

Wholesale Funding Runs

C. Pérignon, D. Thesmar & G. Vuillemeys

Discussion

Laurent Clerc

Direction de la Stabilité Financière

**Chaire ACPR
Régulation et
risque systémique**

Introduction : le marché des TCN

- Le papier revisite la question de la fragilité du financement de marché des banques à l'aune d'une nouvelle base de données
- Ces données proviennent du marché des titres de créances négociables (Certificats de dépôt, Billets de trésorerie et ABCP) : il s'agit d'un marché de très court-terme : indicateur avancé des tensions sur le marché du crédit
- Assez peu connu, bien qu'il soit le 3^{ème} mondial, derrière le marché américain (USCP) et anglais (ECP)
- Un marché largement dominé par les banques françaises (92% des volumes) et principalement en euros
- Quelques caractéristiques particulières : il s'agit d'un marché surveillé, dont la transparence est assurée par la Banque de France qui valide les émissions ; tient à jour les dossiers de publication financière ; publie des statistiques sur le fonctionnement et les conditions du marché (encours, taux, maturité, nouveaux émetteurs etc.) ; assure les évolutions réglementaires.
- Un point particulièrement important : les titres émis sur ce marché sont éligibles aux opérations de refinancement de la Banque Centrale Européenne

Un papier ambitieux et programmatique

- Deux aspects : théorie des fuites bancaires (bank runs) et efficacité des marchés
- Une contribution à la théorie des fuites bancaires : « [the paper] makes it possible to discriminate between competing theories of runs » ; « this result calls for a reorientation of the literature on bank runs »
- Efficacité des marchés : en temps de crise, il existe un puissant mécanisme de réallocation des fonds entre institutions bancaires (des moins efficaces/performantes vers celles qui le sont plus) et non comme sujets à des périodes d'assèchement systémique de la liquidité.

System-wide conclusions vs market-specific dynamics?

- Tendence parfois à tirer des conclusions très générales sur le fonctionnement des marchés de gros (mais novatrices) alors que l'on met peut-être en avant des aspects très spécifiques au marché considéré
- Principaux résultats à discuter sous cet angle :
 - Les financements de marché ne se sont pas taris durant la crise
 - Les phénomènes de run affectent les banques les plus fragiles
 - Ces phénomènes de run (causés par des investisseurs informés) ont un contenu en information qui révèlent aux autres investisseurs des informations sur l'état futur de la banque affectée
 - Le marché opère une réallocation des fonds en faveur des banques les plus solides lors des périodes de crise

Des marchés de financement résilients ?

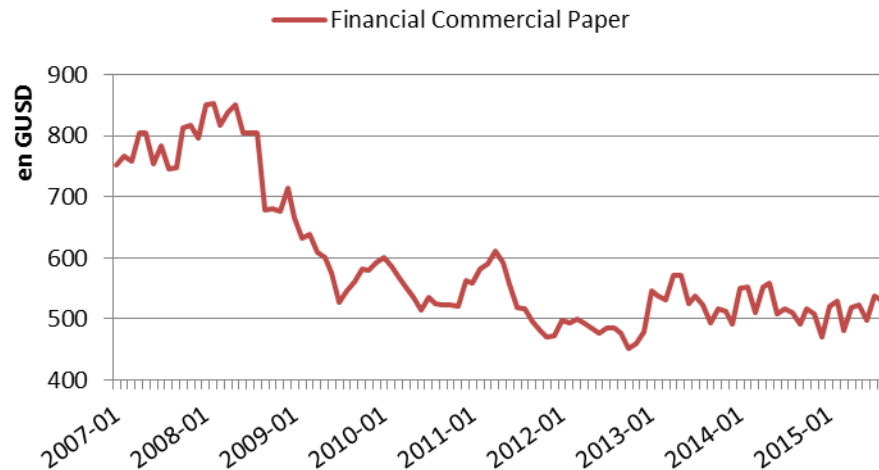
Encours de CD (marché des TCN)



Encours d'ECP (source CPWare)

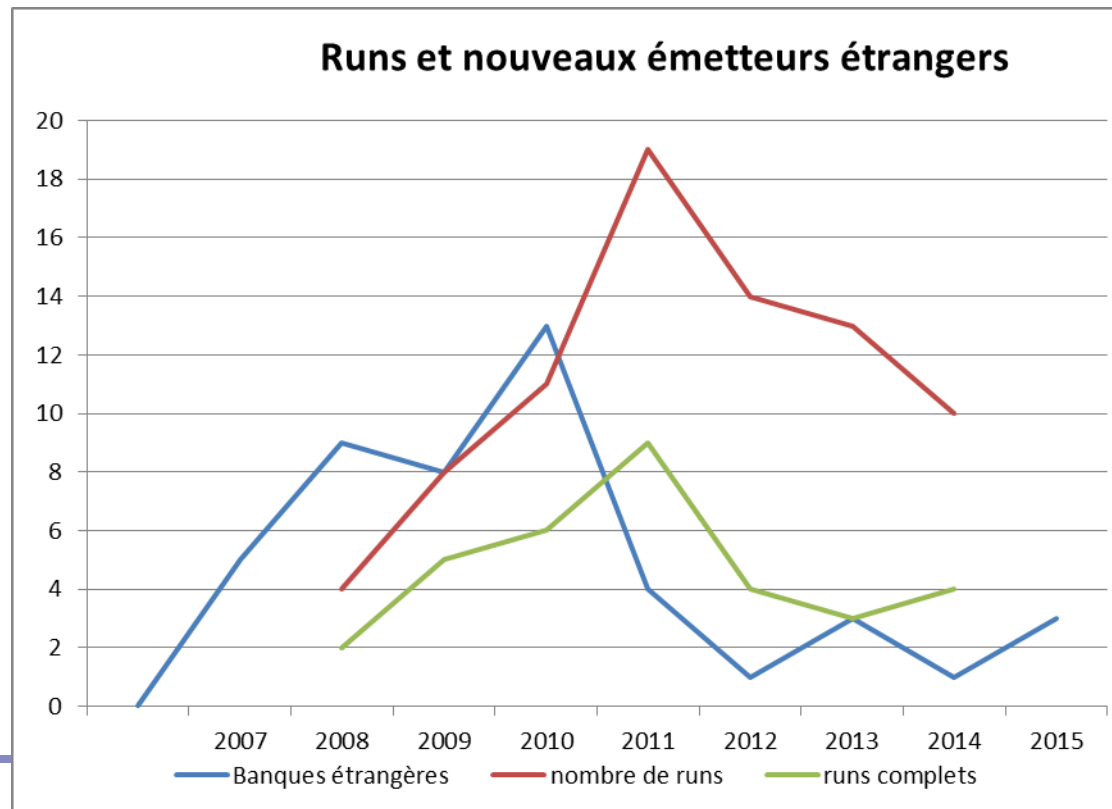


Encours sur l'USCP (source : Fed)



Les runs affectent les banques les plus fragiles

- Ouf!
- A qualifier selon les marchés
- Rôle de la transparence assurée par la BdF ?



Contenu en information des runs

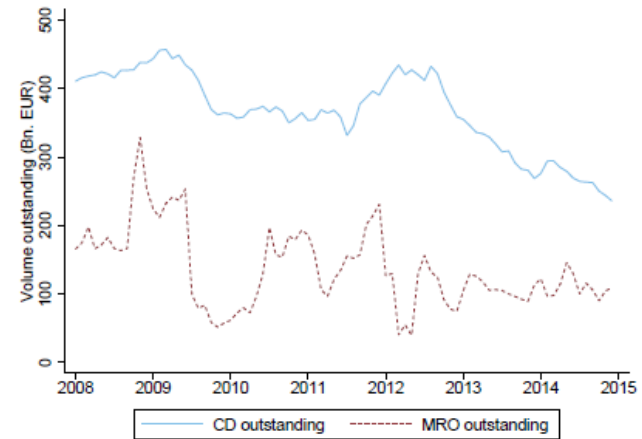
- Présence d'investisseurs informés ? Principalement des Fonds monétaires (base d'investisseurs éventuellement volatils), des assureurs et des banques : tests ?
- Interprétation directe : ce sont déjà des banques fragiles qui subissent les runs ; difficile de s'attendre à une amélioration surtout si la banque voit ses sources de financement se tarir par ailleurs
- Dans les régressions, une difficulté d'interprétation réside dans le timing des informations : qu'est-ce qui est disponible au moment ou s'opère le run ?
- Un des problème réside dans la fréquence des données (annuelle) pour les résultats bancaires et les variables de bilan mais quid de l'information déjà contenue dans d'autres variables (ex. cours boursiers ; publications semestrielles ; changement de ratings etc.) ou sur d'autres marchés.

Réallocation des fonds entre banques

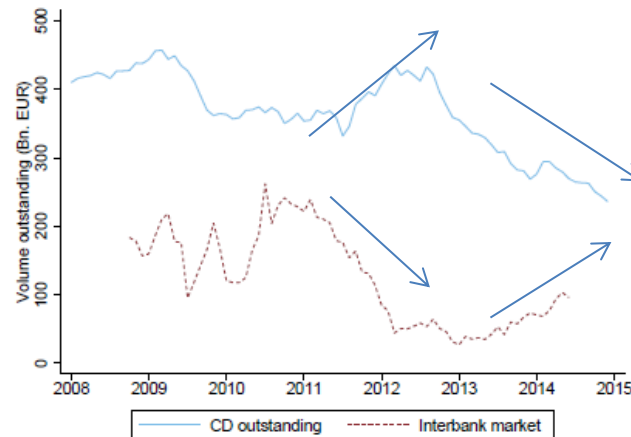
Panel A: CDs versus repurchase agreements



Panel B: CDs versus ECB refinancing operations



Panel C: CDs versus interbank loans



Réallocation des fonds entre banques (2)

- Dans une certaine mesure, l'éligibilité des titres auprès de la BCE permet aux banques de « fabriquer » du collatéral
- Rôle des fonds monétaires dans le financement dont certains peuvent être captifs
- Sortie du marché : ELA pour les plus fragiles
- Capacité de certaines banques à se financer à très bas prix (cf. certaines grosses banques capables de trouver des financements sous la facilité de dépôt): causalité inverse voire mécanisme d'assurance dans un contexte d'incertitude généralisée (cf. très forte décroissance du marché après l'annonce des OMT)

En conclusion

- Par rapport aux ambitions du papier, il apparaît sans doute difficile de tirer des conclusions générales sur la base de l'observation du fonctionnement du seul marché français dont le comportement apparaît plutôt comme atypique ;
- Mieux faire apparaître les singularités du marché des TCN, qui explique sa meilleure résilience dans la crise (en particulier rôle de l'éligibilité pour les émetteurs ; présence de la BdF pour les investisseurs)
- Sur la portée générale des conclusions : rôle de variables additionnelles de contrôle + fréquence des données, de nature à pallier les difficultés d'interprétation liées au timing des informations
- Travail important car invaliderait aussi la présomption des régulateurs sur la fragilité systémique liés à l'endettement et au financement de marché.