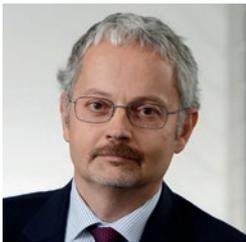


Swiss Finance Institute Practitioner Roundups

Edition spéciale Dettes – Croissance – Résilience

Éditorial



Le crédit est un important moteur pour la croissance, mais un surendettement ne risque-t-il pas de réduire la résistance aux chocs de l'économie? Ce numéro spécial de la série des "Practitioner Roundups" du SFI examine les tendances récentes du marché de la dette et leurs conséquences sur l'économie dans son ensemble. S'appuyant sur la recherche et la pratique financières, il offre une perspective nuancée, basée sur des données probantes, sur plusieurs sujets qui occupent une place importante dans le débat public. Parmi ces thèmes, on peut citer la viabilité des niveaux des dettes publiques, l'effet de la dette sur l'activité entrepreneuriale et les conséquences involontaires de certaines

réglementations bancaires. Plusieurs nouvelles pistes de réflexion émergent, qui vont parfois à l'encontre des idées reçues. La recherche suggère ainsi que le ratio de la dette publique au PIB ne constitue pas le facteur principal de la viabilité de la dette publique, que le financement par l'emprunt peut stimuler l'innovation en encourageant la création d'entreprises novatrices et que l'augmentation des exigences de liquidités et de fonds propres peut avoir une incidence négative sur l'exposition financière des banques et sur leur capacité à financer le secteur privé.

Nous vous souhaitons une agréable lecture.

Prof. François Degeorge
Managing Director et SFI Senior Chair

Prof. Jean-Charles Rochet
Head of Research et SFI Senior Chair

Biographies



Prof. Axel P. Lehmann

Axel P. Lehmann est President UBS Switzerland and Member of the Group Executive Board. Avant de rejoindre UBS, il a occupé des postes de direction chez Zurich Insurance Group et Swiss Life. Outre ses fonctions chez UBS, il a été professeur invité à l'Université Bocconi à Milan et est actuellement professeur auxiliaire et président du conseil d'administration de l'Institute of Insurance Economics de l'Université de Saint-Gall. Il est titulaire d'un doctorat en gestion d'entreprise et en économie de l'Université de Saint-Gall.



Prof. Erwan Morellec

Erwan Morellec est SFI Senior Chair et professeur de finance à l'Ecole Polytechnique Fédérale de Lausanne. Le professeur Morellec a auparavant enseigné à l'Université de Rochester et à l'Université de Lausanne. Il donne régulièrement des conférences sur la finance dans le monde entier et ses travaux de recherche ont été publiés dans des revues académiques de haut niveau dans le domaine de la finance. Il a reçu plusieurs prix de recherche et d'enseignement. Ses principaux intérêts de recherche 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.



Prof. Steven Ongena

Steven Ongena est SFI Senior Chair et professeur de banque à l'Université de Zurich. Le professeur Ongena a auparavant enseigné à l'Université de Tilburg et à la Norwegian Business School. Ses articles ont été publiés dans des revues académiques de premier plan en finance et en économie. Il a reçu de nombreuses récompenses pour ses recherches et est consultant de recherche auprès de plusieurs banques centrales européennes. Il est actuellement professeur de recherche à la Deutsche Bundesbank. Ses recherches portent sur l'intermédiation financière empirique et l'économétrie financière appliquée. Il est titulaire d'un doctorat en économie de l'Université d'Oregon.



Prof. Jean-Charles Rochet

Jean-Charles Rochet est SFI Senior Chair et professeur de banque à l'Université de Genève. Le professeur Rochet a auparavant enseigné à la Toulouse School of Economics, à la London School of Economics et à l'Université de Zurich. Ses articles ont été publiés dans des revues académiques de haut niveau en finance mathématique et en économie. Il y a un an, il a publié un ouvrage à l'intention des praticiens, qui porte sur les décisions prises par les entreprises sur des sujets tels que la distribution de dividendes, l'émission de titres, la structure du capital et le défaut de paiement. Ses recherches portent principalement sur les crises bancaires et la réglementation. Il est titulaire d'un doctorat en économie mathématique de l'Université Paris-Dauphine.

Soutenabilité maximale de la dette publique

Prof. Jean-Charles Rochet, SFI Senior Chair et professeur de banque à l'Université de Genève.

Quelle est l'ampleur actuelle de la dette publique ?

J.-C. Rochet: Les données du Fonds Monétaire International montrent que la dette publique de l'ensemble des pays du G7 a dépassé 43'000 milliards de dollars en 2017. Pour mettre ce montant en perspective, ce chiffre représente 117% de leur PIB annuel total, soit l'équivalent de 56'500 dollars de dette publique par habitant. Malgré les vastes similitudes entre ces économies avancées, il existe des contrastes marqués en ce qui concerne leur dette publique. En 2017, les ratios de la dette publique au PIB variaient entre 64% en Allemagne et 237% au Japon, ce qui représentait un éventail compris entre 28'600 dollars de dette publique par citoyen allemand et 91'100 dollars par citoyen japonais. Cependant, le pays du G7 dont le niveau de dette souveraine est actuellement le plus préoccupant n'est pas le Japon, mais l'Italie, avec un ratio de la dette au PIB de 132% et une cote de crédit à peine un cran au-dessus de celle des "junk bonds". Cette situation peut s'expliquer, du moins partiellement, par les différentes marges de manoeuvre budgétaire de l'Italie et du Japon.

Comment le ratio de la dette publique au PIB a-t-il évolué au cours du temps ?

J.-C. Rochet: Le ratio de la dette publique au PIB tend à évoluer pour des raisons à la fois conjoncturelles et structurelles. Au niveau cyclique, le facteur clé est l'activité économique : en période d'expansion économique, les Etats affichent généralement un excédent, ce qui leur permet de réduire leur dette, tandis que lorsque l'économie se contracte, les gouvernements ont tendance à intervenir et à augmenter leurs dépenses pour stabiliser la production, ce qui se traduit par un déficit et un accroissement de la dette. Au niveau structurel, les décisions politiques concernant la taille et le rôle social de l'État sont les principaux facteurs qui influencent à la fois le déficit et la dette. Sur le plan historique, des scénarios multiples et divers se sont succédés. Le ratio de la dette publique au PIB du Royaume-Uni, par exemple, était de 181% en 1950, de 73% en 1970, de 27% en 1990 et de 88% en 2017. A ces mêmes dates, le ratio de la dette publique au PIB de l'Italie est passé de 30% à 37%, puis de 92% à 132%. La crise économique de 2008 a entraîné une forte augmentation de la dette dans tous les pays du G7, à l'exception de l'Allemagne. Dans le cas de la Suisse, les données de 1983 à 2017 reflètent des fluctuations plus modérées : la valeur la plus faible du ratio de la dette publique au PIB y était de 28% en 1989, et la plus élevée de 59% en 2004. La "grande récession" a largement épargné la dette publique suisse.

Qu'est-ce qui détermine le niveau maximal de la soutenabilité de la dette publique et la probabilité de défaut ?

J.-C. Rochet: La limite maximale de soutenabilité de la dette publique dépend principalement du montant d'argent que les créanciers sont prêts à fournir. Il a été démontré que le comportement de prêt est influencé par quatre facteurs. Premièrement, l'excédent primaire soutenable prévu d'un pays ; deuxièmement, son taux de croissance moyen ; troisièmement, la volatilité de son taux de croissance ; et quatrièmement, le montant de la dette que le pays devrait être en mesure de contracter à l'avenir pour financer la dette actuelle. Les créanciers sont plus disposés à financer la dette lorsque les excédents primaires prévus, les taux de croissance moyens et la capacité de l'État à contracter des emprunts sont élevés, et moins disposés à le faire lorsque les taux de croissance sont plus volatils et les taux d'intérêt sans risque sont faibles. Une fois que l'on a déterminé la dette maximale soutenable, l'emprunt maximal soutenable et la dette réelle, il est possible de prévoir la probabilité de défaut d'un pays. Les gouvernements qui fonctionnent en deçà de leur seuil de viabilité maximale de la dette ont de faibles taux d'intérêt et de très faibles probabilités de défaut, tandis que les gouvernements qui fonctionnent au-dessus de leur seuil de viabilité maximale de la dette sont confrontés à des augmentations très rapides de leurs taux d'intérêt sur la dette et de leur probabilité de défaut.

Que nous indiquent les données historiques concernant les différences entre la dette publique soutenable maximale et la probabilité de défaut ?

J.-C. Rochet: Les données empiriques couvrant 23 pays de l'OCDE sur la période 1980-2010 montrent que les excédents primaires attendus, les taux de croissance et la capacité de contracter de la dette pour financer la dette jouent tous un rôle central dans la fixation du montant maximum de la dette soutenable et de la probabilité de défaut. Les faibles excédents primaires de la France, de la Grèce et du Portugal ont joué en leur défaveur en ce qui concerne leur capacité maximale d'endettement global soutenable, tandis que la capacité de la Corée et de la Suède à recourir de manière répétée à des emprunts futurs pour rembourser les emprunts actuels a accru leur capacité maximale d'emprunt. En ce qui concerne la probabilité de défaut, les estimations montrent que la situation est très asymétrique. Le ratio de la dette publique au PIB de la Grèce est passé de 53% en 1987 à 89% en 1990, puis à 127% en 2009. Sur la même période, sa probabilité de défaut de paiement est passée de moins de 1% à un peu plus de 1%, puis à plus de 85%. C'est la probabilité de défaut, et non le ratio de la

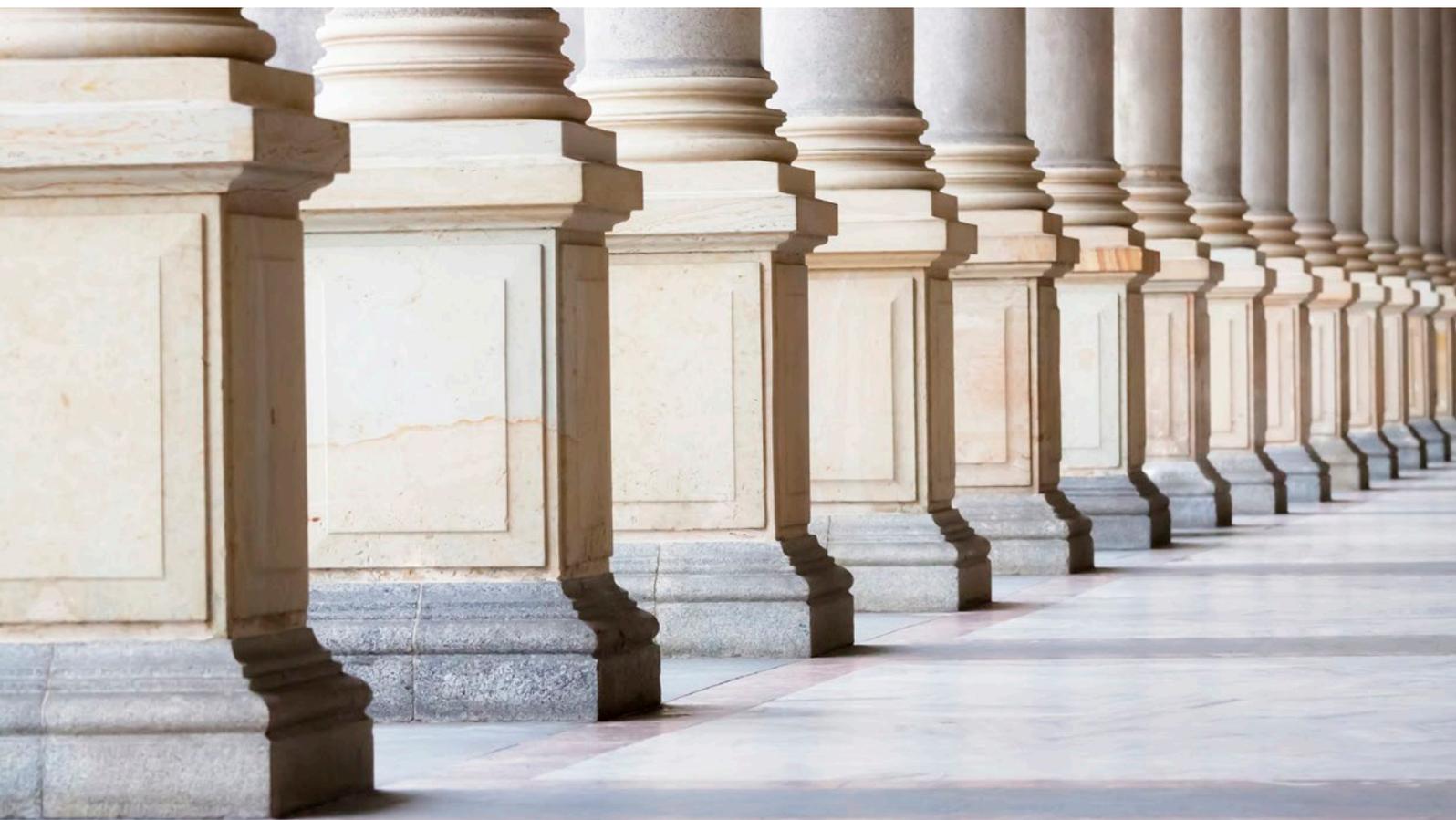
dette au PIB, qui explique le mieux les écarts de rendement entre les différentes obligations souveraines.

Au début de la crise de 2008, de nombreux gouvernements étaient confrontés au dilemme de devoir dépenser de l'argent pour stimuler leur économie tout en ayant des difficultés à assurer le service de leur dette. Quelles leçons en avons-nous tirées ?

J.-C. Rochet: Du fait de la grande récession, de nombreux pays se sont retrouvés avec des déficits croissants et des niveaux de dépenses que certains considéraient comme "insoutenables". Ce casse-tête a conduit plusieurs pays européens à adopter des mesures d'austérité. De telles mesures d'austérité, dont certaines sont encore en vigueur aujourd'hui, se sont avérées non seulement impopulaires auprès d'une grande partie de la population, mais aussi largement controversées d'un point de vue économique. Depuis, les recherches ont montré que les mesures gouvernementales de relance à court terme sont en fait compatibles avec un budget public équilibré à plus long terme.

Alors qu'une récession potentielle se profile à l'horizon, quelle devrait être la stratégie des pouvoirs publics ? Dépenser et investir à des fins de diversification ? Ou épargner et se préparer à un choc ?

J.-C. Rochet: Les taux d'intérêt sont à leur plus bas niveau historique: plusieurs obligations d'État à 10 ans en Europe et en Asie offrent actuellement des rendements inférieurs à 0% et les taux américains se situent autour de 1,5%. Les gouvernements devraient profiter de cette disponibilité d'argent "peu coûteux" pour emprunter et investir dans leurs infrastructures et dans des projets verts. De tels investissements sont judicieux d'un point de vue à la fois financier et économique, car ils dégagent généralement d'importants rendements financiers, aident à diversifier la production économique, soutiennent la croissance économique grâce à l'intervention des pouvoirs publics et aident à accélérer la transition vers une économie verte. Bref, les gouvernements doivent agir dès aujourd'hui pour que l'économie soit plus résiliente lors de la prochaine crise.



Dettes des entreprises, innovation et croissance

Prof. Erwan Morellec, SFI Senior Chair et professeur de finance à l'Ecole Polytechnique Fédérale de Lausanne.

Prof. Steven Ongena, SFI Senior Chair et professeur de banque à l'Université de Zurich.

Quels sont les différents types de financement des entreprises et quels sont les principaux pourvoyeurs de dette des entreprises ?

E. Morellec: Les sociétés peuvent obtenir du financement au moyen de deux catégories générales de titres: les fonds propres et les fonds étrangers. D'un côté, les actions émises par une entreprise donnée sont un instrument largement standardisé auquel est généralement associé un prix unique. D'un autre côté, les dettes au sein d'une entreprise donnée peuvent varier en fonction de nombreuses caractéristiques. Les grandes sociétés sont généralement financées par des dizaines, voire des centaines, d'obligations et de prêts, qui se caractérisent par des valeurs nominales, des taux, des priorités, des échéances et des clauses restrictives différents. Les données de l'Institute of International Finance montrent que la dette des entreprises non financières a augmenté à un rythme soutenu dans

le monde entier et a presque triplé depuis la grande récession. Fin 2018, la dette des entreprises a atteint un niveau record de 92% du PIB mondial. Dans le cas des États-Unis, la dette des entreprises, y compris les petites et moyennes entreprises, les entreprises familiales et les sociétés non cotées, représente plus de 15'000 milliards de dollars, soit environ 75 % du PIB américain.

S. Ongena: Au cours de la dernière décennie, il y a eu un tournant intéressant sur le marché de la dette au niveau des créanciers: les grandes sociétés non financières ont progressivement cessé de compter sur le financement bancaire pour obtenir de plus en plus de financement sur le marché obligataire, auprès d'investisseurs privés et de sociétés financières spécialisées. Par exemple, aux États-Unis, les grandes entreprises comptent maintenant sur les banques pour seulement environ un tiers de leur financement,



contre près de la moitié il y a une décennie. Un glissement similaire du financement bancaire vers le financement non-bancaire s'est également produit dans la zone euro et au Japon. Toutefois, ce changement est beaucoup moins prononcé pour les petites et moyennes entreprises, qui ont tendance à compter sur le financement bancaire pour assurer leur croissance.

Le financement par emprunt des entreprises favorise-t-il l'innovation et la croissance des entreprises ?

E. Morellec: Au cours des dernières décennies, l'économie américaine s'est développée en grande partie grâce à l'innovation. Les entreprises publiques, par exemple, dépensent maintenant deux fois plus en R&D qu'en dépenses en capital, et les immobilisations sont passées de 34 % à moins de 20 % de l'actif total entre 1975 et 2016. Les données montrent que les petites, moyennes et grandes entreprises innovatrices recourent largement au financement par emprunt et que, lorsque les start-ups et les entreprises de taille moyenne ne sont pas en mesure d'obtenir des prêts bancaires traditionnels, elles cherchent à obtenir des prêts directs auprès de sources non-bancaires. Les recherches montrent que les effets du financement par emprunt sur l'innovation et l'investissement des entreprises varient selon qu'il s'agisse d'entreprises en place, c'est-à-dire celles qui sont déjà actives sur un marché donné, ou d'entrepreneurs et de nouveaux venus sur le secteur, c'est-à-dire d'entreprises ayant l'ambition de fournir de nouveaux produits et services. Pour les acteurs historiques, le financement par emprunt entraîne généralement un sous-investissement dans la R&D et le capital physique en raison d'un effet de surendettement et d'une augmentation des faillites. En revanche, le financement par emprunt stimule l'innovation grâce à la création d'entreprises novatrices. Cette augmentation de l'esprit entrepreneurial stimule l'innovation et la destruction créative au niveau mondial, les entreprises en place novatrices et les nouveaux venus développant de nouveaux produits pour remplacer ceux qui existent déjà.

Quelles sont les principales différences entre les prêts bancaires traditionnels et les prêts directs ?

E. Morellec: Les prêts bancaires traditionnels sont accordés par l'intermédiaire d'institutions financières et sont donc soumis à une forte surveillance réglementaire. Les prêts directs sont accordés par des sociétés de capital-investissement, des fonds de pension, des assureurs et des sociétés riches en liquidités, et opèrent donc "dans l'ombre" en matière de réglementation bancaire. Les prêts directs ont un côté pratique dans l'économie d'aujourd'hui, car ils permettent aux investisseurs non bancaires d'obtenir des rendements

(dans un contexte actuel de faibles rendements) et fournissent du financement aux entreprises. Le principal problème ici est que le segment des prêts directs du secteur du financement soutient la partie la plus "floue" du marché de la dette. Ce risque supplémentaire, cette diversification moindre, cette liquidité réduite et cet effet de levier plus élevé peuvent freiner la croissance et la reprise futures. Certains spécialistes du marché estiment que quelques prêteurs non-bancaires pourraient ne pas survivre à un futur ralentissement économique, en raison des prêts de moindre qualité qu'ils détiennent dans leurs portefeuilles. Cela pourrait, en fin de compte, laisser certaines sociétés en mauvaise posture sur le plan des prêts traditionnels comme des prêts directs.

Le développement financier semble avoir un effet positif sur la croissance, mais quel type de financement – bancaire ou via le marché – fonctionne le mieux ?

S. Ongena: Deux écoles de pensée opposées s'affrontent sur le sujet. D'un côté, l'approche bancaire prétend, pour de multiples raisons, que l'activité bancaire est meilleure pour la croissance économique que le développement via le marché boursier. Les arguments avancés ici sont les suivants : des marchés bien développés permettent la circulation rapide de l'information sur les marchés publics et réduisent la nécessité pour les investisseurs individuels de consacrer des ressources à l'acquisition d'informations et à l'identification de projets innovants ; la liquidité du marché permet aux investisseurs de vendre leurs actions à moindre coût sans contrôle permanent et approfondi ; l'évolution du marché peut freiner le contrôle des entreprises et la productivité nationale. D'un autre côté, les partisans de l'approche fondée sur le marché soulignent les déficiences du système bancaire. Ils soutiennent que les banques acquièrent des informations coûteuses pour obtenir des "rentes" élevées et réduisent les incitations des entreprises à entreprendre des projets à haut risque et à haut rendement ; qu'elles ont un penchant inhérent pour les projets à faible risque et à faible rendement, ce qui freine l'innovation et la croissance ; et qu'elles peuvent agir de connivence avec les dirigeants d'entreprise au détriment d'autres investisseurs, ce qui nuit à la concurrence et à la croissance économique. Des données empiriques couvrant 48 pays sur une période de 35 ans montrent que le développement général du secteur financier – basé sur les banques et le marché – a eu un effet positif important et durable sur la création d'entreprises, l'expansion industrielle et la croissance économique. Une analyse approfondie montre que les approches fondées à la fois sur les marchés financiers et sur les banques ont joué un rôle prépondérant et complémentaire dans la stimulation de la croissance économique au cours des dernières décennies.

Résilience des banques et mesures réglementaires

Prof. Erwan Morellec, SFI Senior Chair et professeur de finance à l'Ecole Polytechnique Fédérale de Lausanne.

Prof. Steven Ongena, SFI Senior Chair et professeur de banque à l'Université de Zurich.

Comment la structure de financement du secteur bancaire a-t-elle évolué depuis 2008 ?

E. Morellec: Les données montrent que la dette du secteur financier, dans les économies développées, représentait plus de 130 % du PIB il y a dix ans. Les chiffres de l'an dernier montrent que cette valeur a baissé et est désormais inférieure à 110 %. L'évolution de la réglementation, mise en œuvre à la suite de la grande récession, est un facteur essentiel pour expliquer cette baisse. En 2008, l'insuffisance des réserves de liquidités et le niveau élevé de l'endettement avaient entraîné l'effondrement de certaines grandes banques et provoqué un effet domino sur toute l'économie mondiale. Depuis, les organismes de réglementation se sont concentrés sur la réduction du risque que les banques représentent pour l'économie au moyen de deux ensembles de mesures distincts. Premièrement, un ensemble de mesures de liquidité qui obligent les banques à accroître leur réserve de liquidités afin d'être en mesure de faire face à des pertes à court terme sur les actifs illiquides qu'elles détiennent et d'éviter qu'elles aient à emprunter la voie coûteuse et lente de la mobilisation de capitaux. Deuxièmement, un ensemble de mesures de fonds propres qui obligent les banques à augmenter leur ratio global de fonds propres, et donc à abaisser leur ratio global de levier, dans le but d'accroître la capacité des banques à absorber d'éventuelles pertes.

Quelles sont les prévisions de la recherche concernant l'efficacité des mesures de réglementation sur les niveaux de liquidité et de fonds propres ?

Erwan Morellec: Les recherches sur les effets des réglementations bancaires micro-prudentielles apportent trois enseignements théoriques. Premièrement, les exigences minimales en matière de liquidités tendent à réduire l'ampleur des pertes lorsque les entreprises sont en défaut. Toutefois, de telles contraintes peuvent également accroître la probabilité globale de défaut en réduisant la valeur des fonds propres d'une banque. Deuxièmement, l'augmentation des exigences en matière de capital accroît la volonté ou la capacité des actionnaires d'absorber les pertes et réduit la probabilité de défaut. En effet, les exigences de fonds propres réduisent le levier financier et limitent l'augmentation correspondante du risque. Troisièmement, les effets combinés de l'augmentation des liquidités et des exigences de fonds propres réduisent à la fois l'ampleur des pertes en cas de défaut et la probabilité de défaut. Les mesures réglementaires, telles que celles des Accords de Bâle III, ne peuvent être efficaces que si des exigences sont imposées à la fois sur les niveaux de liquidité et de fonds propres, afin de rendre le secteur bancaire et l'économie plus résistants. Il est évident que de telles réglementations ont un coût pour les banques.

Disposons-nous de données empiriques sur l'efficacité des mesures sur les niveaux de liquidité et de fonds propres ?

Steven Ongena: Le paquet de réformes de Bâle III n'a été pleinement mis en œuvre que cette année, les objectifs généraux étant d'accroître le montant et la qualité des fonds propres des banques, d'améliorer l'évaluation des risques, de maîtriser l'effet de levier, d'améliorer la liquidité et de réduire la procyclicité du système financier. L'un des éléments-clés de ces réformes est d'augmenter de 50 % les exigences minimales de fonds propres et d'exiger des banques qu'elles augmentent leurs ratios de fonds propres à risque. Les banques peuvent atteindre cet objectif soit en augmentant les montants de capitaux réglementaires qu'elles détiennent, soit en diminuant la quantité d'actifs pondérés en fonction des risques qu'elles financent, soit via une combinaison de ces deux stratégies. Aujourd'hui, il est encore trop tôt pour évaluer comment les banques s'adapteront réellement aux Accords de Bâle III, mais l'exercice sur les besoins en fonds propres mené en 2011 par l'Autorité bancaire européenne (ABE) peut néanmoins déjà fournir quelques indications. En 2011, l'ABE a procédé à un exercice de capitalisation en imposant de manière inattendue à certaines banques européennes d'augmenter leur ratio de fonds propres réglementaires. Les recherches révèlent que les institutions financières qui ont participé à l'exercice ont réduit le montant des actifs qu'elles ont financés en réduisant essentiellement leur exposition au risque de crédit des entreprises et des ménages, mais qu'elles n'ont pas cherché à augmenter leur montant de capitaux réglementaires. Si l'on part du principe que les résultats de l'exercice sur les besoins en fonds propres mené par l'ABE peuvent être généralisés à l'ensemble du secteur financier, il pourrait alors être utile que les organismes de réglementation envisagent d'ajuster leurs politiques, de manière à la fois à renforcer le secteur bancaire et à éviter de pénaliser les activités des entreprises.

Dans quelle mesure les volants anticyclique de fonds propres fonctionnent-elles correctement ?

Steven Ongena: Les volants anticyclique de fonds propres offrent la possibilité d'exiger des banques qu'elles augmentent leurs réserves de fonds propres pendant les périodes d'expansion et qu'elles les réduisent pendant les périodes de crise. Dans le cadre de son large éventail de mesures sur les fonds propres, les accords de Bâle III incluent une telle mesure, avec la possibilité d'introduire une augmentation comprise entre 0 et 2,5 % de fonds propres supplémentaires. De tels volants aident non seulement à se protéger contre les externalités négatives en cas de krach du marché du crédit, mais ils refroidissent également les booms liés aux envolées

du crédit, car le crédit supplémentaire créé pendant de telles périodes a un coût plus élevé. Les volants anticyclique de fonds propres sont utilisés en Espagne depuis près de 20 ans et ont été ajustés plusieurs fois déjà, tant à la hausse qu'à la baisse, avec des effets positifs en termes de résilience. Les résultats empiriques montrent que de telles mesures de provisionnement dynamique ont contribué à atténuer les fluctuations liées aux cycles d'offre de crédit et ont renforcé la robustesse de l'économie. En effet, ces volants anticyclique ont eu de forts effets positifs sur le crédit, l'emploi et la survie des entreprises pendant les périodes de crise, et aucun effet négatif durable pendant les périodes de prospérité. Les volants anticyclique de fonds propres spécifiques semblent avoir un effet général plus mitigé. En effet, les données suisses révèlent que les volants anticyclique spécifiques ciblant les prêts résidentiels intérieurs en 2012 ont eu un impact substantiel sur l'activité cible, mais ont également eu des répercussions sur d'autres secteurs de crédit comme celui des prêts commerciaux.

Quelles sont les autres solutions envisageables, qui seraient à la fois axées sur la croissance et amélioreraient la résilience du système financier ?

Steven Ongena: Les mesures réglementaires, telles que celles contenues dans les Accords de Bâle III, sont de plus en plus complexes et coûteuses à mettre en œuvre. Les résultats de la recherche montrent que l'augmentation du coût de l'effet de levier peut compenser les distorsions induites par les exigences de fonds propres dans le cas fréquent où les pondérations de risque réglementaires ne reflètent pas parfaitement le risque de chaque actif. Une telle augmentation du coût de l'effet de levier pourrait être obtenue en taxant la dette ou en subventionnant les capitaux propres. Les données empiriques, fondées sur les différentes réformes fiscales mises en œuvre dans la zone euro entre 2005 et 2012, offrent des alternatives intéressantes à l'ensemble actuel de réglementations rigides et fondées sur des ratios. Par exemple, l'introduction d'une taxe qui augmente le coût fiscal de l'effet de levier conduirait les banques à réduire davantage leur endettement, les inciterait à se concentrer davantage sur les prêts aux entreprises et à se départir des titres, ce qui, dans l'ensemble, contribuerait à réduire le risque total. D'un point de vue pratique, un taux d'imposition unique pourrait également constituer une solution alternative simple et potentiellement économique à la mise en œuvre et à la surveillance de la série complexe de ratios réglementaires introduits par les Accords de Bâle III.

Comment les décisions réglementaires ont-elles contribué à améliorer la résilience du secteur bancaire et de l'économie ? Y a-t-il des points faibles ?

Erwan Morellec: L'injection récente de liquidités par la Fed montre que les contraintes de bilan imposées par les instances de régulation aux banques peuvent parfois rendre les liquidités rares et nuire à l'efficacité du système des prêts interbancaires. Toutefois, les principaux risques ne semblent pas provenir du secteur bancaire réglementé, mais plutôt d'autres secteurs qui se sont considérablement développés au cours de la dernière décennie, lorsque de nombreuses activités sont devenues trop coûteuses, en termes de coûts en capital, pour les banques réglementées. En réalité, il est possible que la réglementation ait transféré les risques financiers vers ce système bancaire parallèle, où ils sont actuellement moins visibles. Il est donc important de savoir quel rôle ces acteurs moins visibles jouent et quels liens ils ont tissés au sein du système financier, ainsi que d'estimer les risques qu'ils représentent. Si les banques sont effectivement devenues plus sûres et plus fortes depuis la crise financière, il n'est pas certain que d'autres acteurs, tels que les investisseurs institutionnels et les "banques de l'ombre", conservent encore un lien étroit avec le secteur bancaire. La question de savoir si ces acteurs pourraient infliger des pertes aux banques en cas de perturbations du marché se pose.

Steven Ongena: D'un côté, l'augmentation des exigences de fonds propres a sans aucun doute rendu les banques moins fragiles. Mais de l'autre, l'augmentation des exigences de liquidité a poussé les banques à détenir de plus en plus d'obligations souveraines, ce qui n'est pas toujours entièrement avantageux lorsque l'on cherche à réduire l'exposition financière des banques.



Le point de vue d'un banquier sur la dette, la croissance et la résilience

Prof. Axel P. Lehmann, President UBS Switzerland and Member of the Group Executive Board.

Comment le marché de la dette des entreprises a-t-il évolué depuis la Grande Crise financière, dans le monde entier et plus particulièrement en Suisse ?

Il n'est pas exagéré de dire que la grande crise financière de 2008 a marqué un tournant décisif dans le secteur financier mondial et plus particulièrement sur les marchés du crédit, même si ce moment charnière a eu une issue quelque peu différente de celle initialement prévue. Avant la crise, le crédit aux entreprises était relativement facile à obtenir, tant auprès de sources directes que de sources titrisées. Après la crise, les analystes et les universitaires s'attendaient à un important désendettement des bilans publics, privés et des entreprises, d'autant plus que la crise avait trouvé son origine dans un coin obscur du marché de la dette. Toutefois, au cours des deux dernières années, on a assisté à un effet de levier notable à tous les niveaux et sur tous les marchés, sans doute sous l'impulsion de l'attitude accommodante des banques centrales à travers le monde entier.

La Suisse fait peut-être figure d'exception à cet égard en ce sens qu'elle a toujours eu des niveaux d'endettement des entreprises plutôt faibles par rapport à d'autres pays, en particulier parmi les petites et moyennes entreprises. D'après une étude du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) publiée récemment sur la base des résultats d'une étude universitaire, près des deux tiers des petites et moyennes entreprises suisses n'ont aucun recours à l'endettement et sont donc entièrement financées sur leurs fonds propres. Du côté du marché, nous avons assisté à un recul progressif du marché des obligations libellées en francs suisses pour les émetteurs étrangers, tandis que le marché des obligations d'entreprises nationales a affiché une solide croissance au cours des dernières années, également soutenue par la stabilité de la croissance économique intérieure. Ainsi, au soulagement de tous, l'idée selon laquelle la grande crise financière allait tuer le marché de la dette et donc la croissance économique s'est, heureusement, avérée exagérée.

Quels sont les facteurs qui influent actuellement sur l'environnement concurrentiel du marché de la dette ?

Au cours des dernières années, on a assisté à une désintermédiation progressive du marché de la dette et à l'émergence de nouveaux participants sur le marché. Nous avons identifié trois facteurs principaux comme étant à l'origine de cette tendance.

Premièrement, la réglementation : les restrictions imposées aux banques en matière de bilan ont entraîné une augmentation progressive des marchés de la dette privée et la montée en puissance de prêteurs alternatifs tels que les compagnies d'assurance et les

fonds de dette privée, pour n'en citer que quelques-uns. Ils sont en mesure d'opérer dans un cadre réglementaire et opérationnel moins restrictif que celui imposé aux prêteurs bancaires.

Deuxièmement, les taux d'intérêt négatifs et la "recherche de rendement" qui en résulte ont exercé une pression sur les modèles économiques et en particulier sur les marges. Comme on s'attend à ce que les taux restent "plus bas pendant plus longtemps", la pression sur les prêteurs et les investisseurs au secteur bancaire s'intensifie, ce qui les oblige à investir afin d'éviter les taux d'intérêt négatifs imposés par les banques centrales. Il en a résulté une augmentation du volume des prêts et une augmentation du risque. Cela se traduit par une augmentation de l'appétit pour les prêts présentant un profil de risque plus élevé et par une réduction de la protection apportée par les clauses de sauvegarde. De plus, les moyens de financement ont augmenté pour s'adapter à l'environnement actuel du marché. Les fournisseurs de services financiers plus diversifiés peuvent, eux, envisager la gestion des risques et des revenus des clients de manière beaucoup plus holistique.

... mais la technologie joue certainement aussi un rôle, comme c'est le cas dans la plupart des autres secteurs de notre société ?

Oui, en effet, la technologie est le troisième facteur que je souhaite mentionner, car elle a donné naissance à des formes d'endettement totalement nouvelles, à la fois sur et hors marché financier : du "crowdfunding" aux "initial coin offerings" en passant par les solutions basées sur la blockchain, la technologie est devenue un important facteur supplémentaire de désintermédiation, ce qui a conduit à l'émergence de ses propres "champions". Mais la technologie est importante pour une autre raison : elle permet une répartition beaucoup plus maîtrisée des risques et un service de la dette plus efficace. Il y a un siècle, lorsqu'une société vendait une obligation, le nombre de débiteurs et leur part correspondaient au nombre d'obligations émises et restaient les mêmes jusqu'à leur échéance. Aujourd'hui, le prêt participatif permet de décomposer la dette en fractions infiniment petites, et des plates-formes de dette innovantes relient directement les prêteurs aux emprunteurs, réduisant ainsi les risques liés aux intermédiaires. Dans l'ensemble, cela a eu des effets bénéfiques sur le volume des prêts aux entreprises et, par conséquent, sur la croissance économique. La dette des entreprises constitue le moteur de l'économie, car elle aide les entreprises à se développer sur leur marché intérieur et à l'international, et facilite les investissements dans l'innovation et les gens. Tout moyen permettant de débloquer, voire d'augmenter ces flux de capitaux devrait être salué.

Dans le contexte de tous ces changements, comment envisagez-vous l'avenir des prêts aux entreprises ?

Si nous souhaitons de la croissance économique, nous avons besoin de la dette des entreprises. En tant que premier gestionnaire de fortune au monde et première banque universelle suisse, nous sommes convaincus que les prêts portés au bilan resteront importants. Bien que les restrictions réglementaires et les taux d'intérêt négatifs soient susceptibles d'exercer une pression sur les marges et le volume des prêts bancaires, ces prêts demeureront la base de notre modèle d'affaires, en particulier pour les prêts complexes liés à la gestion d'entreprise ou à la gestion de patrimoine. Le marché suisse des capitaux reste également attractif pour les émetteurs d'obligations suisses et étrangers, principalement en raison de la stabilité du franc suisse et de la faiblesse des taux d'intérêt.

Il existe cependant deux tendances qui, à notre avis, façonneront considérablement les marchés de la dette à l'avenir. Premièrement, nous verrons davantage de prêts axés sur les facteurs ESG, où le crédit est lié à l'atteinte de certains objectifs environnementaux, sociaux ou de gouvernance. Les volumes d'obligations vertes ont fortement augmenté ces dernières années, tant en Suisse qu'à l'étranger. Compte tenu de l'importance croissante accordée à la durabilité, cette partie autrefois périphérique du marché de la dette passera lentement, mais inexorablement, au premier plan, du fait de tous les avantages que les obligations vertes apportent à la société. Deuxièmement, la désintermédiation se poursuivra, aidée par la technologie. Des plates-formes comme Atrium d'UBS peuvent d'abord se concentrer sur un type de crédit (par exemple, le financement immobilier institutionnel) pour ensuite s'étendre à des parties adjacentes de la chaîne de valeur financière (par exemple, les prêts hypothécaires pour les clients privés, le leasing de bureaux, etc.). Cela va donner un nouveau souffle au marché des prêts.

Pour conclure : à l'heure où de nombreux marchés s'approchent dangereusement du périmètre des bulles spéculatives, faut-il être prudent ?

Il ne fait aucun doute que les faibles taux d'intérêt ont stimulés les marchés, y compris celui du crédit, tant commercial que privé. Pour diverses raisons institutionnelles (tel le frein à l'endettement), la Suisse a maintenu un niveau d'endettement public très bas, ce qui se reflète dans ses taux d'emprunt internationaux avantageux. Toutefois, l'endettement des ménages privés par habitant est assez élevé en comparaison internationale. Cela s'explique principalement par le niveau élevé des prêts hypothécaires, stimulé par la hausse des prix de l'immobilier. Nous devons certes rester prudents, y

compris en ce qui concerne les biens immobiliers générateurs de revenus, mais des critères stricts en matière de crédit et d'accessibilité financière nous ont permis d'éviter tout risque excessif. Du côté des entreprises, la recherche de rendement s'est traduite par une augmentation de la demande de financement de projets à long terme et non évalués par des agences de notation.

En résumé, à l'instar d'autres marchés, le marché de la dette est sujet à une "exubérance irrationnelle", de sorte qu'une mise en garde s'impose. Toutefois, les marchés des titres d'emprunt et des actions sont les deux valves qui assurent le fonctionnement du cœur de l'économie, en soutenant l'innovation, la croissance économique et, au final, la prospérité. Veillons donc à ce que le battement de notre cœur soit en phase avec le pouls du marché.



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.

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

