les "stock options" d'avoir encouragé des prises de risque

excessives, les analyses suggèrent qu'il n'y a aucun lien entre la part de rémunération en "stock option" des CEO des banques et la performance boursière. Finalement, aucun résultat n'arrive à prouver que les rendements des banques aient été inférieurs lorsque les CEO ont touché des bonus en espèces plus élevés.

Quels sont les principaux facteurs expliquant ces résultats ?

Les données montrent que les CEO des banques ont privilégié les intérêts des actionnaires dès le début de la crise et ont pris des décisions qui, selon eux, devaient être appréciées par les marchés financiers. A posteriori, ces actions se sont révélées coûteuses pour les banques et pour leurs CEO une fois que les marchés se sont effondrés. Les CEO n'anticipaient pas de si mauvais résultats financiers, vu qu'il n'y a aucune indication que les CEO aient vendus les actions de la banque qu'ils dirigeaient en prévision de mauvais résultats financiers. En réalité, les CEO des banques ont subi des pertes considérables.



Prof. Jean-Charles Rochet

Jean-Charles Rochet est Professeur ordinaire de banque et finance à l'Université de Genève et titulaire d'une chaire au SFI. Il a obtenu son doctorat en économie mathématique à l'Université de Paris. Avant de rejoindre la faculté à Genève, il était Professeur à la Toulouse School of Economics et l'Université de Zurich. Ses recherches portent principalement sur la réglementation bancaire et la stabilité financière.

Conclusion

Le secteur financier est désormais remis sur pied et les perspectives s'avèrent actuellement bonnes. Mais, il serait naïf de penser que le secteur soit à l'abri de tout problème. La question n'est pas de savoir si une nouvelle crise financière va se produire ou non, mais plutôt de se demander quand et où celle-ci se produira.

Cette question suscite une quantité considérable de travaux de recherche et la faculté du SFI propose actuellement des pistes qui pourront s'avérer centraux pour la prochaine crise financière, tels que sur la soutenabilité des dettes souveraines, la révolution des fintech et les réformes de politique monétaire.



Dr Stephanino Isele

Stephanino Isele est responsable des Institutionals & Multinationals auprès de la Zürcher Kantonalbank. Il a étudié l'économie à l'Université de Zurich et est titulaire d'un doctorat en finance et comptabilité. Avant de rejoindre la Zürcher Kantonalbank, il a occupé différents postes chez J.P. Morgan et Morgan Stanley. Plus récemment, il a été Directeur Général dans le domaine des Global Markets à Londres.

Entretien

avec le Dr Stephanino Isele, membre de la Direction Générale de la Zürcher Kantonalbank et du Conseil de Fondation du SFI.

Comment la stabilité financière est-elle supervisée en Suisse, tant sur le plan individuel que national ?

Dans le cadre de son mandat, la Banque Nationale Suisse (BNS) publie chaque année un rapport sur la stabilité du secteur bancaire suisse. De plus, la BNS surveille également les infrastructures des marchés financiers nécessaires à la bonne stabilité du système financier suisse. Finalement, la BNS désigne les banques d'importance systémique et propose un volant anticyclique de fonds propres au Conseil fédéral après consultation avec l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA).

La supervision du secteur bancaire et des assurances en Suisse incombe à la FINMA. Cette autorité est plus particulièrement responsable de la bonne application de la législation de chacun des acteurs sur les marchés financiers, comme par exemple la loi sur les banques.

Pouvons-nous constater des changements au cours de la dernière décennie et, le cas échéant, que nous est-il encore nécessaire de faire ?

Aujourd'hui, le système bancaire détient beaucoup plus de capital qu'il y a dix ans. Le capital est un pilier essentiel à la prévention des crises, tout comme la présence de liquidités suffisantes. En outre, des mesures majeures ont été déployées de manière coordonnée au niveau international concernant le problème du TBTF ("*too big too fail*") afin d'organiser, en cas de crise, la sortie du marché d'une banque d'importance systémique. Ces mesures incluent l'accumulation de fonds permettant l'absorption de pertes, des exigences en matière de redressement, ainsi que des plans de résolution pour les banques concernées. Cependant, ce processus n'est pas encore terminé.

Les régulateurs ont réagi à la crise financière par la mise en œuvre d'un nombre important de nouvelles normes et mesures. La densité d'un tel réseau de surveillance n'écarte cependant pas la possibilité d'une nouvelle crise, vu qu'il est impossible de connaître et de maîtriser tous les développements potentiels. Un tel réseau peut aussi restreindre le champ des opportunités économiques au sein du système financier. C'est le courage de se concentrer sur l'essentiel qui doit primer.

Un échec aux tests de résistance macroprudentiels est lourd de conséquences pour une banque. Toutefois ces tests semblent manquer d'efficacité d'un point de vue financier pour une banque (diversification du portefeuille, par exemple). Comment les banques gèrent-elles ces deux contraintes largement différentes ?

Par nature, les tests de résistance macroprudentiels ne reflètent pas correctement les effets de la diversification. Ces tests servent à mettre en évidence les faiblesses du modèle d'affaires et d'allocation des risques. Par ailleurs, la diversification des sources de revenus fait aussi partie intégrante des priorités stratégiques de nombreuses institutions financières. Un effet de diversification qui déroge au niveau exigé par le test de résistance ne sera pas suffisant pour décourager ces institutions de faire ce qui est juste d'un point de vue opérationnel.

Le cadre réglementaire de Bâle III comprend plusieurs mesures sur le volant anticyclique de fonds propres. Comment les banques suisses gèrent-elles leurs réserves de fonds propres et leurs provisions anticycliques ?

La Suisse a été l'une des pionnières dans la mise en œuvre d'exigences de fonds propres plus importants. Comparées au niveau international, les banques suisses sont très bien capitalisées. Les exigences supplémentaires sur le volant anticyclique de fonds propres mises en place par le Conseil fédéral en 2013 sur proposition de la BNS, et qui représentent actuellement 2% des actifs pondérés des financements immobiliers résidentiels, sont gérables pour les banques. La question de savoir si le coussin de fonds propres anticyclique a effectivement eu un effet modérateur sur l'offre de crédit doit être évaluée en fonction du contexte général. Actuellement, dans un environnement caractérisé par des taux d'intérêt bas et des opportunités d'investissement insuffisantes, ce sont des acteurs non réglementés ou soumis à une réglementation différente qui entrent sur le marché hypothécaire et affectent l'offre de crédit.

Les banques centrales, telles que la BCE, la BNS et la Fed, sont devenues des acteurs financiers majeurs. La façon dont les banques commerciales réagissent à leurs annonces a-t-elle changé au cours des dix dernières années ?

Avant la crise financière, les acteurs du marché étaient principalement concentrés sur le taux d'intérêt préférentiel. Les participants du marché ont souvent vu ce taux augmenter ou baisser de manière inopinée et affecter principalement les taux d'intérêt à court terme ainsi que les opérations de change. Au cours de la crise financière, grâce à une meilleure communication de la part des banques centrales, les opérateurs de marché se sont mieux préparés aux variations des taux d'intérêt. L'introduction de l'assouplissement quantitatif ("*Quantitative Easing*") a mené les acteurs du marché à se concentrer davantage sur les annonces relatives à la portée et à la durée de tels programmes d'achat. Aujourd'hui, les annonces d'assouplissement quantitatif sont plus imprévisibles que les modifications de taux d'intérêt. Elles ont un impact sur l'ensemble de la courbe de rendement et affectent également d'autres classes d'actifs comme les marchés d'actions.

Ainsi, les acteurs du marché, et par conséquent les banques commerciales, sont particulièrement attentifs aux annonces relatives aux programmes d'assouplissement quantitatif et essaient d'en anticiper les effets sur les variations de liquidité et de prix.

Le Professeur Hau a montré que la difficulté financière d'un secteur du marché peut se propager à d'autres secteurs en raison de ventes d'actifs à prix bradés et d'actionariat commun. Les banques sont-elles fréquemment exposées à de tels risques ?

Seule la gestion d'actifs d'une banque peut potentiellement être exposée à de tels risques.

Comment les banques peuvent-elles protéger leurs investissements du risque de transmission lié à la vente d'actifs à prix bradés ?

Pour atténuer le risque lié à la vente d'actifs à prix bradés, une gestion proactive du risque de liquidité est nécessaire. Nous calculons quotidiennement un "*liquidity mismatch index*" (LMI) pour chaque fonds de placement. Le LMI intègre des variables de marché (tel que le TED spread) ainsi que la liquidité des actifs et des fonds en situation normale et en période de tensions. Le contrôle des rachats de parts (*i.e. gating*), l'ajustement de la valeur liquidative (*i.e. swing pricing*) ou encore les frais et les périodes de rachat sont des mesures permettant d'accroître la liquidité d'un fonds.

Par ailleurs, une réserve de trésorerie, un investissement dans les ETFs ou dans des contrats financiers à terme, un retrait dans les opérations de prêt de titres et la mise en place de lignes de crédit

avec la banque dépositaire sont autant de mesures susceptibles d'accroître la liquidité des actifs d'un fonds.

Enfin, bien que radicale, la suspension des rachats et la liquidation de l'ensemble du fonds sont des mesures supplémentaires pour éviter la vente d'actifs à prix bradés (qui ne sont pas dans l'intérêt des épargnants en raison de la dilution qu'elles entraînent) et donc pour limiter la transmission de chocs sur les prix à d'autres classes d'actifs.

Comment la recherche académique, comme celle présentée dans cette publication, peut-elle influencer la manière dont les praticiens suisses mènent leurs activités ?

La finance en tant que discipline universitaire est par nature une science appliquée. Des discussions et des échanges d'idées réguliers comme ceux menés lors de ce *SFI Practitioner Roundup* sont la clé du succès. Les universitaires apprennent des praticiens les problèmes pertinents sur lesquels mener leurs recherches et, en retour, les praticiens bénéficient de l'expertise d'universitaires spécialistes utilisant les dernières avancées méthodologiques. Il faut in fine ajouter que le monde universitaire constitue la base d'une éducation de haute qualité qui est, et restera, la principale force du marché financier suisse.

La recherche universitaire fournit parfois des enseignements très différents de ce que les régulateurs imposent aux institutions financières. Comment ces dernières gèrent-elles cette situation et comment évaluez-vous la valeur de la recherche universitaire ?

La réglementation est comme une taxe : vous en reconnaissez la nécessité, vous ne l'aimez pas vraiment, et son efficacité dépend de la manière dont elle a été réalisée. Nous savons tous qu'une réglementation n'est pas toujours parfaitement conçue. Très souvent, les dispositions principales sont voilées par un niveau de détail extrêmement élevé qui conduit *in fine* à un effet de "liste de vérifications".

Des recherches académiques, telles que les communications présentées dans ce *SFI Practitioner Roundup*, peuvent aider à mettre à jour des points clés. Nous devrions nous concentrer sur ces points clés lors de la rédaction de nouvelles réglementations et lorsque sont définies les spécifications relatives à leur conformité. Sur la base de la recherche universitaire, les marchés financiers bénéficient d'une discussion concise entre les différents organismes de réglementation et les entités réglementées.

Swiss Finance Institute

Swiss Finance Institute (SFI) est le centre national de recherche fondamentale, de formation doctorale, d'échange de connaissances et de formation continue dans le secteur bancaire et financier. La mission de SFI est de renforcer le capital de connaissances pour la place financière suisse. Créé en 2006 dans le cadre d'un partenariat public-privé, SFI est une initiative commune du secteur financier suisse, de six universités suisses de pointe, et de la Confédération helvétique.

Contact

Dr. Cyril Pasche
Director Knowledge Exchange and Continuing Education
Rédacteur de la partie académique
+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

