

Swiss Finance Institute Practitioner Roundups



Informations académiques et appliquées
sur des questions financières

Editorial



La ressource la plus précieuse de toute branche est l'expertise de sa main d'œuvre, à savoir son capital de connaissances. Afin que la Suisse puisse maintenir sa position de centre financier important, un tel capital doit continuer de croître à travers la place financière. Le Swiss Finance Institute (SFI) apporte une contribution importante dans ce domaine en partageant des idées novatrices et en encourageant les échanges de connaissances et le dialogue entre les chercheurs et les praticiens.

Avec l'appui de la Confédération helvétique et du secteur bancaire suisse, le SFI joue un rôle de passerelle entre le monde académique et le monde professionnel. Le corps professoral du SFI comprend actuellement plus de 50 professeurs répartis dans trois régions linguistiques et six universités en Suisse : l'Ecole Polytechnique Fédérale de Lausanne, l'Ecole Polytechnique Fédérale de Zurich, l'Università della Svizzera italiana, l'Université de Genève, l'Université de Lausanne et l'Université de Zurich. Le SFI figure, par ailleurs, parmi les dix meilleurs centres de recherche en finance au monde.

En diffusant ses connaissances, le SFI révèle la valeur de la recherche fondamentale et nourrit l'innovation, ainsi que le savoir-faire. Les événements, ateliers, publications et programmes de perfectionnement, que le SFI organise, renforcent la compétence de tous les membres de la place financière suisse. Les *SFI Practitioner Roundups* traitent des questions pertinentes, en fournissant les derniers résultats sur les recherches menées par le corps professoral du SFI, ainsi que des idées concrètes émises par des praticiens expérimentés. Apprenez-en plus en lisant ce magazine et rejoignez-nous pour échanger sur les connaissances et le savoir-faire qui permettront à la Suisse de se maintenir à la pointe dans le domaine bancaire et financier.

Nous vous souhaitons une agréable lecture.

A handwritten signature in blue ink, consisting of the letters 'F.' followed by a stylized, cursive 'D' and a horizontal line underneath.

Prof. François Degeorge
Managing Director

Restez informés



Abonnez-vous gratuitement aux *SFI Practitioner Roundups*.

Envoyez un e-mail avec votre adresse à:

knowledge@sfi.ch.



Consultez les éditions précédentes des *SFI Practitioner Roundups* en ligne: www.sfi.ch/roundups.

Suivez-nous!



www.twitter.com/sfi_ch



www.facebook.com/swissfinanceinstitutesfi



<https://www.linkedin.com/company/sfi-swiss-finance-institute>

Sommaire

- 6** Les fonds négociés en bourse augmentent-ils la volatilité des actions?
- 10** L'optimisme porte-t-il ses fruits en salle de marché?
- 14** Discrimination des prix sur le marché des OTC
- 18** Les hauts salaires en finance nuisent-ils à l'économie?
- 22** Efficacité des réformes de Bâle III
- 26** Primes de risque dans le contexte du portefeuille

Les fonds négociés en bourse augmentent-ils la volatilité des actions?

Les fonds indiciels cotés (ETF) sont de plus en plus populaires, mais leur succès pourrait-il avoir des conséquences indésirables pour les titres sous-jacents dans les paniers d'ETF?



Les fonds négociés en bourse augmentent-ils la volatilité des actions?

Les "exchange-traded funds" (ETF) ont grandement gagné en popularité au cours des vingt dernières années. La part de la capitalisation boursière des ETF dans le S&P 500 est passée de 0.1% en 2000 à 7.1% en 2015. Par ailleurs, le volume d'actifs sous gestion par des ETF est actuellement deux fois supérieur à celui des fonds de placement indiciels. La popularité accrue des ETF, par rapport aux fonds indiciels traditionnels, s'explique par la liquidité et la diversification élevées auxquelles les ETF donnent accès. On peut toutefois se demander si le succès des ETF ne s'accompagne pas de conséquences involues pour les actions qui composent des ETF.

Le SFI professeur Francesco Franzoni, Itzhak Ben-David, Ohio State University et Rabih Moussawi, Villanova University, contribuent à améliorer nos connaissances sur les ETF avec leur article qui paraîtra prochainement dans *The Journal of Finance*. Ils arrivent à la conclusion que la hausse des investissements dans les ETF augmente la volatilité en créant des chocs de liquidité.

Que sont les ETF?

Les ETF sont des sociétés d'investissement dont l'objectif consiste à répliquer la performance d'un indice, à l'instar des fonds de placement indiciels. Mais contrairement à ces derniers, les ETF sont cotés en bourse et négociés tout au long de la journée. Les ETF sont comparables à des contrats futurs dans le sens où ils suivent un indice, mais contrairement aux contrats futurs ils n'impliquent pas de renouvellement lors de l'expiration du contrat. Dans l'ensemble, les ETF représentent une solution économique et liquide afin de répliquer un indice pour les investisseurs dont les horizons de placements sont inconnus.

Comment les ETF sont-ils créés?

Les ETF sont négociés sur le marché secondaire par des investisseurs particuliers et institutionnels. Cependant, contrairement aux fonds fermés, de nouvelles parts d'ETF peuvent être créées et rachetées par certains investisseurs institutionnels, ce qui constitue le marché primaire des ETF. Des opportunités d'arbitrage peuvent ensuite survenir lorsque le cours des ETF sur le marché secondaire est différent de la valeur des titres sous-jacents.

Comment les ETF affectent-ils le marché?

Les données sur les ETF cotés sur les bourses américaines entre 2000 et 2015 montrent que lorsque que les investisseurs, en quête d'arbitrage, achètent et vendent des ETF, et vendent et achètent simultanément les actions sous-jacentes, des chocs de volatilité sont transférés depuis les ETF vers les actions. Selon certains acteurs financiers, 50% du volume des ETF sur le S&P 500 est lié à des opérations d'arbitrage. En termes quantitatifs, une hausse d'un écart-type des investissements en ETF entraîne une augmentation de la volatilité des actions du S&P 500 allant jusqu'à 16%.

Quelles sont les implications des hausses de la volatilité des actions dues aux ETF?

La hausse de la volatilité des actions due aux ETF est partiellement non diversifiable et représente donc un risque systémique. Les données montrent que les investissements dans des ETF obtiennent une prime de risque: les portefeuilles d'actions fortement détenus par des ETF affichent des alphas d'environ 50 bps.

De quoi les investisseurs doivent-ils avoir conscience?

Des événements récents ont montré que le comportement des produits négociés en bourse, dont les ETF font partie, ne répondent pas toujours aux attentes des investisseurs. Par exemple, l'effondrement en bourse du "XIV", qui fournissait l'inverse de la performance du VIX, a révélé que certains instruments financiers étaient exposés à des risques élevés et pouvaient entraîner des pertes extrêmes.

Pour conclure, les ETF sont une source de diversification appréciable pour les investisseurs et constituent, dans l'ensemble, une innovation bénéfique pour les marchés financiers. Mais comme toute innovation, elle peut également avoir des conséquences indésirables. Il est recommandé aux investisseurs, ainsi qu'aux autorités de réglementation, de faire particulièrement attention aux risques liés à de tels instruments financiers afin d'éviter qu'ils ne deviennent toxiques.



Prof. Francesco Franzoni

Francesco Franzoni est professeur de finance au Swiss Finance Institute à l'Università della Svizzera italiana (USI). Il est titulaire d'un doctorat en économie du MIT et dirige l'institut de finance à l'USI. Sa recherche se concentre sur les investisseurs institutionnels tels que les hedge funds et les ETF, ainsi que leurs effets sur les prix des actions.

Cette opinion s'appuie sur les recherches des professeurs Itzhak Ben-David, Francesco Franzoni et Rabih Moussawi

Pour consulter l'intégralité du document:
<https://bit.ly/2HcixI1>





ETF: l'importance de la formation des investisseurs

Les "Exchange-traded funds" (ETF) sont sans doute la plus belle histoire de la gestion d'investissements de ces 25 dernières années. Avec plus d'USD 3'000 milliards d'actifs sous gestion, ils représentent l'un des segments les plus dynamiques du secteur et leurs perspectives de croissance sont solides. Leur principal attrait réside dans leur possibilité d'accéder au marché à moindre coût. Les ETF permettent d'investir dans une vaste gamme d'actifs, tels que les actions, les obligations, les métaux précieux, les marchés émergents, la volatilité ou les actifs alternatifs. Mais comme toutes les belles histoires, les ETF s'attirent également des critiques.

Critiques d'hier et d'aujourd'hui

Les critiques ciblent l'adéquation des ETF pour les investisseurs particuliers, leur complexité et leurs coûts de négociation. Les ETF couvrent en effet parfois des actifs étonnants. Certains ETF offrent aussi une exposition à des swaps ou des billets à ordre ce qui implique des structures de portefeuille et des risques de contrepartie. Les ETF qui offrent une exposition à des rendements par effet de levier et à des rendements inverses ou à la volatilité sont, de plus, hautement complexes. L'investissement dans des ETF suppose par ailleurs des commissions de négociations, des écarts entre les prix acheteurs et vendeurs, ainsi que parfois des problèmes de liquidité. L'étude du SFI Prof. Franzoni et al. met en avant un autre problème, à savoir que les ETF augmentent la volatilité des titres sous-jacents par le biais d'opérations d'arbitrage. Cet effet peu connu, même des investisseurs professionnels, soulève des questions quant à la bonne utilisation des ETF.

Utilisation stratégique et tactique des ETF

Les investisseurs professionnels peuvent utiliser les ETF de façon tactique ou stratégique. Des exemples d'utilisations tactiques incluent l'investissement de liquidités excédentaires pour rester exposé au marché ou leur utilisation pour répondre à des conditions de marché à court terme. Dans ces scénarios d'investissement, l'augmentation de la volatilité engendrée par les ETF est pertinente, car l'horizon d'investissement est court. Il est possible que pendant des courtes périodes le regain de volatilité induit par des ETF influence le résultat de la stratégie envisagée. En théorie, cet effet devrait avoir moins d'effet pour les utilisateurs d'ETF stratégiques à long terme, car ceux-ci devraient avoir plus de temps pour découvrir le cours fondamental des titres sous-jacents. En réalité, même une utilisation stratégique des ETF présente des défis et des opportunités.

Prenons le cas d'une utilisation stratégique, tel qu'un investissement dans un produit à beta intelligent afin de remplacer un fonds géré activement et par ailleurs s'exposer à une prime de risque factoriel spécifique. Le défi dans cet investissement réside dans la prolifération des stratégies indicelles et à beta intelligent pourrait générer des effets d'"engorgement" sur des titres individuels, car la plupart des produits tendent à suivre les mêmes règles pour obtenir des expositions factorielles. Ces engorgements, à leur tour, amplifient les effets de volatilité découverts par SFI Prof. Franzoni et al., entraînant une mise en œuvre moins efficace de la stratégie factorielle elle-même. A l'examen de ces opportunités, l'effet d'inclusion d'ETF génère une

"prime de risque ETF" associé à un alpha spécifique. Ceci permet aux investisseurs de saisir des sources supplémentaires d'alpha, soit en investissant dans les titres les plus affectés par l'effet d'inclusion, soit, au contraire, en investissant dans les titres exclus des transactions encombrées sur ETF, et qui offrent donc un profil de rendement plus stable dans le temps.

En résumé, l'étude de SFI Prof. Franzoni et al. contribue au débat de savoir si la prolifération des instruments (presque) passifs produit pas des inefficiences de marché. L'étude met également l'accent sur l'importance de la formation des investisseurs sur les ETF étant donné leurs complexités spécifiques. Ce point ne concerne pas uniquement les investisseurs particuliers. En effet, alors que d'importantes ressources sont dédiées à l'analyse et à la recherche dans la gestion active, peu de ressources sont allouées aux instruments passifs comme les ETF. Le vieil adage, *caveat emptor*, reste d'actualité pour tous.



Giordano Lombardo

Giordano Lombardo est le président de Rationis Srl. Précédemment, il était CEO et CIO chez Pioneer Investments, directeur de la gestion d'actifs chez Unicredit, et ancien président d'Assogestioni, l'association professionnelle de gestion d'actifs en Italie. Il est économiste de formation et a 30 ans d'expérience dans le secteur de la gestion d'actifs, où il a débuté sa carrière en tant qu'analyste et gérant de portefeuille.



L'optimisme porte-t-il ses fruits en salle de marché?

L'optimisme peut être une attitude utile dans de nombreuses situations du quotidien. Mais quelle est son efficacité en salle de marché?



L'optimisme est-il une stratégie payante?

C'est la question que s'est posée le SFI professeur Paul Schneider. L'optimisme peut aider pour décrocher un poste ou une promotion, mais quelle est son efficacité en salle des marchés? Schneider identifie un lien entre des opinions subjectives telles que l'optimisme et le pessimisme et des prix et des stratégies de trading sur le marché des options. Il découvre que ce sont de loin les pessimistes qui tirent le mieux leur épingle du jeu, tandis que les optimistes sont leurs malheureuses contreparties. Notons, par ailleurs, que le succès des pessimistes tient au fait qu'ils agissent comme des prestataires d'assurance sur le marché boursier.

Pour atteindre ces conclusions, Schneider a élaboré un cadre, au sein duquel il utilise les écarts entre les cours acheteurs et les cours vendeurs de valeurs cotées sur le marché des options sur le S&P 500, afin d'examiner la façon dont les différentes opinions engendrent des préférences pour le risque, ainsi que les stratégies de trading qui en découlent. Dans ce modèle, le marché des options est composé d'optimistes, de pessimistes et de pragmatistes. Les optimistes croient à un potentiel haussier exceptionnel, les pessimistes pensent qu'un effondrement financier est hautement probable, tandis que les pragmatistes jugent que le marché omet accidentellement de coter une certaine partie des exercices des options, ce qu'ils considèrent être un vecteur d'informations.

Impact étonnant de l'optimisme sur les marchés des swaps et de l'assurance

Schneider établit ensuite un modèle d'équilibre dans lequel les trois types d'agents négocient entre eux leurs portefeuilles d'options. Il en déduit les règles de trading que chaque type d'agent s'imposerait en l'absence d'arbitrage et de compensation de marché. La présence

d'opinions différentes conditionne l'existence même d'un négoce sur ce marché. En utilisant de positions aussi bien sur les contrats à terme sur le S&P 500 que sur les swaps de variance répliquant des portefeuilles d'options, chaque agent choisit la stratégie de trading qu'il pense être optimale en fonction de ses préférences, qu'elles soient optimistes, pessimistes, ou pragmatiques. Le modèle de Schneider fournit alors un instantané du marché *réel* des options du S&P 500, ainsi que les positions de portefeuilles que les optimistes, pragmatistes et pessimistes choisiraient.

L'analyse de l'évolution des profits de ces portefeuilles entre 1990 et 2016 montre de façon surprenante que les trois types d'agents ne recourent qu'à un nombre limité de stratégies. A quelques exceptions près, les pessimistes sont positionnés à découvert sur le S&P 500 lui-même, ainsi que pour les swaps de variance, et ont comme contrepartie les optimistes. Les pragmatistes se logent dans les écarts de trading et ce de façon opportuniste. Cette allocation de compensation de marché dans la variance est surprenante, car la prime négative de la variance sur le marché du S&P 500 est généralement assimilée à une prime d'assurance contre les effondrements de marchés.

Le pessimisme et l'aversion pour le risque – Deux concepts distincts

Pour apprécier le contexte dans lequel s'effectuent ces allocations, il convient de se défaire de l'idée que les pessimistes montrent forcément une plus forte aversion pour le risque baissier que les optimistes. Tout comme les optimistes ne sont pas non plus forcément plus avides de risque. Par exemple, un pessimiste peut apporter son maillot de bain, même si du mauvais temps s'annonce; tandis qu'un optimiste peut décider de ne pas le prendre,

car il ne souhaite pas s'embarrasser d'un poids supplémentaire, malgré les prévisions de beau temps. L'aversion pour le risque baissier est la caractéristique de la prise de décision humaine la plus couramment observée, bien que son ampleur puisse fortement varier et qu'elle ne corresponde pas forcément aux attentes.

Y aurait-il une autre explication?

Les résultats de Schneider ont été confirmés, même en modifiant son modèle de base de diverses manières. Les coûts de transaction (ou l'absence de ceux-ci), la vigueur du marché, la présence de spéculateurs, ou la capacité à découvrir progressivement les distributions sous-jacentes n'ont aucun impact sur les résultats trouvés. En effet, le pessimiste reste celui qui tire le mieux son épingle du jeu, tandis que l'optimiste en paye le prix.

La pensée positive n'est donc pas toujours une stratégie payante. Sur le marché des options, l'optimisme en soi semble être une approche plutôt inefficace.



Prof. Paul Schneider

Paul Schneider est professeur associé de finance au Swiss Finance Institute à l'Università della Svizzera italiana. Il a obtenu son doctorat en finance à la "Vienna University of Economics and Business". Ses principaux domaines de recherche sont la valorisation des actifs et la finance empirique.

Cette opinion s'appuie sur les recherches de Prof. Paul Schneider.

Pour consulter l'intégralité du document:
<https://bit.ly/2JgOmww>





Qui souhaite être optimiste et comment en tirer un profit?

En finance, le principe de la prise de risques consiste à compenser les investisseurs pour leur exposition à l'incertitude tout en lissant leurs revenus futurs. Les facteurs de risques les plus connus et négociés sont les risques liés aux actions et aux obligations. Sur ces deux marchés, les investisseurs sortent gagnants si les marchés restent statiques et dans un tel cas, ils touchent un dividende ou un coupon. En sus de cela, ils touchent des primes de risque en cas d'appréciation des cours, à mesure que l'incertitude quant aux flux de trésorerie futurs se dissipe. La collecte de profits au fil du temps est la définition la plus générale possible d'une stratégie de portage positive et je me base sur celle-ci pour définir un optimiste. Un optimiste a la conviction que la prise de risque sera correctement rétribuée, car il fait l'hypothèse que les flux de trésorerie futurs présentent une décote suffisante par rapport au taux sans risque, de sorte que chaque jour où l'incertitude se dissipe un peu plus, il en bénéficie du fait qu'il se rapproche du flux de trésorerie final "certain".

Le triomphe de l'optimisme?

Dimson, Marsh et Staunton¹ ont analysé la performance des placements durant un siècle et ont conclu que l'optimisme triomphe sur les marchés des actions par rapport à celui des obligations, et celui des obligations par rapport à celui des espèces. Des résultats comparables ont été obtenus par Jorda et al. (2017)² et d'autres chercheurs. Ces analyses montrent que cette exposition aux risques liés aux actions et aux obligations a été incroyablement profitable pour les investisseurs. L'optimisme s'est donc avéré payant, du fait que les flux de trésorerie futurs ont présenté une décote suffisante au-delà du taux sans risque. Un tel investisseur est un optimiste axé sur les primes.

SFI Prof. Schneider centre son analyse de l'optimisme sur le marché des dérivés. Il fait la distinction entre optimisme, pessimisme et pragmatisme et établit au moyen d'un modèle d'équilibre unique le comportement des trois types d'investisseurs. Ses résultats indiquent, avec le pragmatiste mis à part, que le pessimiste vend à terme des swaps de variance sur actions à l'optimiste. Au final, cela se révèle être une stratégie perdante pour l'optimiste et rentable pour le pessimiste. Je ne pense toutefois pas que les résultats de Prof. Schneider, basés sur les dérivés, contredisent ceux de Dimson, Marsh et Staunton, basés sur les actions et obligations. Cela ne veut toutefois pas non plus dire que le pessimiste s'en sort mieux en salle de marché que l'optimiste.

Comment se positionne le portefeuille d'un optimiste sur le marché des dérivés? L'optimiste termine avec une position longue à terme et longue sur les swaps de variance. Cependant, cela revient à une position active longue sur un call. Lors de l'achat d'un call, l'investisseur s'engage concrètement dans une position longue ajustée du delta dans le sous-jacent et une position longue sur la volatilité. Cependant, du point de vue de la prime, cela correspond à une opération de portage négatif. Une partie de l'effet négatif du portage est attribuable au contrat à terme si le taux d'intérêt est positif. Cependant, sur une période d'un mois, cela devrait s'avérer négligeable. L'effet négatif du portage est bien plus attribuable au fait d'être long sur la volatilité, à savoir qu'au fil du temps le call perd de sa valeur. L'optimiste sur dérivés ne gagne que si le marché dépasse le niveau implicite du prix du call ou du swap de variance. Dans le cas contraire, la prime payée pour le call est trop élevée. En conséquence, l'optimiste sur dérivés perd si la volatilité implicite du call est plus élevée que la volatilité

¹ E. Dimson, P. Marsh et M. Staunton (2002), "Triumph of the Optimists", Princeton University Press.

² O. Jorda, K. Knoll, D. Kuvshinov, M. Schularick et A. Taylor (2017), "The Rate of Return on Everything, 1870-2015", document de travail NBER.

réalisée, vu que historiquement la prime de volatilité est négative³. La perte provient donc du fait que l'optimiste s'est assuré auprès d'une assurance trop cher payée.

Conséquences pour les praticiens

Les résultats remarquables de SFI Prof. Schneider montrent que le marché des options est très efficient et que le mécanisme de la fixation des prix est contrôlé par les vendeurs plutôt que par les acheteurs l'optimiste est preneur de prix tandis que la salle de marché, dans l'esprit du modèle le pessimiste, est faiseuse de prix. L'application de ce modèle d'équilibre unique confirme, sous un nouvel angle, que la prime de risque de la volatilité est négative.

³ J. Jackwerth et M. Rubinstein (1996), "Recovering Probability Distributions from Option Prices", Journal of Finance.



Dr. Michael Markovich

Michael Markovich est managing director chez Credit Suisse à Zurich et travaille au sein de la "International Wealth Management Division". Il est actuellement responsable des analyses quantitatives/du timing et du sentiment au sein de la division "Investment Strategy". Il est titulaire d'un master et d'un doctorat en finance et économie de l'Université de Vienne.



Discrimination des prix sur le marché des OTC

En 2009, les gouvernements du G20 ont décidé que tous les contrats de gré à gré, à savoir les OTC, sur des produits dérivés devaient faire l'objet d'une compensation centralisée et être négociés via des plateformes électroniques afin d'améliorer la liquidité et réduire l'instabilité financière. Cette réforme porte également sur le plus grand marché financier, à savoir celui des changes. La négociation centralisée des produits dérivés OTC stabilise-t-elle véritablement l'économie réelle?



Discrimination des prix sur le marché des OTC

En 2009, les gouvernements du G20 ont décidé que tous les contrats OTC (de gré à gré) sur des produits dérivés devaient faire l'objet d'une compensation centralisée et être négociés via des plateformes électroniques afin d'améliorer la liquidité et de réduire l'instabilité financière. Cette réforme porte également sur le plus grand marché financier, à savoir celui du FX (le marché des changes). En avril 2016, le volume quotidien des transactions OTC sur FX étaient de USD 5'100 milliards.¹ A la même période, le volume quotidien des transactions sur actions à la Bourse de New York était de USD 42 milliards.²

Le SFI professeur Harald Hau et ses collègues Peter Hoffmann et Sam Langfield, Banque centrale européenne, ainsi que Yannick Timmer, Trinity College Dublin, ont étudié le processus de fixation des prix des contrats OTC sur FX dans leur papier de recherche "*Discriminatory Pricing of Over-the-Counter Derivatives*". Leur recherche montre que les plateformes de négociation électronique "Request-for-Quote" (plateformes RFQ), telles que celles prévues par le G20, sont en train de modifier le marché des transactions OTC sur FX, profitent aux PME et améliorent la stabilité du marché financier.

Comment le marché des OTC sur FX fonctionne-t-il aujourd'hui?

Sur le marché des OTC sur FX actuel, les banques n'ont aucune obligation de divulguer au grand public les prix qu'elles proposent ou ceux auxquels les transactions s'exécutent. Ainsi, les banques peuvent offrir des services

financiers identiques à des prix différents. Afin de mieux comprendre comment sont fixés les prix dans ce marché opaque, les chercheurs utilisent des données couvrant plus d'un demi-million de transactions EUR-USD effectuées entre 2016 et 2017. Il apparaît que les 25% des clients les plus sophistiqués se voient imputer des spreads de 2.5 pips, ou moins, par rapport au prix interbancaire, tandis que les 25% des clients les moins sophistiqués se voient imputer des spreads de 30 pips, ou plus. De plus, les banques exploitent le manque général de transparence sur le marché et exploitent des rentes informationnelles lors des variations des prix. Finalement, malgré l'absence de compensation centrale, le risque de crédit n'est pas tarifé.

Où se situe l'avenir du marché des OTC sur FX?

La technologie requise pour répondre aux objectifs des gouvernements du G20 existe déjà sous la forme des plateformes RFQ. Les clients soumettent leurs demandes sur ces plateformes et les banques se démènent ensuite pour offrir le meilleur prix. Les données utilisées dans l'étude montrent que l'usage des plateformes RFQ n'est pas encore très répandu, vu que seuls 12% de tous les clients y ont recours, mais que cette technologie permet aux clients moins sophistiqués de bénéficier des mêmes conditions tarifaires que les clients plus sophistiqués. Les plateformes RFQ réduisent également la capacité des banques à exploiter des rentes informationnelles.

¹ Banque des règlements internationaux (2016) "Enquête triennale auprès des banques centrales — Volume des opérations de change".

² <https://bit.ly/2LxIVZ>

Quels sont les conséquences pour les clients?

Au cours des dernières années, les plateformes RFQ ont gagné en popularité. Cette évolution a conduit à une réduction des coûts de recherche et d'opacité, fait émerger une concurrence tarifaire et permet aux entreprises, principalement les PME, de trouver des produits financiers adaptés à leurs besoins. Ces plateformes permettent également aux clients de mieux couvrir, et à un moindre coût, leurs flux de trésorerie liés aux activités internationales. Globalement, les plateformes RFQ aident à stabiliser le marché financier et à réduire le risque financier dans l'économie réelle.



Prof. Harald Hau

Harald Hau est professeur de finance au Swiss Finance Institute à l'Université de Genève. 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.

Cette opinion s'appuie sur les recherches de Prof. Harald Hau, Dr. Peter Hoffmann, Sam Langfield et Yannick Timmer.

Pour consulter l'intégralité du document:
<http://bit.ly/2GQvyU8>





Les plateformes de négociation électronique "Request-for-Quote" mettent fin à la discrimination tarifaire

Le papier de recherche "*Discriminatory Pricing of Over-the-Counter Derivatives*" de professeur Harald Hau, Swiss Finance Institute à l'Université de Genève, Dr. Peter Hoffmann et Sam Langfield, Banque centrale européenne, ainsi que Yannick Timmer, Trinity College Dublin, confirme le point de vue de Thomson Reuters selon lequel les opérations de change (FX) effectuées sur les plateformes de négociation électronique "Request-for-Quote" (plateformes RFQ) constituent la meilleure interface d'exécution qui existe et ce indifféremment du type de client et de son degré de sophistication.

Thomson Reuters a toujours été un acteur de premier plan sur le marché du FX et ce tout au long de son histoire. En partant des transactions passées au téléphone, en passant à celles exécutées sur des plateformes individuelles, et en arrivant aujourd'hui à celles saisies sur des plateformes RFQ, ce marché offre des possibilités d'exécution de plus en plus sophistiquées. L'objectif, tout au long de cette évolution, a toujours été de simplifier le processus d'utilisation pour le consommateur final en lui permettant de négocier dans un cadre concurrentiel renforcé et de bénéficier d'une meilleure tarification. Le négoce sur les plateformes RFQ s'est considérablement développé suite à la prise de conscience par les participants du marché du FX des avantages que présente une plateforme structurée, cohérente, et regroupant de nombreux acteurs.

En plus de bénéficier d'une tarification plus compétitive sur des plateformes RFQ, comme mis en avant dans le papier de Hau et al., les clients profitent également de

gains en efficacité concernant de nombreux aspects de leur processus opérationnels. Des fonctions clés, telles que le reporting réglementaire, l'analyse des coûts des transactions, et le "Straight Through Processing" peuvent toutes être prises en charge et en parallèle aux services offerts par les plateformes RFQ. Cette intégration des flux de travail en amont et en aval réduit le nombre de partenaires avec lesquels il faut interagir et aide à contenir le risque d'exécution. Il en résulte aussi une amélioration de l'efficacité et de la productivité. Certaines plateformes RFQ proposent même une exécution harmonieuse combinant plusieurs produits et permettent à leurs utilisateurs de se conformer aisément à la nouvelle législation sur les produits dérivés, telle que LIMF, MiFiD II, et Dodd-Frank. Il est par ailleurs également possible d'automatiser les fonctions de gestion d'ordres complexes, comme le netting de transactions et d'allocations, ce qui permet aux traders de se concentrer sur leurs activités à haute valeur ajoutée.

Les traders doivent chercher à privilégier les plateformes RFQ qui garantissent la transparence afin de comprendre au mieux les tendances de marché et les processus de formation des prix. Les plateformes RFQ qui sont indépendantes offrent des avantages supplémentaires aux traders. En effet, parce qu'elles ne prennent pas de positions et ne sont donc pas exposées aux fluctuations du marché FX, ces plateformes permettent aux traders de bénéficier d'une exécution de confiance en sachant que leurs choix de transactions ne seront pas utilisés contre leurs intérêts.

Une des dernières raisons qui pourrait expliquer la réticence de certains clients à rejoindre une plateforme RFQ est leur crainte de voir leur relation d'affaires avec leur banque se détériorer. Il est primordial de noter que la mise en place d'une solution de plateforme RFQ ne remettra aucunement en cause la relation traditionnelle "sell-side-to-buy-side". Les plateformes RFQ constituent simplement une extension des services offerts par les banques. Rappelons que dès le départ, les plateformes et les banques ont collaboré ensemble pour offrir cette solution à la communauté "buy-side".



David Mellor

David Mellor travaille dans l'unité "Global Market Development" auprès de Thomson Reuters Transactions. Il a rejoint Thomson Reuters dans le cadre de l'acquisition de FXall en 2012.



Les hauts salaires en finance nuisent-ils à l'économie?

Les hauts salaires des travailleurs de la finance sont régulièrement accusés d'attirer les meilleurs talents et d'en priver des secteurs socialement plus bénéfiques. Est-ce qu'une hausse des salaires versés dans le secteur financier attire les travailleurs talentueux d'autres secteurs? Est-ce que cet attrait impacte l'économie?



La prime salariale du secteur financier et la réallocation des travailleurs qualifiés

La taille du secteur financier, de même que la compensation de ses travailleurs, ont considérablement augmenté ces 40 dernières années. Depuis la crise financière de 2008, les académiciens, les législateurs et la presse craignent que la compensation excessive au sein du secteur financier biaise l'économie dans son ensemble, lorsque des travailleurs talentueux migrent des postes générant des revenus sociaux élevés vers des emplois mieux rémunérés dans la finance.

Le SFI professeur Laurent Frésard et son collègue Francesco D'Acunto, University of Maryland, étudient l'impact de la croissance des salaires dans la finance dans leur papier de recherche "*Finance, Talent Allocation, and Growth*". Ils contribuent à la littérature académique, actuellement axée sur l'accroissement de la prime salariale au sein du secteur financier, en étudiant les conséquences de l'augmentation de cette prime sur l'allocation des travailleurs sur le marché de l'emploi et sur l'économie. Leurs résultats montrent que les salaires élevés dans le secteur financier sont associés à une réallocation modeste des travailleurs qualifiés des secteurs non financiers vers le secteur financier, mais qu'une telle réallocation n'a pas de conséquence sur l'économie.

Que signifient des salaires plus élevés?

Bien qu'il soit évident que des salaires plus élevés attirent les personnes capables, cela ne signifie pas que des salaires plus élevés impliquent une mauvaise répartition des talents au sein de l'économie. Il est en effet possible d'envisager qu'une augmentation des salaires et des compétences dans un secteur précis reflète une amélioration des services fournis par ce secteur à l'économie. Il ne faut cependant pas oublier que le secteur financier apporte un soutien vital aux entrepreneurs dont les entreprises influencent notre quotidien.

La croissance ajustée des salaires du secteur financier

Pour déterminer si la croissance des salaires du secteur financier entraîne une croissance de la valeur ajoutée que le secteur financier fournit à l'économie, il faut comparer ces deux taux de croissance entre eux. Pour ce faire, les chercheurs développent une mesure de la prime salariale du secteur financier (soit, le salaire des travailleurs qualifiés dans la finance par rapport au salaire de travailleurs qualifiés dans le reste de l'économie) et une mesure de la prime de valeur ajoutée du secteur financier (soit, la valeur ajoutée par travailleur qualifié dans le secteur financier par rapport à la valeur ajoutée par travailleur qualifié dans le reste de l'économie). La différence entre ces deux mesures correspond à la croissance ajustée des salaires du secteur financier (CASSF). Si, par exemple, la différence est égale à zéro, le rendement privé du travail dans la finance est égal au rendement social que le secteur financier fournit à l'économie.

Que révèlent les données concernant la CASSF?

Les données, qui portent sur 24 pays d'Amérique du Nord, d'Europe, d'Asie et d'Océanie durant 35 ans, indiquent que la CASSF affiche une valeur positive, suggérant que les salaires dans le secteur financier ont augmenté plus rapidement que la contribution du secteur financier aux économies respectives de ces pays. Une analyse plus approfondie révèle que la CASSF a baissé au fil du temps et est désormais proche de zéro. Les données indiquent également que la part des travailleurs qualifiés dans l'économie a augmenté de 30% entre 1970 et 2005, que les travailleurs qualifiés bénéficient d'un avantage salarial d'environ 75% par rapport aux travailleurs moyennement ou peu qualifiés et que les travailleurs du secteur financier détiennent un avantage salarial de près de 60% par rapport à ceux des autres secteurs de l'économie.

Quel est l'effet d'une variation de la CASSF sur l'allocation de la main d'œuvre? Quelle est son impact sur l'économie globale?

L'analyse révèle que les travailleurs qualifiés migrent des secteurs non financiers vers le secteur financier lorsque la CASSF augmente. Cet effet était important au début des années 1990. Les données montrent que les secteurs dans lesquels les travailleurs ont des compétences plus faciles à transférer dans le secteur financier sont les plus affectés par des réallocations dues à l'évolution de la CASSF et que les secteurs dont la croissance dépend beaucoup de la finance sont les moins affectés. Bien que la réallocation entre les secteurs non financiers et financiers due à l'évolution de la CASSF soit statistiquement significative, elle exerce un impact limité étant donné qu'elle concerne moins de 1% du marché de la main d'œuvre qualifiée. Les chercheurs ne relèvent aucun impact de l'évolution de la CASSF et de la réallocation de main d'œuvre sur les mesures de performance économique comme le PIB.



Prof. Laurent Frésard

Laurent Frésard est professeur de finance au Swiss Finance Institute à l'Università della Svizzera italiana. Il a obtenu son doctorat en finance à l'Université de Neuchâtel. Avant de rejoindre la faculté à Lugano, il était membre de la faculté à l'University of Maryland et à HEC Paris. Sa recherche porte principalement sur la finance d'entreprise empirique.

Cette opinion s'appuie sur les recherches de Prof. Francesco D'Acunto et Prof. Laurent Frésard.

Pour consulter l'intégralité du document:
<http://bit.ly/2oj4kMW>





Repenser le concept de "cage dorée"

Les travaux du SFI professeur Frésard et professeur D'Acunto s'attachent à évaluer si les salaires élevés du secteur de la finance tendent à désavantager l'économie en éloignant des candidats de postes à rendements sociaux élevés vers des emplois mieux rémunérés. Un problème similaire, connu sous le nom de "cage dorée", est souvent mentionné parmi les principaux obstacles au développement de l'entrepreneuriat en Suisse et ce particulièrement dans le domaine de la Fintech. Ce problème se réfère à l'impact qu'ont les salaires élevés, en vigueur dans le secteur de la finance, sur le nombre d'individus souhaitant devenir des entrepreneurs, ainsi que le bassin de talents auquel peuvent accéder les start-ups. Qu'il s'agisse du coût d'opportunité associé au fait de quitter un emploi dans la finance ou des coûts élevés découlant de l'embauche de nouveaux talents, l'argent constitue indiscutablement un enjeu majeur. Cela dit, je ne considère pas que les "cages dorées" posent un véritable problème. Pourquoi? Parce que, d'une part, les entrepreneurs trouvent toujours le moyen de mettre en avant leur vision et, que d'autre part, les salaires élevés versés dans le secteur financier suisse présentent paradoxalement un certain nombre d'avantages.

Une expérience précieuse

Le fait de travailler dans le secteur de la finance procure une expérience que l'on ne trouve nulle part ailleurs, ce qui peut s'avérer précieux pour la Fintech et l'entrepreneuriat. Il s'agit notamment de la négociation des financements et de la gestion des risques. En outre, contrairement à d'autres domaines, où la jeunesse est un atout indéniable, l'expérience reste primordiale dans le domaine de la Fintech. Le fait de travailler un certain nombre d'années à des postes bien rémunérés dans le secteur financier permet de se construire des bases précieuses pour une carrière future dans la Fintech ou l'entrepreneuriat, où la notion de rendement et de risque est primordiale.

Accumulation de liquidités

Le fait de pouvoir épargner pour des projets futurs constitue un atout indéniable d'un passage par le secteur financier. Tout en acquérant de l'expérience, il est possible de mettre de l'argent de côté et de préparer ses projets futurs. Certes, les coûts associés au lancement de nouvelles start-ups ne cessent de reculer, cependant les spécialistes de la finance bénéficient d'un avantage sur les travailleurs des autres secteurs, grâce à leur rémunération généreuse. Un passage dans le monde de la finance permet également de développer des réseaux qui seront susceptibles d'apporter des externalités positives aux projets futurs.

Conditions extrêmes

Tout comme le fait de courir en montagne contribue à rendre le corps plus performant, le fait d'être exposé à des salaires élevés en Suisse rend les entrepreneurs de la Fintech plus innovants et plus compétitifs à l'échelle internationale. Les Fintechs tendent à faire preuve d'une plus grande efficacité avec la gestion de leur personnel, à profiter des solutions technologiques, à accroître leur efficacité en collaborant de manière virtuelle, ainsi qu'à développer des réseaux internationaux. Ces conditions extrêmes présentent également l'avantage de décourager les amateurs ou les entrepreneurs insouciants, simplement parce que ceux-ci n'ont pas la capacité financière nécessaire pour accéder à la place financière suisse. Toute personne qui prévoit de se lancer en tant qu'entrepreneur Fintech en Suisse sait que le niveau élevé des coûts associés au talent sectoriel requiert de sa part qu'elle mette en avant toute sa capacité productive.

La Fintech allie le meilleur de la finance et de la technologie

Les données du SFI professeur Frésard et professeur D'Acunto montrent que les secteurs dans lesquels les collaborateurs disposent des compétences les plus facilement transférables à des postes dans la finance et dans des secteurs innovants sont ceux qui sont le plus affectés par les changements de la croissance ajustée des salaires du secteur financier (CASSF). Cette logique est conforme à l'intérêt qu'ont les spécialistes de la finance à rejoindre le secteur de la Fintech où les valorisations d'entreprises ont atteint des niveaux élevés, par rapport aux salaires du secteur de la finance suisse qui en comparaison sont devenus plus modérés.

Ce n'est pas un hasard si de nombreuses personnes talentueuses poursuivent des carrières bien rémunérées dans le secteur de la finance. Ces postes sont exigeants et gratifiants pour ceux qui sont capables de les obtenir. En même temps, l'expérience, les ressources financières et l'expertise acquise en travaillant dans la finance permettent aux personnes talentueuses d'être plus en mesure d'évaluer les risques et les rémunérations potentielles associés au fait de quitter leur "cage dorée" pour rejoindre la Fintech ou des projets d'entrepreneuriat. Lorsque des entrepreneurs identifient une belle opportunité, il n'y a aucun moyen de les retenir tant qu'ils ne l'ont pas mise en œuvre.



John Hucker, CFA, MBA

John Hucker est le CEO d'Elliott Capital, un incubateur de sociétés, et le fondateur et le président de la Swiss Finance + Technology Association. Il est titulaire d'un MBA de la Saïd Business School (Oxford) et diplômé de l'institut du CFA. Il a également travaillé dans la gestion de fortune auprès du Credit Suisse, de l'UBS et de TD Bank.



Efficacité des réformes de Bâle III

Face à la récente crise financière, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a élaboré un nouveau cadre réglementaire connu sous le nom de Bâle III, afin de renforcer les exigences en matière de fonds propres des banques en vue d'améliorer la stabilité du système financier. Les réformes de Bâle III seront-elles efficaces ou inciteront-elles les banques à réduire leur exposition au risque de crédit tout en pénalisant les entreprises et les particuliers?



Le renforcement des exigences de fonds propres bancaires et son impact sur les banques et les entreprises

Afin de consolider les marchés financiers les régulateurs ont adopté une série de mesures afin de renforcer les exigences en matière de fonds propres. L'accord de Bâle III, qui sera mis en œuvre en 2019, a pour objectif de renforcer la quantité et la qualité des fonds propres des banques. Avec cette réforme les exigences de fonds propres augmenteront fortement. Les banques peuvent atteindre cet objectif en augmentant le volume de fonds propres réglementaires qu'elles détiennent ou en diminuant la quantité d'actifs pondérés en fonction des risques qu'elles financent.

En collaboration avec Reint Gropp, Halle Institute for Economic Research, Thomas C. Mosk et Carlo Wix, Goethe-Universität de Francfort, SFI professeur Steven Ongena étudie l'impact de l'exercice sur les besoins en fonds propres de l'Autorité Bancaire Européenne (ABE) de 2011 sur le bilan des banques et sur l'économie. Sur la base des résultats de cet exercice, les chercheurs anticipent que l'accord de Bâle III va inciter les banques à réduire le montant des actifs qu'elles financent en réduisant leur exposition à certaines entreprises, mais ne vont probablement pas augmenter leur volume de fonds propres réglementaires.

Quel est le but du ratio de fonds propres en regard du risque de marché?

L'objectif du ratio de fonds propres en regard du risque de marché est de s'assurer que les banques détiennent suffisamment de fonds propres afin d'absorber une perte. Ce ratio est obtenu en divisant le montant des fonds propres réglementaires par le montant des actifs pondérés en fonction des risques. Les fonds propres réglementaires correspondent au montant total des

actions, des bénéfices non distribués et des réserves détenus par une banque. Les actifs pondérés en fonction des risques équivalent à la valeur de chaque actif financé par une banque multipliée par sa pondération de risque. Les transactions plus risquées obligent les banques à allouer davantage de fonds, ce qui rend ces opérations moins attrayantes.

L'exercice sur les besoins en fonds propres de l'ABE

Toute tentative visant à déterminer l'impact d'un changement de la réglementation en matière de fonds propres se heurte au défi de trouver une modification externe aux exigences de fonds propres. L'exercice sur les besoins en fonds propres mené par l'ABE fournit un cadre qui permet aux chercheurs d'isoler l'effet des nouvelles exigences de fonds propres sur le comportement des banques. Dans le cadre de l'exercice un groupe de banques devait présenter un ratio de fonds propres de 9%, à la place de 5%. La règle de sélection incluait les banques classées en ordre décroissant selon leur part de marché, de sorte que 50% du secteur bancaire de chaque pays était inclus dans l'exercice. Sachant que la taille des banques varie dans les différents pays, de même que les secteurs bancaires varient d'un pays à l'autre, les banques affichant des bilans significativement différents ont été incluses, ou exclues, de l'exercice. Dans leur papier "*Bank Response To Higher Capital Requirements: Evidence From A Quasi-Natural Experiment*", les chercheurs s'appuient sur ce processus de sélection pour observer comment des banques apparemment identiques réagissent différemment, selon qu'elles ont été incluses ou non dans l'exercice.

Que nous enseigne l'exercice sur les besoins en fonds propres de l'ABE?

Les données révèlent que les banques incluses dans l'exercice ont augmenté leur ratio de fonds propres en regard du risque de marché de 2% de plus que les banques exclues de l'exercice. Le niveau des fonds propres réglementaires a évolué de manière identique pour les deux groupes de banques, tandis que les banques incluses dans l'exercice ont réduit leur quantité d'actifs pondérés en fonction des risques de 16% par rapport aux banques exclues de l'exercice. Ces résultats montrent que lorsque les banques font face à une augmentation des ratios de fonds propres en regard du risque de marché, elles tendent à réduire leurs niveaux d'actifs pondérés en fonction des risques plutôt que de lever de nouveaux capitaux.

Une analyse plus approfondie montre que la réduction du niveau d'actifs pondérés en fonction des risques a été effectuée par le biais d'une réduction du montant des crédits octroyés aux entreprises et aux particuliers. Ces mêmes entreprises ont ultérieurement affiché une croissance moindre, ainsi que des investissements et une progression des ventes inférieurs que celles n'ayant pas été indirectement affectées par l'exercice.

L'exercice sur les besoins en fonds propres de l'ABE ne semble pas avoir atteint son objectif premier, puisque les résultats suggèrent que les banques n'ont pas relevé leurs ratios de fonds propres en augmentant leur niveau de fonds propres réglementaires, mais en réduisant leur exposition aux entreprises et aux particuliers. Obliger les banques à augmenter leur volume, plutôt que leur ratio, de fonds propres réglementaires pourrait être une stratégie plus efficace qui, d'une part, renforcerait le secteur bancaire, et d'autre part, éviterait de pénaliser les activités commerciales.



Prof. Steven Ongena

Steven Ongena est professeur de banque et finance au Swiss Finance Institute à l'Université de Zurich. Il est titulaire d'un doctorat en économie de l'University of Oregon. Ses recherches portent sur les domaines de l'intermédiation financière et l'économétrie appliquée.

Cette opinion s'appuie sur les recherches de Prof. Reint Gropp, Prof. Thomas C. Mosk, Prof. Steven Ongena et Carlo Wix.

Pour consulter l'intégralité du document:
<http://bit.ly/2DXhQjg>





Bâle III: pas d'impact matériel attendu sur le processus d'octroi de crédit

L'analyse de Swiss Finance Institute professeur Steven Ongena et al. indique que les banques soumises à l'exercice de recapitalisation de l'Autorité bancaire européenne (ABE) en 2011, et partant, à l'exigence d'accroissement de leur ratio de fonds propres, ont réagi en réduisant leurs expositions moyennes au crédit (désendettement) plutôt qu'en augmentant le niveau de leurs fonds propres. C'est pourquoi, selon les auteurs, la version finale des réformes de Bâle III devrait inciter les banques à réduire les actifs qu'elles financent, étant confrontées à l'exigence de ratios de fonds propres supérieurs.

Les conclusions quantitatives du rapport de recherche des auteurs de l'étude pourraient ne pas se confirmer entièrement avec l'entrée en vigueur de la version finale des réformes de Bâle III, pour plusieurs raisons. Il faut notamment se souvenir que l'exercice de recapitalisation de l'ABE en 2011 était mené à bien dans un environnement de marché fragile, dominé par la crise de la dette souveraine, alors qu'aujourd'hui, le cycle économique est mieux établi, ce qui corrobore les réactions positives du marché dans de nombreux pays, observées après le 7 décembre, date de l'annonce de la finalisation de Bâle III par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire.

Tout d'abord, la version finale de Bâle III est une série complète de réformes qui ne se limitent pas aux ratios de fonds propres, mais incluent aussi les ratios de liquidité et d'endettement. Ainsi, le degré d'ouverture des banques vis-à-vis d'une extension du crédit sera lié aux conséquences combinées de ces différentes mesures de

régulation. Plus particulièrement, les réformes visent tous les types de risques qui lient du capital – risques de crédit, de marché et risques opérationnels – et ne se concentrent pas uniquement sur les exigences en matière de risque de crédit.

Ensuite, les objectifs explicites des réformes incluent la réduction du différentiel excessif des actifs pondérés des risques de crédit (RWA) entre les approches basées sur le ratio interne et les standardisées, avec pour objectif supplémentaire de ne pas accroître de manière significative les exigences globales en matière de fonds propres, comme annoncé publiquement par le Comité de Bâle en mars 2016.

Enfin, les réformes ont également accru la sensibilité au risque dans le cadre du risque de crédit, en particulier s'agissant des expositions avec approche standardisée. Avec la variation du prix relatif (en termes de RWA), le capital devient plus ou moins cher pour une certaine catégorie d'actifs, ce qui incite à réallouer les ressources de manière optimale et plus sensible au risque, des actifs les plus chers aux moins chers.

Pour terminer, une importante caractéristique des réformes de Bâle III est le moment de leur mise en œuvre. Alors que l'ABE exigeait des banques qu'elles augmentent leurs ratios de fonds propres dans les six à neuf mois suivant l'exercice, les réformes de Bâle III devraient être appliquées en 2022, et certains éléments du cadre – tels que le plancher (floor) imitant l'écart entre les RWA avec approche basée sur le ratio interne et ceux

avec approche standardisée – ne seront que pleinement contraignants en 2027. Cet échéancier permet aux pays de mettre en application le nouveau cadre de manière adéquate et fournit aux banques l'occasion de s'adapter en douceur aux nouvelles exigences, évitant des conséquences potentiellement négatives pour l'économie au sens large.

En conclusion, je m'attends à ce que la mise en œuvre des réformes de Bâle III induise une combinaison de réactions de la part des banques, mais pas d'impact matériel sur le processus d'octroi de crédit. Les banques susceptibles de voir les exigences en matière de fonds propres augmenter seront incitées à se restructurer ou à réduire certaines activités tout en stimulant leur efficacité, ce qui a le même effet qu'une augmentation de capital ou une rétention de bénéfice. D'autres banques auront l'occasion d'accroître ou d'optimiser davantage leur bilan.



Dr. Christian Capuano

Christian Capuano est responsable de l'unité organisationnelle Gestion du risque de la division Banques de la FINMA depuis juillet 2016. Auparavant, il était Head of Group-wide Stress Testing Analysis pour Crédit Suisse. Il a également travaillé plusieurs années au département Marchés monétaires et des capitaux du Fonds monétaire international. Il est titulaire d'un doctorat en économie internationale et en finance de l'Université de Columbia.



Primes de risque dans le contexte du portefeuille

Plusieurs facteurs de risque influencent le profil risque-rendement des actifs financiers et des portefeuilles. Alors que la plupart des stratégies utilisent des mesures statiques agrégées pour estimer les primes de facteur de risque, une méthodologie variant dans le temps et basée sur des actions individuelles entraînerait une réduction du risque de portefeuille.



Une prime est un facteur – mais un facteur n'est pas toujours une prime

Facteurs, primes, risques – autant de mots magiques dans le monde de la finance. Les stratégies smart beta appliquent ce concept et ont fait l'objet d'une grande attention ces dernières années. Il a été démontré que différents facteurs avaient un impact sur le profil de rendement-risque des portefeuilles et des actifs financiers. Mais les expositions factorielles ne sont pas toutes rémunérées dans la durée. Les primes de risque varient dans le temps, en fonction des cycles économiques et de l'évolution de l'intégration du marché. Dans l'allocation d'actifs au niveau mondial, il est essentiel de prendre en compte ces aspects et de puiser l'information dans un grand nombre d'actions individuelles, car cela permet de cibler les avantages de la diversification en particulier sur les marchés émergents.

Les mouvements historiques des prix d'un ensemble d'actifs ne sont en effet qu'un grand nuage de points, de dimension n -titres \times t -périodes de temps. Un tel volume de données invite nécessairement à isoler des "axes principaux de dispersion", c-à-d des critères qui séparent le mieux les mouvements de prix. On trouvera ainsi que la taille ou le secteur économique d'une entreprise caractérise mieux ses rendements historiques que son logo ou que le prénom de son fondateur. La théorie financière désigne depuis 60 ans le premier de ces axes comme l'effet de marché ("beta") et les suivants furent appelés "facteurs". En gestion d'actifs, identifier ces expositions factorielles permet de comprendre et d'allouer les risques d'un portefeuille. Si ces facteurs restent indépendants les uns des autres, ce sont précisément eux qui diversifient le portefeuille et en améliorent le ratio rendement-risque. Mais tous les facteurs ne sont pas des "primes", car tous ne sont pas nécessairement rémunérés

sur un cycle complet. Créer de la valeur avec des facteurs non rémunérés nécessite d'en comprendre le comportement et de s'y exposer tactiquement. En revanche, s'exposer à des primes produit un excès de rendement sur un cycle complet et de façon quasi statique.

Les primes déterminent donc en priorité une allocation stratégique de long terme, alors qu'une gestion active peut intégrer un ensemble plus large de facteurs. Analyser une gestion active, c-à-d isoler le talent individuel d'un gérant ("alpha"), suppose donc d'identifier si les performances proviennent de facteurs et de primes. A cet égard, la découverte d'une nouvelle prime peut ainsi réduire l'alpha mesuré. Or, seul le «pur alpha» se paye cher, et cela précisément parce que la mise en évidence des primes révèle que ce talent, indépendant singulier et non diversifiable, est bien plus rare qu'on ne le pense.

Mais la pratique comme les études académiques suggèrent que les primes et facteurs sont instables de le temps. Ils évoluent durant les crises et aussi du fait même de leur découverte. Tel le fameux chat de Schrödinger, l'observation des facteurs en perturbe la nature car les investisseurs rationnels les arbitrent après leur révélation, si la technologie financière le permet. Ceci s'applique au beta: forte de son succès, la gestion indiciaire n'a plus de passive que le nom car l'appartenance d'un actif à un indice populaire influe parfois davantage sur sa performance que le facteur de marché lui-même. Par cette ironie, les primes de marché sont altérées par le développement même des indices qui n'ont pourtant d'autre but que de les mesurer. Cela implique 2 conséquences:

1. Tous les facteurs pouvant être victimes de cette ironie, le choix des indices n'est jamais neutre. Il ne l'a d'ailleurs jamais été et toute étude sérieuse doit prendre en compte l'ensemble le plus large possible de titres individuels, puisque le périmètre de l'étude influe probablement sur son résultat. La prise en compte de la dimension internationale, et donc de l'intégration des marchés entre eux, semble à cet égard inévitable.
2. Pour qu'une prime demeure une prime, c-a-d reste rémunérée sur un cycle complet, il faut disposer d'un rationnel économique et pas seulement d'une évidence statistique ou historique: tel est le cas des effets "taille" ou "value" robustes depuis des décennies; il reste maintenant à savoir si c'est le cas d'un facteur "integration"?

Il est en tout cas économiquement plausible qu'un effet d'"intégration" existe dans des zones monétaires communes, des fuseaux horaires proches, et des places de marché fongibles. Il est aussi plausible que cet effet soit moins prononcé dans les pays émergents, dont les taux de change sont propres et les connexions boursières moins développées. Cela renforce l'intérêt naturel des investisseurs pour ces marchés émergents qui conservent structurellement un meilleur effet de diversification, et maintiennent leurs primes de risque face à l'ironie de la gestion indicielle.



Olivier Ginguené

Olivier Ginguené è Chief Investment Officer presso Pictet Asset Management. È Head of Multi Asset & Quantitative Investment, presidente della Strategy Unit e membro dell'Executive Board. È entrato a far parte di Pictet Asset Management nel 2003. Ha conseguito diversi master presso l'École Polytechnique (Parigi) e l'École Nationale de la Statistique et de l'Administration Économique (Parigi). Detiene la qualifica di Chartered Financial Analyst (CFA).





Intégration et primes des facteurs de risque sur le marché international

Une bonne évaluation des diverses primes des facteurs de risque constitue la pierre angulaire du processus de création de portefeuilles. Il a été montré que plusieurs facteurs de risque tels que ceux de marché, de taille, de valeur, de dynamique, d'investissement et de rentabilité avaient un impact sur le profil de rendement-risque des portefeuilles. Lorsque l'on investit sur le marché international, il convient d'également prendre en compte l'intégration de marché et le risque de change lors de la sélection d'actifs. Les professeurs du SFI Ines Chaieb et Olivier Scaillet contribuent à littérature financière, avec le professeur Hugues Langlois d'HEC Paris, en employant des données portant sur des actions individuelles, au lieu d'utiliser des mesures agrégées telles que celles de portefeuilles ou d'indices, afin d'estimer les primes des facteurs de risque. Cette approche évite la dissolution d'informations due aux biais d'agrégation. Leur approche permet également aux primes des facteurs de risque de varier dans le temps au lieu d'être statiques au travers des cycles économiques. Les données révèlent que les primes estimées des facteurs de risque varient sensiblement sur le temps et à travers les pays. Les primes de marché, de valeur et de dynamique montrent plus de variabilité que les primes de taille, d'investissement et de rentabilité.

Quelles sont les implications de votre méthodologie?

En raison de la taille même du marché mondial des capitaux, il est essentiel d'estimer au mieux les primes des facteurs de risque. Selon un récent sondage, plus d'un tiers des gérants utilisent déjà des allocations «smart beta» et un second tiers en étudie actuellement les bénéfices.¹ Parmi ceux ayant recours à de telles allocations, une moitié a investi plus de 20% de son portefeuille en stratégies «smart beta». Une bonne compréhension des mécanismes à l'œuvre est donc favorable à l'ensemble des acteurs financiers.

Quels sont les avantages et les inconvénients de l'intégration des marchés financiers?

Lorsque l'intégration des marchés est imparfaite, les acteurs financiers bénéficient de la diversification de leurs placements en réduisant le risque de leur portefeuille pour un même niveau de rendement. Dans le cas extrême d'une intégration parfaite de tous les marchés des capitaux, les investisseurs n'auraient aucun intérêt à investir dans divers marchés boursiers, vu que ceux-ci évoluent de façon parfaitement synchrone.

Que révèlent les données concernant les primes des facteurs de risque et l'intégration des marchés?

Les résultats obtenus montrent que plusieurs facteurs de risque sont à l'œuvre. Historiquement, les facteurs de marché, de taille, de dynamique, d'investissement et de rentabilité affichent des rendements positifs dans la majorité des pays développés et émergents. Des analyses supplémentaires montrent, dans les pays développés, une prime de risque de marché de pays modeste en comparaison à la prime de marché mondial ou régional et donc un intérêt limité à la diversification. Ce résultat contraste avec celui obtenu pour les pays émergents, où la prime de risque de chaque pays tend à être plus importante que la prime de marché mondial ou régional, ce qui laisse entrevoir des bénéfices encore non-exploités à la diversification. Les estimations montrent également que les primes des facteurs de risque varient dans le temps et à travers les pays. Les primes des facteurs de marché et de valeur ont, par exemple, atteint des sommets pendant la crise financière mondiale dans les pays développés.

¹ FTSE Russell. (2016). "Smart beta: 2016 global survey findings from asset owners".

Quelles sont les implications pour les acteurs du marché financier?

Une bonne compréhension de l'intégration des marchés contribue à la croissance économique et à la stabilité des marchés des capitaux, tout en offrant de meilleures opportunités de placement à long terme. Au niveau des investisseurs, les gérants connaissent les avantages théoriques de la diversification du portefeuille. Les résultats trouvés ici soulignent l'importance de recourir à une méthodologie dynamique afin de quantifier les primes des facteurs de risque et ainsi réduire la volatilité des placements, mais fournissent également le cadre conceptuel nécessaire à la mise en place de telles stratégies. Finalement, les entreprises peuvent également tirer profit de ces résultats afin de mieux estimer le coût de leur capital en se basant sur les primes des facteurs de risque estimés à l'aide d'actions individuelles.



Prof. Ines Chaieb

Ines Chaieb est professeure de finance au SFI à l'Université de Genève. Ses domaines de recherche comprennent la valorisation des actifs financiers et la finance internationale.



Prof. Olivier Scaillet

Olivier Scaillet est professeur en probabilités et statistiques au SFI à l'Université de Genève. Sa recherche se concentre sur l'application des méthodes statistiques à la finance.

Cette opinion s'appuie sur les recherches de Prof. Ines Chaieb, Prof. Hugues Langlois et Prof. Olivier Scaillet.

Pour consulter l'intégralité du document:
<http://bit.ly/2p99E6a>



Contact



Enrichir les connaissances – Cultiver les talents – Créer de l'expertise

Nous sommes engagés dans la croissance du capital de connaissances pour garantir la prospérité à long terme de la place financière suisse.

Contactez-nous pour promouvoir votre compétence financière, accéder à l'expertise financière ou rester à jour avec le dernier savoir-faire financier.

info@sfi.ch

www.sfi.ch/contact



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.

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

