

## VII. Secteur financier

### Faits marquants

Sur la période considérée, le système financier de la plupart des pays industrialisés a été soumis à un surcroît de pressions, les anticipations d'une reprise économique précoce se sont révélées prématurées et les marchés des actions ont continué de baisser. Néanmoins, les établissements semblent avoir généralement bien traversé la phase de ralentissement économique et, le plus souvent, les tensions dans le système n'ont pas eu d'effets négatifs sur l'offre de crédit. Certes, le système financier japonais est resté confronté à de graves difficultés. En Allemagne, de surcroît, des faiblesses structurelles tenaces et des facteurs conjoncturels ont pesé davantage sur la rentabilité des banques. Celle-ci a mieux résisté dans d'autres pays, grâce notamment aux efforts antérieurs de restructuration des coûts. Par rapport aux précédentes périodes de ralentissement, les pertes dues à la dégradation de la qualité de crédit n'ont eu qu'une incidence limitée sur la rentabilité, et la situation des fonds propres est restée saine. Les compagnies d'assurances ont, dans l'ensemble, obtenu de moins bons résultats, en raison de pertes substantielles sur leurs portefeuilles d'actions et d'obligations.

La résistance du secteur bancaire, qui contraste avec la détérioration sensible des entreprises non financières, tient à des facteurs conjoncturels et structurels. Le ralentissement économique s'est distingué par plusieurs aspects atypiques – orientation monétaire très accommodante, poursuite de la croissance des dépenses des ménages et absence de retournement des prix immobiliers – qui ont permis de limiter la hausse des pertes sur prêts par rapport aux cycles précédents et ont augmenté les revenus sur les crédits aux ménages. Du côté des éléments structurels, le recours accru aux titres de créances négociables classiques et aux consortiums bancaires pour répartir le risque de crédit sur l'ensemble du système financier a atténué l'effet du tassement de l'activité. En outre, la gestion du risque de crédit a été facilitée par la mise en place de nouveaux mécanismes permettant son transfert. Il faut ajouter que les fonds propres des banques étaient plus solides au début du ralentissement que lors des épisodes passés, ce qui peut s'expliquer par la durée de la phase d'expansion antérieure et par l'application de normes réglementaires plus rigoureuses.

C'est dans les raisons mêmes de la résistance actuelle qu'il faut voir les principales sources de vulnérabilité potentielles pour le futur. Une faiblesse prolongée de l'économie, quoique improbable, mettrait à l'épreuve la capacité d'absorption des pertes dont font preuve jusqu'ici les établissements et marchés financiers. Une poursuite de la baisse des cours des actions pourrait peser sur la solvabilité des compagnies d'assurances et des fonds de pension,

tandis qu'une dégrise des prix immobiliers, dont pâtiraient les ménages comme le secteur des biens commerciaux, accentuerait les pressions sur les prêteurs.

Cette capacité de résistance montre peut-être que les systèmes financiers ayant développé des modes d'intermédiation pouvant se substituer l'un à l'autre – par des instruments de marché négociables et par le bilan bancaire – peuvent réagir avec une plus grande souplesse aux évolutions défavorables de l'économie. Cependant, ces systèmes diversifiés présentent de nouveaux défis aux autorités prudentielles, car ils reposent sur des établissements plus complexes et des interrelations plus intenses entre ceux-ci et les marchés.

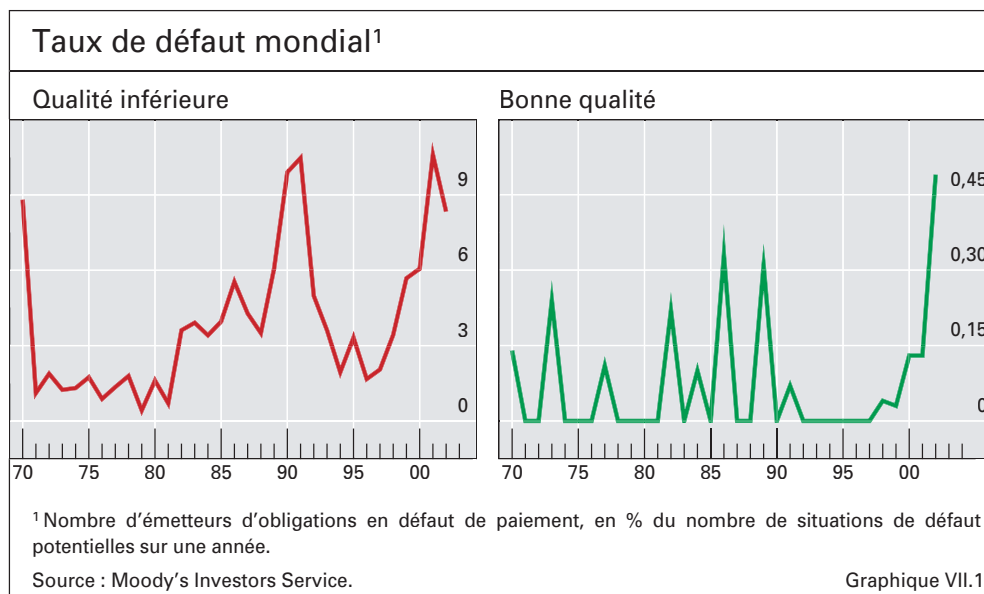
## Conjoncture et résultats des établissements financiers

Le recul marqué de l'activité économique mondiale puis la reprise hésitante ont lourdement pesé sur le bilan des sociétés non financières (chapitres II et VI). Les défauts sur obligations d'entreprises et les pertes correspondantes se sont inscrits en forte hausse, ces dernières années, les défauts atteignant ou dépassant leurs sommets du début de la décennie 90 (graphique VII.1). Comme les indicateurs de marché en matière de risque pour les sociétés non financières demeurent élevés dans plusieurs pays, après avoir nettement progressé depuis quelques années, les opérateurs ne s'attendent pas à une amélioration de la qualité de crédit dans un avenir proche (graphique VII.2).

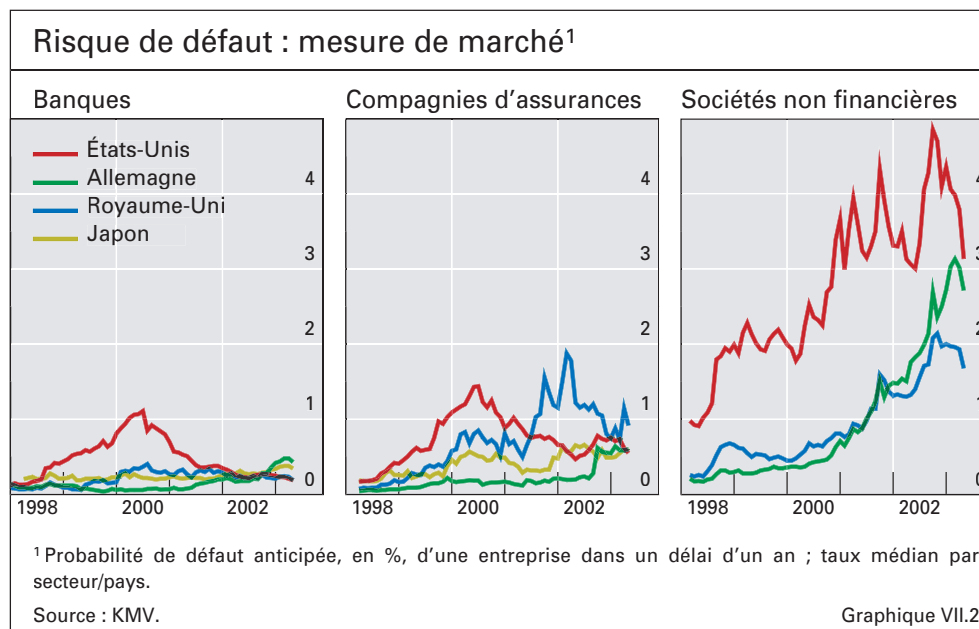
À la différence des entreprises, touchées par des difficultés substantielles, le secteur financier a continué de se porter relativement bien dans la plupart des pays. La rentabilité des banques a certes un peu baissé, mais elle demeure correcte, compte tenu de l'atonie économique générale. Les compagnies d'assurances, quant à elles, ont davantage souffert, subissant dans certains cas de graves tensions dues à des pertes sur portefeuilles. Les indicateurs de marché mesurant le risque de défaut encouru par les banques et les compagnies d'assurances sont néanmoins restés à des niveaux modérés par

La faiblesse de l'économie a pesé sur les sociétés non financières ...

... mais les établissements financiers ont été moins touchés ...



Graphique VII.1



rapport à ceux des sociétés non financières, malgré une hausse du risque de défaut, l'an dernier, dans l'assurance. Le bas niveau de l'indicateur pour les établissements financiers japonais tient peut-être à l'anticipation d'une intervention de l'État, en raison de leurs problèmes notoires.

... y compris par rapport aux cycles antérieurs

La résistance des banques offre un contraste avec les difficultés largement répandues parfois causées par la baisse de qualité des actifs lors des précédentes phases de contraction. Dans certains cas, de grands établissements financiers avaient été contraints à la faillite et, même en l'absence de défaillances bancaires marquantes, la révision indispensable des politiques de prêt et de placement avait, par moments, pesé sur les perspectives économiques. Ainsi, au début des années 90, les vents contraires rencontrés par le secteur financier avaient provoqué un ralentissement de l'activité aux États-Unis, au Royaume-Uni et en Australie.

#### *Banques commerciales*

Des résultats variables ...

Si, globalement, les banques ont bien surmonté les obstacles durant la période considérée, des différences significatives s'observent entre pays et domaines d'activité (tableau VII.1). Les sérieuses difficultés des banques japonaises ont perduré, malgré des efforts notables pour sortir du bilan leurs créances douteuses et accroître leurs fonds propres. En Allemagne, la faiblesse relative de l'économie a accentué les pressions sur les banques commerciales et, contrairement à ce qui s'est produit ailleurs, cet effet n'a pu être compensé par les opérations de détail, soumises à des contraintes structurelles. Partout dans le monde, les grands établissements de gros ont subi une contraction de leurs revenus liés aux opérations de marché. En effet, le bas niveau des cours des actions et des dépenses d'investissement ainsi que les mesures prises par certaines entreprises pour assainir leur bilan ont ralenti le rythme des fusions-acquisitions et introductions en Bourse (graphique VII.3). Côté positif, les ménages ont continué d'emprunter assez fortement dans de nombreux pays, favorisant l'expansion générale du crédit et les bénéfices des établissements

... selon les pays ...

... et les domaines d'activité

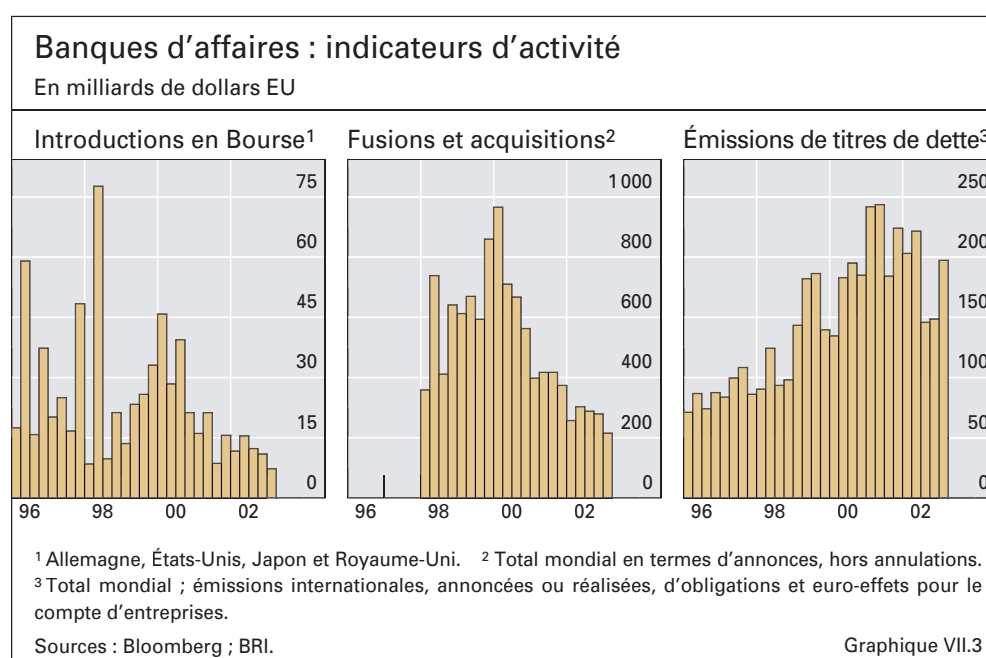
Grandes banques : rentabilité <sup>1</sup>												
En % du total de l'actif moyen												
	Bénéfice avant impôt			Dotations aux provisions			Marge d'intérêt nette			Charges d'exploitation		
	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002	2000	2001	2002
États-Unis (10)	1,86	1,49	1,66	0,56	0,71	0,72	3,07	3,10	3,11	4,45	4,06	3,46
Japon <sup>2</sup> (12)	0,13	-0,93	0,04	0,81	1,36	0,28	1,08	1,14	0,81	1,14	1,20	0,82
Allemagne (4)	0,53	0,14	0,05	0,17	0,24	0,39	0,83	0,90	0,80	1,62	1,62	1,50
Royaume-Uni (4)	1,65	1,27	1,11	0,29	0,31	0,36	2,36	2,07	2,02	2,68	2,48	2,40
France (4)	0,85	0,74	0,58	0,17	0,22	0,20	0,93	0,94	1,03	1,94	1,87	1,81
Italie (6)	1,15	0,81	0,48	0,44	0,55	0,67	2,06	2,04	2,16	2,37	2,39	2,61
Canada (6)	1,26	0,92	0,61	0,29	0,41	0,59	1,89	1,95	2,06	2,76	2,84	2,76
Espagne (4)	1,33	1,20	0,93	0,35	0,44	0,49	2,65	2,86	2,66	2,63	2,60	2,37
Australie (4)	1,85	1,47	1,49	0,20	0,27	0,26	2,42	2,22	2,16	2,39	2,15	2,29
Suisse (2)	0,96	0,42	0,08	0,04	0,14	0,21	0,73	0,68	0,84	2,87	2,91	2,47
Suède (4)	1,16	0,82	0,70	0,06	0,10	0,09	1,60	1,49	1,48	1,72	1,51	1,44

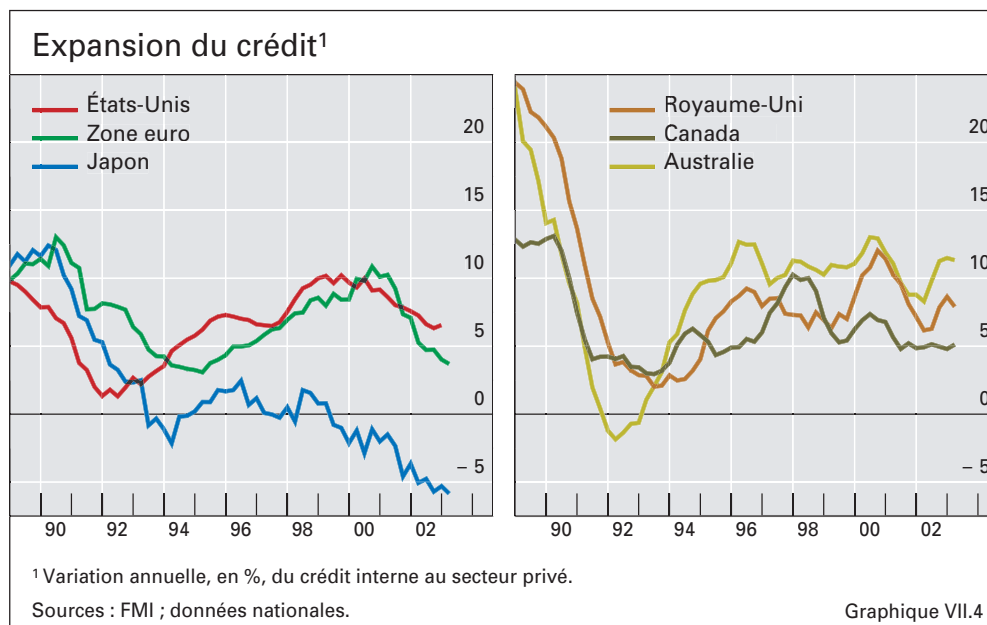
<sup>1</sup> Entre parenthèses : nombre de banques de l'échantillon. Japon : suite à une fusion, le nombre est passé de 13 à 12 en 2002.  
<sup>2</sup> Exercice financier ; 2002 : données à mi-exercice (septembre).  
Source : Fitch Ratings. Tableau VII.1

prêtant aux particuliers (graphique VII.4). En outre, la poursuite des efforts des banques en matière d'efficacité et de coûts a contribué à conforter leur revenu.

Aux États-Unis, les banques commerciales ont affiché de très bons résultats, malgré un environnement difficile, ce qui a valu à leurs actions des performances supérieures à l'indice boursier large (graphique VII.5). Avec une croissance économique légèrement plus rapide qu'en Europe ou au Japon, les pertes sur prêts n'ont guère varié par rapport à 2001 et les grands indicateurs de qualité du crédit se sont même légèrement améliorés (graphique VII.6). La vigueur des dépenses des ménages, notamment dans l'automobile, a alimenté le crédit à la consommation et le dynamisme du logement a soutenu le marché

Bonne tenue  
des banques  
aux États-Unis ...

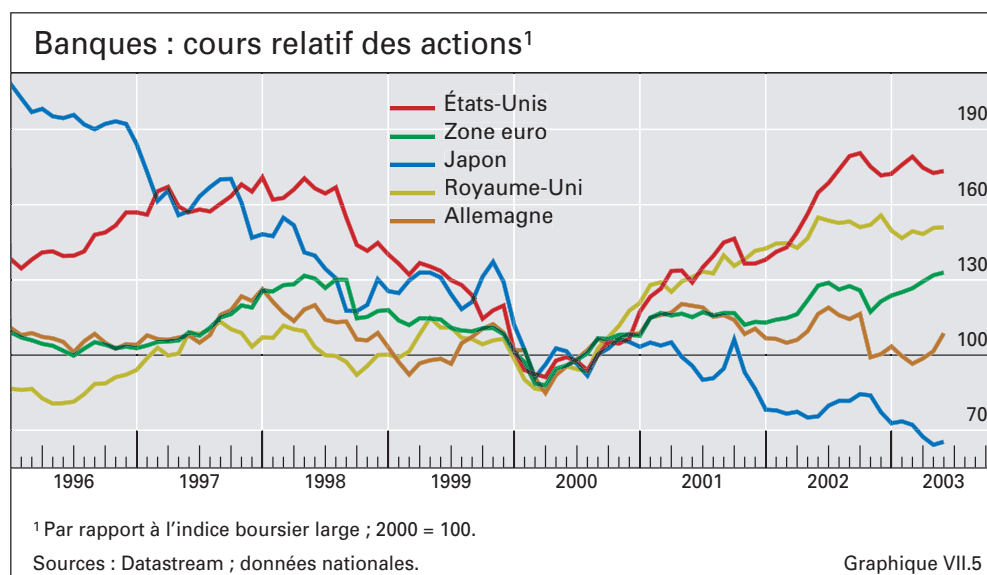


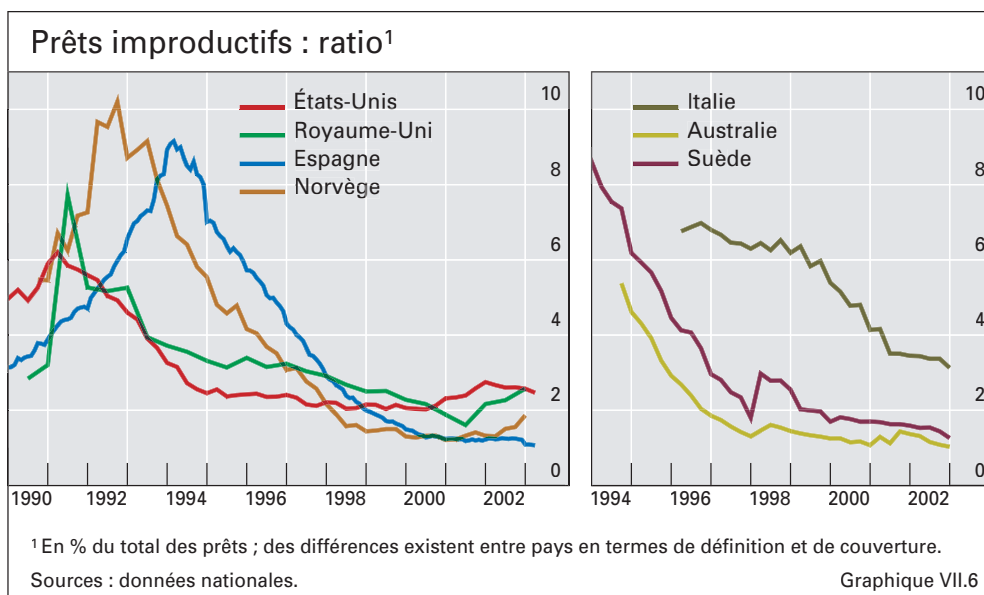


hypothécaire, où la rentabilité a été renforcée, en outre, par les commissions sur les opérations de refinancement, en plein essor. La faiblesse générale des rendements, conjuguée à un regain de sensibilité au risque, a accru les dépôts, ce qui a comprimé les coûts de financement et a élargi les marges d'intérêt nettes. Enfin, le ratio charges non financières/total des actifs a fortement diminué l'an dernier. C'est probablement une conséquence des efforts visant à réduire les coûts, même s'il faut aussi tenir compte d'un changement dans la méthode de comptabilisation des survaleurs.

... et généralement en Europe

Sans faire aussi bien, dans l'ensemble les banques européennes ont continué d'enregistrer des revenus – intérêts et commissions – assez solides, tout en n'accroissant que modestement leurs provisions pour pertes sur prêts. Une clientèle nationale fidèle a apporté aux banques de détail et d'affaires des financements à bas coût et d'importantes commissions. Dans certains cas, les charges ont été réduites grâce aux investissements technologiques, aux





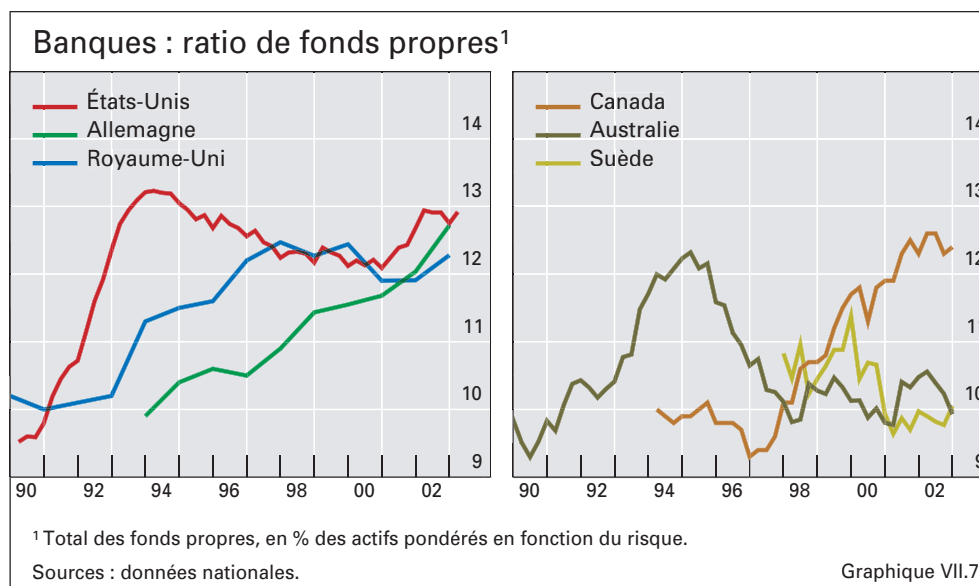
restructurations et à la rationalisation des activités qui ont suivi la vague de concentration de la fin des années 90. De nombreuses banques ont restructuré leur gamme de prestations et révisé leur tarification, ce qui leur a permis d'accroître leur ratio résultats/coûts. Cette amélioration a également été obtenue grâce à l'offre d'une palette de nouveaux produits pour les particuliers.

La principale exception vient du secteur bancaire allemand : l'association de facteurs conjoncturels et institutionnels a souligné des problèmes structurels de longue date. Les banques germaniques ont d'abord été touchées par le ralentissement économique plus accentué sur leur marché national. En outre, l'étroitesse chronique des marges, due à la fragmentation du secteur et à la rude concurrence de plusieurs établissements régionaux parapublics, n'a pas permis de compenser totalement les pertes sur prêts, menaçant les réserves de fonds propres amassées au cours des années 90. Dans le contexte actuel, certains établissements pourraient avoir des difficultés à dégager les recettes nécessaires pour faire face à une nouvelle baisse significative de la qualité des actifs. Néanmoins, le secteur bancaire allemand continue globalement d'afficher une capitalisation adéquate (graphique VII.7). Dans le but d'atténuer les pressions sur leurs bénéfices et de mieux adapter la tarification au risque encouru, il aurait déjà accru ses marges sur les prêts aux PME, ce dont celles-ci pourraient pâtir. Toutefois, l'abolition, attendue en 2005, des garanties officielles de l'État aux banques régionales et aux caisses d'épargne devrait, à terme, contribuer à alléger les pressions sur leurs marges.

La situation du secteur financier demeure difficile au Japon, car la faiblesse de l'activité et une baisse supplémentaire des prix alourdissent les pressions. Contraintes par de nouvelles règles comptables de réviser l'évaluation de leurs prêts aux entreprises en difficulté, les banques ont montré une plus grande détermination à résoudre leurs graves problèmes de créances non productives. Sur l'exercice 2002, les principales d'entre elles ont subi quelque ¥3 000 milliards de moins-values sur leurs portefeuilles d'actions et constitué plus de ¥5 000 milliards de provisions pour pertes sur prêts.

Les banques ont rencontré plus de difficultés en Allemagne ...

... et sont restées confrontées à des problèmes au Japon

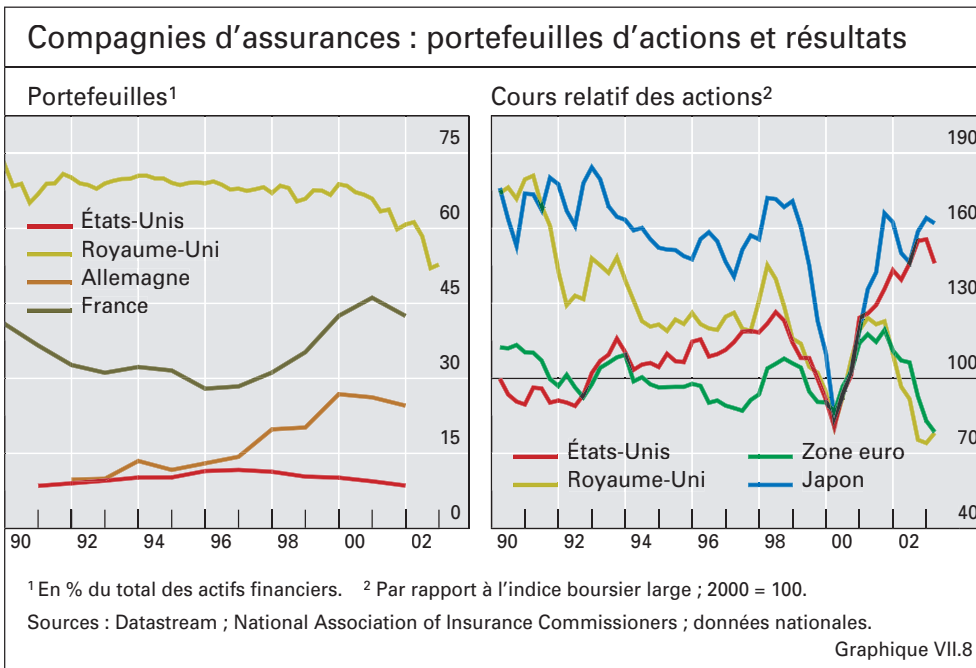


En conséquence, leurs pertes publiées dépassent ¥4 000 milliards. Pour renforcer leur ratio de fonds propres, elles ont émis environ ¥2 000 milliards d'instruments de capital, sous forme d'actions ordinaires ou préférentielles et de titres de dette à conversion obligatoire en actions préférentielles (chapitre VI). Cependant, dans divers cas, le placement s'est réalisé auprès de sociétés apparentées ou de leur propre clientèle. Il n'est donc pas possible de conclure que ces apports de capitaux témoignent clairement de la confiance des investisseurs extérieurs. Malgré ces émissions, le ratio de fonds propres de quelques-unes des plus grandes banques japonaises s'est fortement dégradé ; il termine l'exercice bien en deçà de 10 % pour certaines, en dépit, parfois, d'injections antérieures de fonds publics. En outre, leur situation de fonds propres pourrait être nettement plus faible qu'il n'y paraît, car ceux-ci incluent une proportion notable de remises d'impôts, qui ne deviendront effectives que si les banques dégagent des bénéfices substantiels dans un avenir proche. C'est d'ailleurs en réaction aux doutes exprimés par ses auditeurs sur ses prévisions de résultats qu'un important établissement a ramené l'estimation de ses remises d'impôts à un niveau suffisamment bas pour déclencher une intervention des pouvoirs publics.

#### *Compagnies d'assurances*

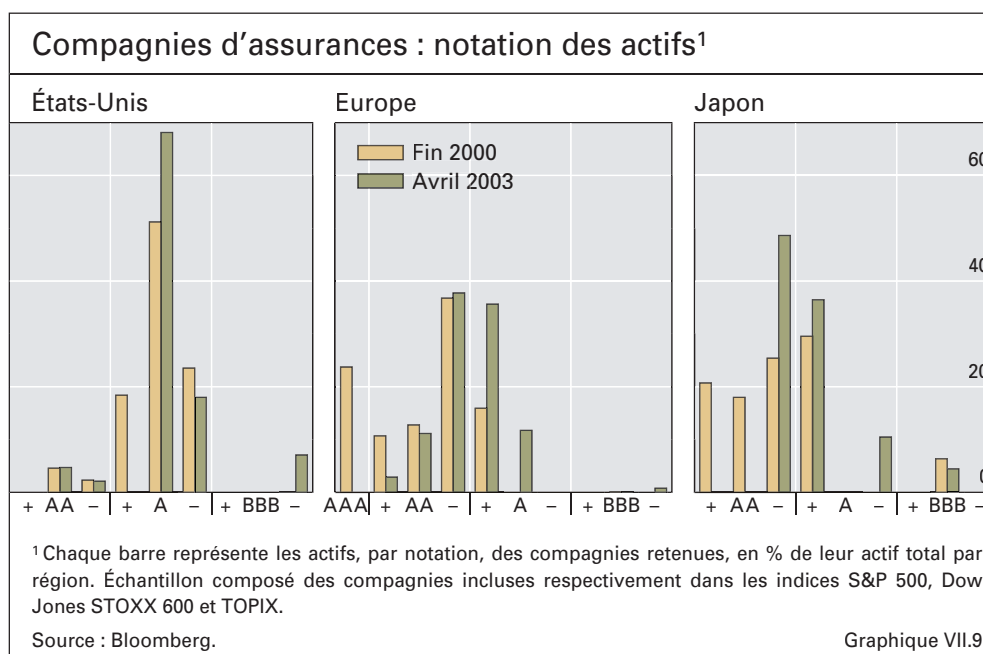
Les résultats du secteur de l'assurance ont été nettement inférieurs à ceux des banques en 2002. Cela s'explique surtout par les rendements décevants de leurs portefeuilles, qui ont réduit les bénéfices ou même engendré des pertes. Dans l'assurance vie, les bénéfices ont pâti, en outre, du niveau élevé des rendements garantis par les polices. Dans les autres domaines, y compris la réassurance, la faiblesse des rendements a été en partie compensée par un excédent d'exploitation en hausse. Les primes ont progressé et le montant des sinistres, qui avait fortement augmenté en 2001 avec les attentats aux États-Unis et diverses catastrophes naturelles, est redescendu à des niveaux plus habituels.

Les résultats des compagnies d'assurances ont été inférieurs à ceux des banques ...



La faible rentabilité des placements effectués par les compagnies d'assurances tient à deux facteurs. Tout d'abord, le rendement des obligations à l'émission a fortement diminué du fait de la nette détente de la politique monétaire. Plus important, le recul des cours des actions et des obligations a réduit la valeur des actifs ; du reste, étant donné les règles comptables en vigueur dans de nombreux pays, il se pourrait même que les comptes publiés ne reflètent pas encore l'intégralité de ces pertes. Une analyse par pays montre une corrélation entre le degré d'exposition au marché des actions et la moins bonne tenue des cours boursiers du secteur de l'assurance (graphique VII.8). La comparaison du Royaume-Uni et des États-Unis en fournit une excellente illustration. Les assureurs britanniques, traditionnellement

... du fait de pertes sur placements





détenteurs d'importants portefeuilles d'actions, ont plus souffert en Bourse du contexte actuel que leurs homologues américains, dont l'exposition en actions est le plus souvent limitée par la réglementation.

Dégradation des notes dans l'assurance

Les pertes sur placements et la faiblesse des résultats d'exploitation ont nui à la note de plusieurs compagnies d'assurances en 2002. Certaines ont réagi en réduisant les dividendes, ou en levant des fonds propres pour raffermir leur bilan. D'autres ont été déclassées (graphique VII.9) et quelques-unes, plus petites, ont fait faillite. Si les déclassés ont été plus nombreux en Europe et au Japon qu'aux États-Unis, la solvabilité moyenne des compagnies d'assurances européennes demeure néanmoins plus élevée.

## Origines de la capacité de résistance

La résistance du secteur financier tient à des facteurs structurels et conjoncturels

Des facteurs conjoncturels et structurels ont contribué à la résistance des banques dans la plupart des économies industrialisées. Sur le plan conjoncturel, plusieurs aspects atypiques du récent ralentissement ont limité les pertes sur prêts par rapport aux expériences antérieures, en dépit des grosses difficultés rencontrées par les sociétés non financières. Sur le plan structurel, la gestion du risque par les banques s'est sans doute considérablement améliorée depuis quelques années, et les évolutions constatées sur les marchés ont facilité la redistribution du risque de crédit sur l'ensemble du secteur.

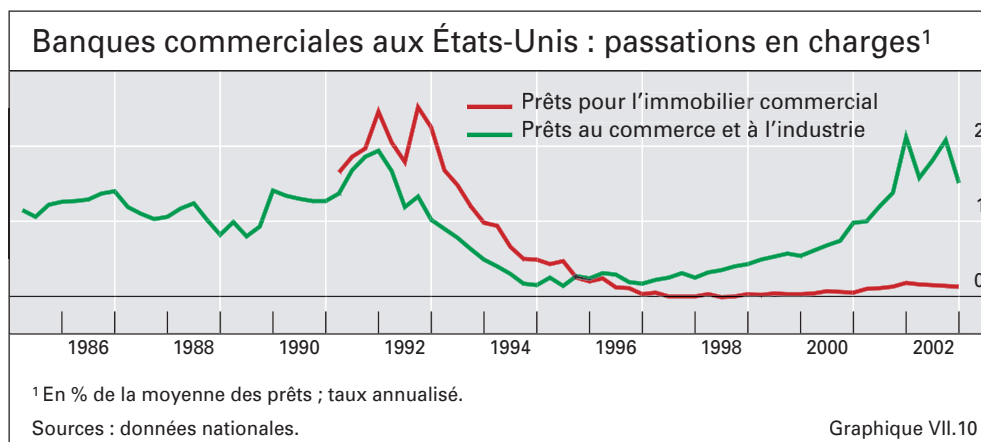
### *Facteurs conjoncturels*

Le dernier ralentissement a été atypique

Deux caractéristiques inhabituelles du récent ralentissement de l'activité économique ont contribué à en atténuer les effets sur les intermédiaires financiers, et plus particulièrement sur les banques. Tout d'abord (chapitre II), ce ralentissement trouve sa cause première dans la correction spontanée d'une expansion tirée par l'investissement et accompagnée d'une évaluation excessive des actions, et non pas dans un resserrement monétaire justifié par l'accroissement des tensions inflationnistes. En conséquence, la politique monétaire a pu être notablement assouplie à mesure que l'activité fléchissait. Le faible niveau des taux d'intérêt a participé à la seconde caractéristique atypique de ce ralentissement : la bonne tenue relative des prix immobiliers. Pour le logement, la hausse s'est poursuivie, voire accélérée dans certains pays (chapitre VI). Pour l'immobilier commercial, le repli n'a pas atteint l'ampleur qu'il a souvent eue par le passé.

La qualité du crédit s'est moins dégradée que lors des cycles précédents ...

La baisse des taux d'intérêt allégeant le service de la dette et les prix élevés de l'immobilier ayant une incidence positive sur les bilans, la qualité des prêts s'est bien moins dégradée que lors des phases de ralentissement antérieures. L'atonie de l'économie et la correction des excès dans plusieurs secteurs, dont les télécommunications et technologies de l'information, ont certes engendré un accroissement substantiel des pertes sur prêts au commerce et à l'industrie (graphique VII.10). Toutefois, les pertes sur crédits immobiliers, notamment sur biens commerciaux, sont restées modérées. En revanche, les investisseurs davantage exposés en actions et supportant des coûts d'indemnisation rigides, compagnies d'assurances en particulier, ont



essuyé des pertes plus importantes dans ce dernier cycle, suite au recul marqué des marchés boursiers et à la chute des taux d'intérêt à long terme.

Dans de nombreux pays, le tassement assez modéré de l'immobilier commercial s'explique en grande partie par l'absence d'excès dans ce segment durant la phase d'expansion. Contrairement aux prix du logement, ceux des biens commerciaux étaient restés très inférieurs à leur sommet précédent (tableau VII.2). De plus, l'activité de construction était demeurée modérée dans la plupart des pays. En conséquence, lorsque la croissance s'est ralentie, la

... notamment pour les prêts à l'immobilier

Prix de l'immobilier								
	Immobilier commercial <sup>1</sup>			Immobilier d'habitation			Pour mémoire : dette des ménages <sup>2</sup>	
	1995-2002	2002	2002	1995-2002	2002	2002	1995-2002	2002
	Variation nominale <sup>3</sup>	Niveau <sup>4</sup>	Niveau <sup>4</sup>	Variation nominale <sup>3</sup>	Niveau <sup>4</sup>	Niveau <sup>4</sup>	Variation nominale <sup>3</sup>	Variation nominale <sup>3</sup>
États-Unis	3,2	-5,6	37	5,8	6,9	100	8,1	8,9
Japon <sup>5</sup>	-8,7	-10,0	38	-3,0	-4,6	69	0,3	-2,4
Allemagne	4,1	-14,2	63	0,0	1,0	84	4,4	2,5
Royaume-Uni	2,8	-3,7	35	11,8	23,9	100	8,6	13,0
France	5,9	-4,3	64	4,8	6,7	100	6,2	6,2
Italie	11,6	5,5	84	3,7	10,0	94	8,1	6,3
Canada	4,6	-0,5	52	3,6	10,3	94	6,0	7,8
Espagne	12,5	-20,5	49	9,8	17,4	100	13,2	6,2
Pays-Bas	7,5	-11,8	86	11,2	4,5	99	12,7	7,0
Australie	2,5	-7,8	44	9,0	18,5	100	11,9	12,4
Suisse	0,2	-1,6	61	0,1	4,9	66	3,3	3,3
Belgique	4,0	0,4	78	5,2	6,5	100	5,1	1,5
Suède	4,9	-7,4	52	8,0	9,2	100	7,1	8,2
Norvège	5,6	-2,9	43	8,9	5,6	97	7,6	6,1
Danemark	7,2	8,0	85	7,0	3,4	100	7,9	5,9
Finlande	3,3	-2,3	59	8,2	8,7	79	4,3	4,7
Irlande	14,3	-3,0	91	14,5	14,2	100	...	...

<sup>1</sup> Australie, Belgique, Espagne et Italie : immeubles de qualité dans les grandes villes. <sup>2</sup> Concept de comptabilité générale ou, à défaut, crédit bancaire ; chiffres en partie estimés. <sup>3</sup> Variation annuelle, en %. <sup>4</sup> Par rapport au précédent pic des prix, en termes réels ; en %. <sup>5</sup> Terrains.

Sources : Catella Property Consultants ; Frank Russell Canada Ltd ; Investment Property Databank Ltd ; Jones Lang LaSalle ; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries ; Nomisma ; Office of Federal Housing Enterprise Oversight ; Sadolin & Albæk ; Wüest & Partner ; données nationales ; estimations BRI.

Tableau VII.2

hausse des taux d'inoccupation et la baisse des loyers et des prix sont restées généralement mesurées, si bien que les emprunteurs ont moins souffert. Il est vrai que la progression observée des taux d'inoccupation ne reflète peut-être que partiellement la sous-utilisation réelle, dans la mesure où certains locataires peuvent chercher à sous-louer les surfaces dont ils n'ont plus l'utilité. Dans ce cas, cependant, les propriétaires continuent de percevoir leur dû, ce qui leur permet d'honorer leurs engagements.

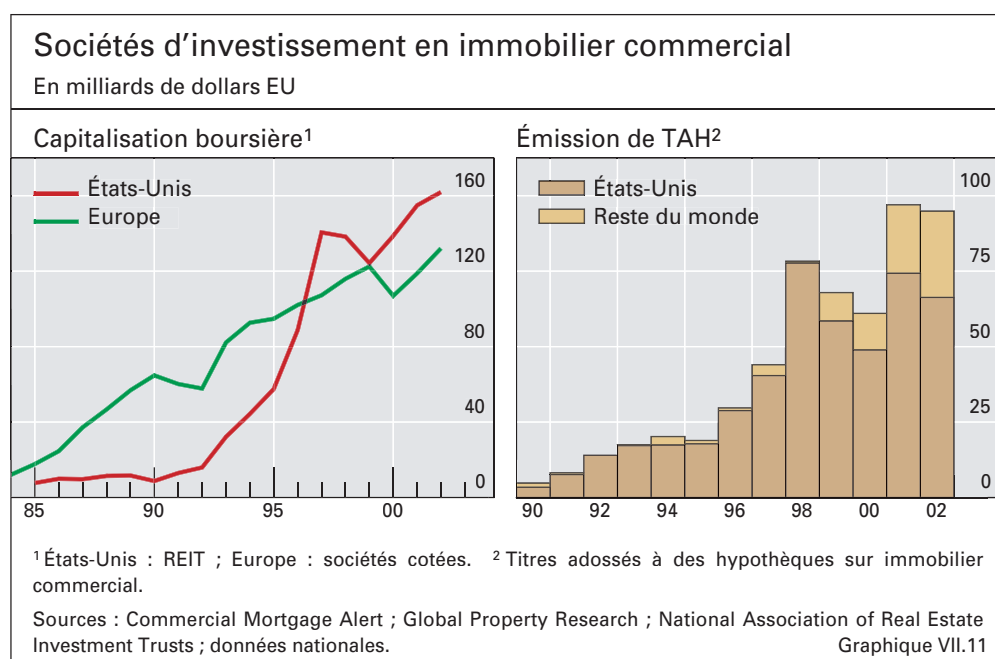
L'immobilier commercial a évolué en fonction de la demande

L'offre excédentaire dans la construction ayant été moindre que par le passé, les prix des biens commerciaux ont dépendu de la demande. La croissance continue de la consommation dans de nombreux pays a accru les besoins de la distribution. En revanche, les bureaux et les bâtiments industriels ont été sévèrement touchés là où l'économie était atone, soit du fait d'une conjoncture globalement mauvaise, comme en Allemagne, soit à cause de difficultés spécifiques à un secteur, comme dans la Silicon Valley aux États-Unis. L'immobilier commercial dans certaines places financières a subi le contrecoup du recul de l'activité de banque d'affaires. Dans les agglomérations où le tissu économique est plus varié, il semble avoir enregistré de meilleurs résultats.

La prudence de l'immobilier reflète les pertes antérieures ...

La prudence relative du marché de l'immobilier commercial sur le dernier cycle résulte de plusieurs facteurs. Les pertes mémorables subies lors de l'effondrement de ce segment au début des années 90 ont vraisemblablement incité investisseurs et prêteurs à la circonspection, les poussant à examiner minutieusement chaque projet. De plus, l'absorption graduelle des surcapacités engendrées alors par l'essor du bâtiment a probablement contribué, elle aussi, à freiner l'investissement. L'accroissement du financement de marché, avec entre autres les fonds de placement immobilier, les sociétés immobilières cotées et les titres adossés à des hypothèques (graphique VII.11), a sans doute également concouru à la relative stabilité du secteur en améliorant la discipline et la transparence. Il a permis, en outre, une plus large répartition des risques en limitant l'exposition des

.... et une plus grande vigilance



prêteurs à des projets particuliers. Enfin, ces instruments ont favorisé l'arrivée de nouveaux investisseurs, ce qui pourrait accroître les sources de fonds en cas de difficultés chez les bailleurs traditionnels.

### Facteurs structurels

Si les caractéristiques du dernier cycle ont permis d'en limiter les effets négatifs sur les établissements financiers, et notamment les banques, deux autres facteurs sont intervenus dans le même sens. Premièrement, dans de nombreux pays, les entreprises ont tendance, ces dernières années, à s'endetter davantage sur les marchés qu'auprès des établissements de crédit (graphique VII.12). En conséquence, les pertes qui avaient dû être absorbées par les banques au cours des précédentes récessions ont pu, cette fois, être partagées avec les investisseurs de portefeuille. Deuxièmement, les risques ont été mieux répartis au sein du secteur bancaire et leur concentration a été, dans l'ensemble, mieux maîtrisée.

Ces évolutions tiennent, entre autres, à une amélioration de la mesure et de la gestion du risque de crédit par les banques. Celles-ci ont notamment bénéficié des progrès des technologies de l'information, qui facilitent l'évaluation et la tarification du risque en fonction de l'emprunteur et aident à surveiller les concentrations potentielles. Ce surcroît d'attention à l'égard du risque constitue également une réponse aux pressions des marchés et des autorités de contrôle pour en améliorer la tarification, augmenter les niveaux de fonds propres et rendre plus efficace l'allocation du capital.

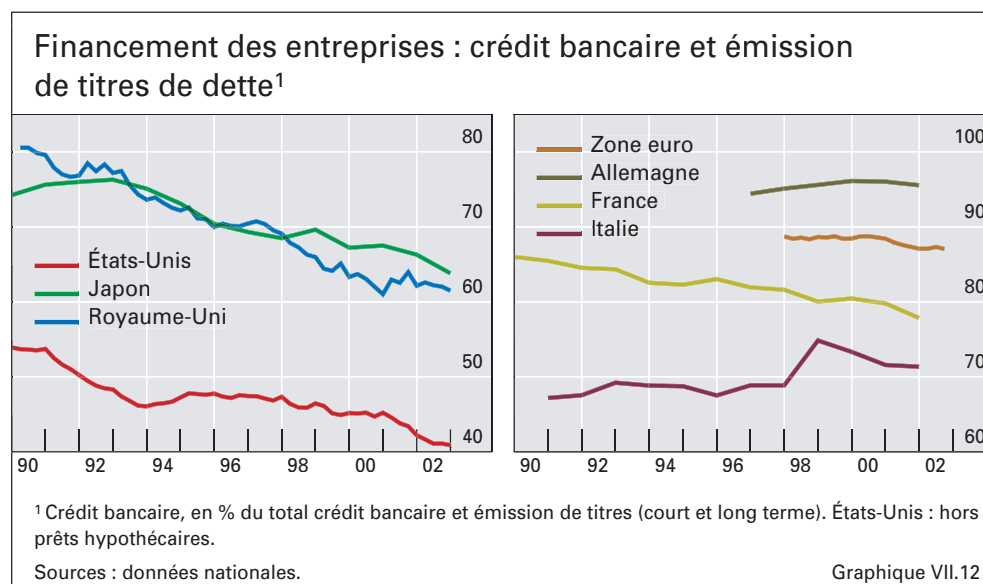
La plus large diffusion du risque a également été facilitée par le développement des marchés traditionnels et l'émergence de nouveaux : obligations d'entreprises, prêts consortiaux, titres adossés à des actifs et dérivés de crédit.

La désaffection pour les emprunts bancaires et le recours accru aux émissions d'obligations, ces dernières années, s'expliquent par des facteurs d'offre et de demande. L'accès à l'obligataire a été facilité, et son coût abaissé, par l'expansion du marché des titres à haut rendement, en particulier aux

Une répartition plus large du risque de crédit a été rendue possible par ...

... une meilleure gestion du risque de crédit ...

... et un marché plus profond pour le transfert du risque :



États-Unis, et par le développement d'un compartiment paneuropéen avec la mise en place de la monnaie unique en 1999. Il semble, en outre, que beaucoup d'entreprises aient voulu tirer parti de rendements proches de leur plus bas niveau historique et décidé de s'affranchir du risque de refinancement en substituant des obligations à leur endettement à court terme, y compris auprès des banques (chapitre VI). Cet allongement des échéances a également été favorisé par la réticence grandissante des banques à octroyer des lignes de soutien pour l'émission de papier commercial, en raison d'une plus forte sensibilité aux risques correspondants.

crédits  
consortiaux ...

Sur le marché des crédits consortiaux aux entreprises, les banques ont pu transférer une part substantielle du risque de crédit vers d'autres investisseurs, en particulier compagnies d'assurances, OPCVM, fonds de pension, fonds spéculatifs et structures de titrisation. Ces dernières années, l'apport de ces entités a représenté environ un dixième de l'encours des crédits consortiaux aux États-Unis, et les expositions qu'elles ont acceptées comportaient un niveau de risque sensiblement plus élevé que celles des banques (tableau VII.3). Les résultats bien inférieurs de ces crédits reflètent probablement un plus grand appétit pour le risque de la part des investisseurs non bancaires, mais aussi la cession de prêts douteux par des banques désireuses de limiter la détérioration de leur portefeuille. D'ailleurs, la part des opérations de ce type sur le marché secondaire a fortement augmenté récemment.

... titres adossés  
à des actifs ...

Les banques se sont également de plus en plus tournées vers le marché des titres adossés à des actifs, afin de limiter leur exposition à une grande diversité de crédits. L'encours de ces titres s'est vivement accru ces dernières années aux États-Unis et surtout en Europe, où il a progressé de plus de 50 % par an (graphique VII.13). Aux États-Unis, marché le plus vaste pour ce type de produit, les supports les plus courants sont les prêts hypothécaires au logement ; les prêts à la consommation, crédits aux entreprises et créances à recouvrer sont aussi utilisés largement. Le schéma est assez voisin en Europe.

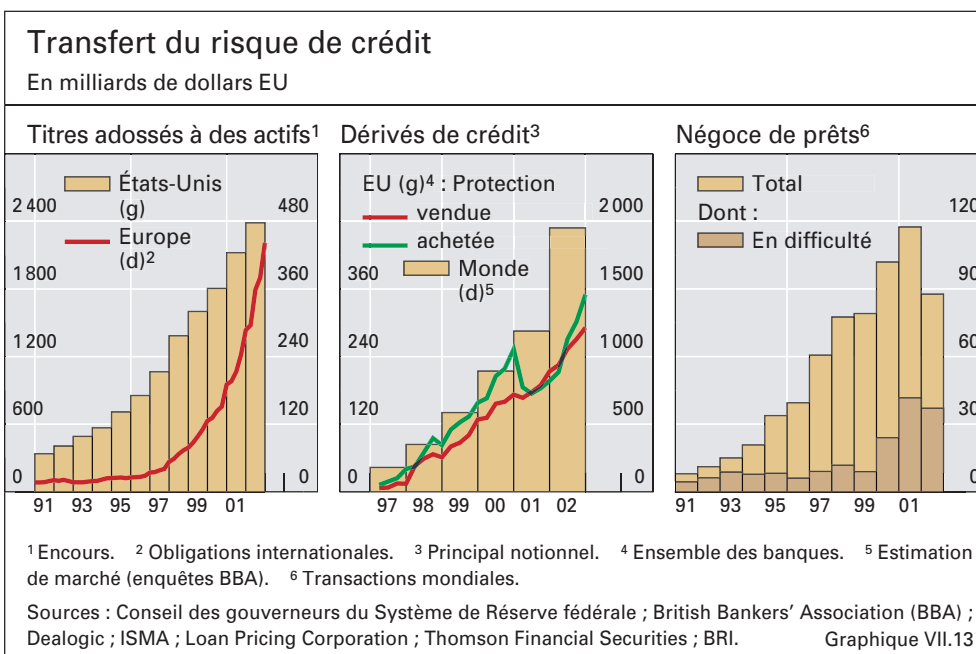
... et dérivés de  
crédit

Le marché des dérivés de crédit – contrats sur défaut d'emprunteur, effets sur défaut et contrats sur rendement total – a connu une expansion extrêmement rapide ces dernières années. Le principal notionnel de ces contrats a été quasiment décuplé depuis la fin de la décennie 90, pour avoisiner \$2 000 milliards en 2002. Ce montant élevé représente cependant

Crédits consortiaux aux États-Unis <sup>1</sup>								
	Par catégorie de prêteurs <sup>2</sup>			<i>Pour mémoire : total (en mrds de \$)</i>	Créances incertaines <sup>2, 3</sup>			
	Banques américaines	Organisations bancaires étrangères	Établissements non bancaires		Banques américaines	Organisations bancaires étrangères	Établissements non bancaires	Ensemble
2000	48	45	7	1 951	2,8	2,6	10,2	3,2
2001	46	46	8	2 050	5,2	4,7	14,5	5,7
2002	45	45	10	1 871	6,5	7,3	22,6	8,4

<sup>1</sup> Encours de crédits et facilités non utilisées. <sup>2</sup> Sur la base de montants en dollars ; en % du total. <sup>3</sup> Part des créances classées sensibles, douteuses ou irrécouvrables par les inspecteurs, en % des montants accordés.

Source : Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale. Tableau VII.3



davantage des activités de négoce et de tenue de marché que des positions nettes correspondant à des opérations de couverture ou de prise de risque. Ainsi, les achats de protection par les banques américaines ont suivi une évolution globalement parallèle à celle de leurs ventes de protection depuis 1997, passant d'un niveau négligeable à quelque \$300–350 milliards à fin 2002. Au fil du temps, la position nette des banques américaines a considérablement fluctué par rapport à leurs positions brutes, ces établissements se retrouvant occasionnellement vendeurs nets de protection. Fin 2002, néanmoins, les banques américaines étaient acheteuses nettes de garanties de crédit à hauteur de \$60 milliards, ce qui équivaut à peu près à 8 % de leurs prêts au commerce et à l'industrie.

Une enquête réalisée par Fitch Ratings auprès d'un nombre important de grands établissements financiers américains et européens précise la taille et la structure du marché des dérivés de crédit à l'automne 2002 (tableau VII.4). Les positions brutes de ces établissements s'élevaient à \$1 200 milliards en principal notionnel, auxquels s'ajoutaient \$117 milliards pour les créances adossées à des titres de dette. Les banques détenaient la majeure partie des positions, mais les compagnies d'assurances et les organismes d'assurance-crédit étaient aussi très présents. Les positions nettes étaient beaucoup plus faibles pour tous les établissements. Au moment de l'enquête, les banques américaines et européennes étaient acheteuses nettes de protection, tandis que les compagnies d'assurances et, logiquement, les pourvoyeurs de garanties financières étaient d'importants vendeurs nets. En Europe, les grandes banques avaient acheté une protection auprès d'établissements régionaux de second rang désireux d'obtenir des rendements plus attrayants et de diversifier leur risque de crédit.

Les établissements financiers ont utilisé ces marchés à des degrés divers, afin de transférer le risque non seulement à d'autres secteurs, mais aussi par-delà les frontières. Ces transferts à l'étranger ont été les plus fréquents

Les banques sont acheteuses nettes de protection de crédit ...

... et les compagnies d'assurances vendeuses nettes

## Dérivés de crédit<sup>1</sup>

Fin septembre 2002, en milliards de dollars EU

	Contrats sur défaut	Produits de portefeuille	Effets sur défaut	Contrats sur rendement total	Autres	Total <sup>2</sup>	Pour mémoire : CATD <sup>3</sup>
Positions brutes <sup>4</sup>							
Total	614,0	390,6	17,4	48,6	113,7	1 184,4	117,4
États-Unis	259,4	327,6	8,3	23,0	110,1	728,5	85,5
Banques	246,7	40,2	7,5	22,2	110,1	426,7	10,2
Compagnies d'assurances	4,9	103,1	0,8	0,9	0	109,7	18,9
Garants	7,8	184,3	0	0	0	192,1	56,4
Europe	354,7	62,9	9,1	25,6	3,6	455,9	31,9
Banques	351,3	54,0	9,0	25,6	3,6	443,4	31,5
Compagnies d'assurances	3,4	8,9	0,1	0	0	12,5	0,4
Positions nettes <sup>4</sup>							
Total	-25,3	206,5	-27,7	2,3	31,6	187,4	...
États-Unis	-6,9	215,3	-1,0	1,9	30,7	240,1	...
Banques	-18,3	-42,9	-1,8	1,0	30,7	-31,2	...
Compagnies d'assurances	4,2	99,2	0,8	0,9	0	105,0	...
Garants	7,2	159,1	0	0	0	166,3	...
Europe	-18,5	-8,8	-26,7	0,4	0,9	-52,7	...
Banques	-21,7	-17,7	-26,9	0,4	0,9	-65,0	...
Compagnies d'assurances	3,2	8,9	0,1	0	0	12,3	...

<sup>1</sup> Synthèse des réponses à une enquête auprès de quelque 150 intervenants sur dérivés de crédit, essentiellement vendeurs de protection. <sup>2</sup> Autres régions : \$13,9 milliards (montant brut) et \$8,7 milliards (montant net). <sup>3</sup> Créances adossées à des titres de dette. Autres régions : \$0,6 milliard. <sup>4</sup> Positions brutes : ensemble des ventes brutes de protection à des contreparties ; mesure de la perte maximale en cas de défaut de toutes les références sous-jacentes à ces contrats. Positions nettes : ensemble des ventes nettes de protection, après compensation des positions envers la même référence. Les définitions précises des expositions brutes et nettes varient selon les participants à l'enquête, en fonction notamment de leur système de notification interne.

Source : Fitch Ratings.

Tableau VII.4

Ces marchés permettent aussi de transférer le risque par-delà les frontières

pour les crédits consortiaux et les obligations d'entreprises. Ainsi, sur le marché des crédits consortiaux, les organisations bancaires européennes et japonaises ont participé à hauteur d'environ 30 % aux montages en faveur des emprunteurs des États-Unis, ces dernières années (tableau VII.5). Les banques américaines et japonaises, quant à elles, ont fourni environ 20 % des crédits consortiaux aux entreprises d'Europe. Des données aussi détaillées font défaut pour le marché des titres adossés à des actifs ; pour les obligations d'entreprises américaines, des statistiques montrent toutefois que la part des détenteurs étrangers a nettement augmenté dans le même temps, à plus de 20 % de l'encours total, soit un volume de \$1 300 milliards à fin 2002.

Les quelques données disponibles n'incitent pas à penser que l'utilisation des dérivés de crédit a entraîné un transfert géographique. Globalement, l'enquête de Fitch Ratings ne fait pas ressortir des vendeurs nets dans une région et des acheteurs nets dans une autre. Au niveau des établissements,

Crédits consortiaux aux agents non financiers						
En %						
Résidence de l'emprunteur	Pays d'origine du créancier					Pour mémoire : par rapport au crédit bancaire <sup>2</sup>
	États-Unis	Zone euro	Royaume-Uni	Japon	Autres <sup>1</sup>	
États-Unis						
1993-95	49,4	17,2	3,7	12,6	17,2	33,2
1996-99	51,0	17,6	2,5	7,5	21,4	52,0
2000-02	56,4	20,6	4,5	5,6	13,4	48,0
Zone euro						
1993-95	8,2	61,1	5,6	14,5	10,6	...
1996-99	8,5	68,5	5,6	4,0	13,4	5,0 <sup>3</sup>
2000-02	13,7	63,6	10,2	4,6	7,9	7,0
Royaume-Uni						
1993-95	11,6	27,2	29,2	13,9	18,2	13,7
1996-99	11,7	35,2	22,4	9,9	20,8	23,4
2000-02	15,0	35,2	32,0	7,2	10,7	28,6
Japon						
1997-99	4,9	17,4	4,0	63,2	10,6	0,5
2000-02	4,1	8,0	1,7	84,4	1,8	2,8

<sup>1</sup> Y compris crédits dont l'origine géographique n'est pas recensée. <sup>2</sup> Moyenne des montages organisés durant la période (montants utilisés ou non), en % de l'encours total moyen des prêts bancaires aux sociétés non financières. <sup>3</sup> 1997-99.

Sources : Dealogic Loanware ; données nationales ; calculs BRI. Tableau VII.5

une étude récente auprès de grandes banques américaines montre que, pour celles-ci, l'immense majorité des contrats sur défaut (dérivés de crédit les plus répandus) ont été conclus avec des contreparties aux États-Unis.

## Sources de vulnérabilité

Si les établissements financiers ont, dans l'ensemble, assez bien traversé le cycle récent, leur solidité pourrait être affectée par certains risques. Les principaux sont liés aux incertitudes entourant les perspectives macroéconomiques ; il est évident qu'un fléchissement inattendu de l'activité réduirait encore la valeur des actifs et pèserait davantage sur les bilans. Outre ce facteur conjoncturel, certains établissements sont également exposés à des risques juridique et de réputation, en conséquence de leurs pratiques durant la phase d'expansion de la fin des années 90, tandis que la fragilité possible des nouveaux marchés de transfert du risque de crédit pourrait être préjudiciable aux intervenants.

### Risques conjoncturels

Plusieurs risques pouvant affecter les établissements financiers dépendent essentiellement des résultats de l'économie mondiale. La remontée progressive de la croissance vers son niveau potentiel, généralement attendue, serait de nature à améliorer, à terme, la qualité de leurs actifs et donc de leurs bénéficiaires. Toutefois, une persistance de l'atonie économique ou,

Principal risque :  
persistance  
de l'atonie  
économique



a fortiori, un fléchissement de l'activité pourrait les soumettre à des tensions, en érodant davantage leur volant de fonds propres, qui leur a permis de résister jusqu'à maintenant.

Rôle clé des  
prix des actifs

Une faiblesse des prix des actifs jouerait vraisemblablement un rôle clé dans un tel scénario. Au moment de la rédaction de ces lignes, les cours des actions, malgré leur long repli, restent relativement élevés, dans l'anticipation d'une vive remontée prochaine des bénéfiques (chapitre VI). En outre, l'expérience montre qu'ils ont tendance à sursurréagir en phase finale d'une ample correction. Ils pourraient donc repartir à la baisse si la reprise se faisait attendre. De même, les prix immobiliers ont montré des signes de tassement ces derniers mois (chapitre VI). En cas d'atonie économique persistante, ils pourraient bien se contracter nettement, au moins là où leur progression a été la plus vigoureuse. En outre, le recours croissant aux financements de marché, dans l'immobilier commercial, pourrait être à double tranchant : si les conditions financières se détérioraient, les investisseurs pourraient se reporter sur des actifs sûrs et liquides, ce qui entamerait la valeur des titres adossés à des créances sur immobilier commercial, comme cela s'est produit à l'automne 1998.

Les compagnies  
d'assurances sont  
les plus exposées

Étant donné la structure de leur portefeuille, les compagnies d'assurances sont les plus exposées à un nouveau recul prononcé des prix des actifs, surtout en présence de faibles taux d'intérêt. La situation de leurs fonds propres, sérieusement affaiblie, ne leur laisse qu'une marge de manœuvre limitée, et une détérioration des conditions de marché pourrait rendre plus difficile leur collecte de capitaux supplémentaires. De surcroît, recommencer dans l'urgence à vendre des actions ne ferait qu'accélérer la chute des cours.

La valeur des portefeuilles d'actifs des systèmes de prévoyance professionnelle a fortement diminué, ces dernières années, sous l'effet de la baisse des actions, de défaillances d'entreprises et de l'élargissement des marges de crédit. Les fonds de pension ont également souffert du bas niveau des taux d'intérêt, qui a accru la valeur actuarielle de leurs exigences. La diminution du taux de couverture de ces passifs a contraint de nombreux employeurs, notamment les grands groupes industriels aux effectifs relativement âgés, à accroître leur contribution, alors même que leurs bénéfiques se contractaient. En outre, compte tenu des conventions comptables appliquées dans de nombreux pays, l'augmentation des charges au titre des fonds de pension devrait peser durablement sur les bénéfiques déclarés des sociétés dotées d'un important régime de retraite à prestations déterminées, retardant ainsi la remontée du cours de leurs actions en cas de reprise économique. Pour plusieurs entreprises, cette sous-capitalisation du fonds de pension a fait craindre une incidence négative sur leur structure de capital, ce qui a entraîné un abaissement de leur note de crédit et alourdi leurs coûts de financement (chapitre VI).

Les fonds de  
pension pourraient  
aussi subir des  
tensions

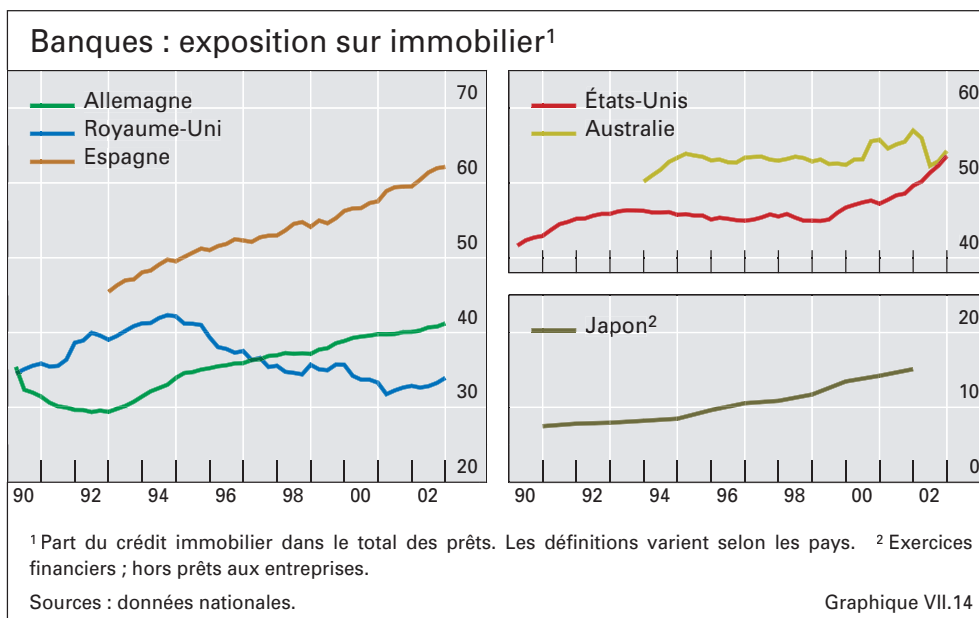
Une diminution supplémentaire des prix des actifs accroîtrait la pression sur la situation financière des fonds de pension à prestations déterminées et des sociétés concernées. Comme les opérateurs de marché ont davantage conscience des effets possibles des exigences liées aux retraites sur les bilans des entreprises, les cours des actions et des obligations pourraient

devenir plus sensibles à la situation de financement de ces fonds. De plus, de nombreux pays apportent ou préparent des changements aux règles et pratiques régissant le traitement comptable de ces postes du bilan et leur prise en compte dans le résultat publié. Il est vraisemblable que ces changements ne vont pas faciliter la tâche des entreprises en cas de dévalorisation des actifs, car ils vont généralement restreindre la latitude dont elles disposaient pour amortir sur une plus longue période l'incidence d'un déficit de financement des retraites.

Une atonie économique prolongée accompagnée d'une baisse des prix des actifs pèserait également, mais à plus longue échéance, sur la situation financière des banques. En dépit de leurs efforts récents pour restructurer leur bilan, les entreprises demeurent souvent très endettées, de sorte que la persistance d'une croissance inférieure à la normale, en comprimant leurs recettes et leurs bénéfices, pourrait alourdir les pertes sur prêts des établissements bancaires. D'autant que ceux-ci restent assez largement exposés vis-à-vis de secteurs déprimés tels que technologies de l'information, médias, télécommunications et tourisme/transports. Un repli des prix immobiliers leur serait également préjudiciable, car la proportion de leurs prêts garantis par des biens immobiliers est très élevée dans de nombreux pays et s'est même parfois accrue ces derniers temps (graphique VII.14). Si les revenus et l'emploi progressent peu et que la dégrue des prix du logement limite les possibilités de financement offertes par les plus-values immobilières, la dégradation de la qualité des prêts aux ménages, qui a déjà durement touché les moins solvables, pourrait bien se généraliser. Un tassement de l'activité et des prix immobiliers aurait également des répercussions sur les crédits à l'immobilier commercial, fragilisant l'une des bases de la solidité des banques et des compagnies d'assurances pendant la récente phase de ralentissement.

Les effets négatifs pour les banques pourraient se faire sentir plus tard

Une faiblesse économique prolongée pourrait induire une hausse des taux d'intérêt à long terme, soit par le biais d'une détérioration des finances



Certains établissements peuvent être exposés en cas de hausse des taux d'intérêt

publiques, soit en déclenchant une fuite vers la liquidité en réaction à la montée des incertitudes. Une telle évolution présenterait des risques pour les établissements financiers fortement exposés aux variations de taux. Pour quelques opérateurs, cette exposition s'inscrirait dans une stratégie d'anticipation de stabilité ou de recul ultérieur des taux ; pour d'autres, comme les banques japonaises, elle traduirait l'absence de solution de rechange. Par ailleurs, certains établissements pourraient éprouver des difficultés à couvrir leurs positions complexes sur taux d'intérêt, par exemple les agences paragouvernementales américaines opérant sur le marché hypothécaire, qui encourent un risque de remboursement anticipé. De surcroît, une fois amorcée, la hausse des taux pourrait être amplifiée par un amenuisement de la liquidité de marché, si elle conduisait des opérateurs à se retirer des transactions et de la tenue de marché, comme au début de 1994. Certes, une reprise économique plus forte qu'attendu ferait, elle aussi, monter les taux d'intérêt, mais, alors, la hausse des revenus et des prix des actifs aiderait, à l'évidence, à atténuer les risques pour les établissements financiers.

#### *Autres risques*

Même si les prix des actifs se raffermissent à mesure que l'économie mondiale poursuit son redressement, certains établissements financiers pourraient être confrontés à d'autres difficultés, héritées en partie de la phase d'expansion de la fin des années 90. Elles auraient, pour l'essentiel, deux origines : risques juridique et de réputation, découlant des pratiques de ces établissements durant la phase d'expansion ; problèmes potentiels liés au fonctionnement des nouveaux marchés de transfert du risque de crédit. Ces difficultés sont plus malaisées à évaluer et pourraient être moins généralisées que celles qui résulteraient d'une faiblesse économique accompagnée d'une baisse des prix des actifs. Elles pourraient néanmoins affecter les grands établissements financiers et, selon les circonstances, avoir en fin de compte des répercussions plus larges.

Risques juridique et de réputation pour les plus gros établissements

Il est difficile d'évaluer à ce stade l'ampleur des risques juridique et de réputation auxquels pourraient être exposées les grandes banques d'affaires en conséquence des pratiques suivies à la fin des années 90. Plusieurs grands établissements opérant aux États-Unis ont récemment conclu un accord avec les autorités, aux niveaux fédéral et des États, pour le règlement de problèmes liés à l'analyse financière et à la conduite des introductions en Bourse. Cet accord imposait des amendes substantielles mais supportables. Il n'a toutefois pas exclu l'éventualité d'une action ultérieure des autorités à l'encontre de comportements douteux concernant Enron ou d'autres entreprises en difficulté, ni limité les poursuites de la part d'investisseurs privés.

Fin 2002, deux grosses banques américaines ont constitué des réserves destinées à couvrir les coûts anticipés des enquêtes et litiges de cette nature. Étant donné l'incertitude inhérente à ces procédures, le nombre potentiellement élevé de demandeurs et l'importance possible des dommages réclamés, il n'est pas facile d'évaluer le niveau approprié de ces réserves. Il est donc concevable que les coûts ultimes excèdent les ressources qui leur ont été affectées jusqu'à maintenant. En conséquence, dans un scénario extrême, des

établissements pourraient voir leur note de crédit déclassée et se trouver exposés à des difficultés de trésorerie accrues.

La dépendance de certains établissements financiers à l'égard des marchés de transfert du risque de crédit suscite quelques interrogations. Premièrement, si ces marchés ont traité avec succès plusieurs faillites de grosses entreprises, de nouvelles difficultés ne sont pas à exclure, car ils sont encore relativement récents et n'ont pas fait la preuve de leur solidité en période de fortes tensions. En particulier, la répartition ultime du risque de crédit manque de transparence, de sorte que certains participants peuvent accepter davantage de risques que ne le croient leurs homologues ou les autorités financières. De surcroît, la concentration du marché sur un nombre restreint de grands établissements et les interactions ainsi créées signifient que les problèmes pourraient engendrer des effets de contagion au sein du groupe, en dépit des efforts des opérateurs pour réduire leur exposition. La contagion, en limitant la liquidité et la capacité du marché, pourrait se propager aux autres intervenants et provoquer une contraction et un renchérissement du crédit.

Un second risque pour ces marchés est lié à une préoccupation structurelle plus fondamentale. Nombre d'établissements financiers recourant aux dérivés pour gérer leur risque de crédit entretiennent des relations commerciales (dans le cadre d'activités de prêt ou de placement) avec les entreprises dont elles négocient le risque. De ce fait, il se peut qu'ils aient accès à des données non publiques de nature à leur conférer un avantage déloyal sur les opérateurs moins informés. Négocier en utilisant ainsi des informations d'initiés peut tomber sous le coup de la loi et dissuader les contreparties éventuelles. Il est vrai que les établissements financiers ont mis en place des mécanismes internes destinés à garantir en principe que leurs cambistes n'ont pas accès à l'information non publique ou qu'ils ne peuvent pas l'utiliser dans leurs transactions. Ces mécanismes peuvent cependant limiter, parfois sensiblement, la capacité des établissements à se servir des dérivés de crédit pour gérer leur risque.

Préoccupations au sujet du nouveau marché de transfert du risque de crédit : opacité ...

... concentration ...

... et conflits d'intérêts

## Diversification de l'intermédiation et son incidence sur le secteur financier

Le cycle actuel se démarque du passé à la fois par les causes du ralentissement et par la résistance du secteur financier. Il soulève également quelques interrogations sur les rôles complémentaires de l'intermédiation de bilan et de marché face aux tensions financières. L'expérience récente montre qu'il importe de bien comprendre les forces et faiblesses de ces deux approches.

La valeur économique du système financier se mesure par sa capacité à acheminer les ressources des épargnants vers les utilisateurs à des fins de production et à répartir le risque entre les agents plus disposés et aptes à l'assumer. À cet égard, le meilleur système est celui qui remplit ces fonctions de façon efficiente, en étant le moins sujet aux perturbations et aux blocages.

Le principal avantage de l'intermédiation de bilan est qu'elle est mieux à même d'éviter les problèmes d'information et de motivation, grâce à un

Rôles complémentaires de l'intermédiation de bilan et de marché

Les opérations de bilan atténuent les problèmes d'information et de motivation ...

système interne de surveillance et à un réseau de relations diversifiées et durables. Toutefois, puisque ce sont généralement les intermédiaires qui assument sur leurs livres le risque de crédit qui en résulte, leurs possibilités de diversification sont limitées par la taille du bilan et par les coûts fixes des relations permettant la collecte d'une grande quantité de données.

... mais l'intermédiation de marché permet une diversification plus large

L'intermédiation de marché permet en revanche une meilleure dispersion des risques dans le système, pour autant que les portefeuilles des investisseurs finals soient bien diversifiés. Cette diversification s'appuie sur deux éléments : d'une part, des informations publiquement disponibles, utilisables par tous les investisseurs pour évaluer les risques et rendements respectifs des placements ; d'autre part, de faibles coûts de transaction, qui facilitent les ajustements de portefeuille en fonction de nouvelles données sur les entreprises. En conséquence, l'efficacité d'un système de marché repose sur deux éléments fondamentaux : négociabilité des titres ; réglementation de la communication financière et du traitement de l'information.

Alternative utile en période de tensions

La capacité d'alterner avec souplesse les deux modes d'intermédiation constitue une caractéristique souhaitable de tout système financier, car elle assure une plus grande solidité. En d'autres termes, ces deux modes représentent une forme de diversification à l'échelle du système, puisque des perturbations affectant l'un peuvent être atténuées en faisant davantage appel à l'autre. En outre, dans la mesure où les conglomérats financiers assurent à la fois l'octroi direct de crédit et les activités de placement et de tenue de marché, ils peuvent compter sur des flux de recettes plus réguliers que ceux des institutions spécialisées.

La consolidation peut réduire le choix entre les modes d'intermédiation ...

Cependant, les avantages économiques manifestes procurés par ce double mode d'intermédiation peuvent être amoindris par la consolidation au sein des grandes sociétés financières. Certes, chacune isolément, en ayant accès à une gamme élargie de fonctions et de produits, peut opérer sur plusieurs marchés et se diversifier, ce qui peut accroître sa rentabilité et réduire ses risques. Dans une perspective de stabilité systémique, toutefois, les plus gros conglomérats peuvent faire naître de nouveaux risques. Puisque les mêmes établissements s'engagent de manière croissante dans les deux modes d'intermédiation, leur base de fonds propres sert à étayer à la fois les opérations de bilan, les services de placement et la tenue de marché (tableau VII.6). Les pertes subies dans un compartiment pourraient alors peser sur l'établissement tout entier et avoir des répercussions sur ses autres activités.

... car ils s'appuient sur les mêmes fonds propres ...

Par voie de conséquence, un choc suffisamment puissant pourrait affecter un ou plusieurs conglomérats financiers complexes et, par là, perturber le fonctionnement des deux modes d'intermédiation. Le risque de contagion peut avoir augmenté, du fait que la consolidation s'est accompagnée d'une concentration notable des opérations sur les plus grands établissements. Un risque connexe tient au fait que, à mesure que les conglomérats diversifient leurs activités, le secteur financier dans son ensemble tend à s'uniformiser, puisque les profils de risque des principaux acteurs finissent par se ressembler. D'un côté, la diversification accrue des établissements peut renforcer la résistance du système financier à des chocs d'importance faible

... et les profils de risque des établissements finissent par se ressembler

Concentration par type d'activité				
En %				
Cinq premiers établissements par type d'activité ci-dessous	Part de ces cinq intervenants <sup>1</sup> dans :			
	Placement d'obligations internationales	Placement d'actions internationales	Montage de crédits consortiaux	Transactions sur dérivés
Placement d'obligations				
1991-93	36,5	42,2	7,4 <sup>2</sup>	...
1994-96	36,1	43,1	25,1	14,9
1997-99	40,9	43,7	23,6	19,2
2000-02	42,5	38,9	19,8	24,2
Placement d'actions				
1991-93	29,8	60,4	7,7 <sup>2</sup>	...
1994-96	33,0	54,2	6,5	8,8
1997-99	38,5	53,0	7,1	12,7
2000-02	38,3	56,2	12,7	13,5
Montage de crédits consortiaux (chefs de file)				
1993	20,3	20,5	50,0	...
1994-96	17,1	17,3	54,4	20,7
1997-99	13,9	8,6	49,9	26,6
2000-02	26,6	14,7	41,9	38,7
Négoce de dérivés				
1994-96	11,8	8,3	40,0	33,0
1997-99	20,4	14,3	35,5	38,7
2000-01	23,8	16,5	39,0	49,7

<sup>1</sup> Part (en %) du volume total dans chaque type d'activité (colonnes) correspondant aux cinq premiers établissements par type d'activité (lignes). Par exemple, en 1991-93, les cinq premiers opérateurs pour le placement d'obligations s'adjudgeaient 36,5 % du volume total de ce marché et 42,2 % du volume total des actions internationales émises. <sup>2</sup> 1993 uniquement.

Sources : Dealogic ; Dealogic Loanware ; Swaps Monitor ; calculs BRI. Tableau VII.6

ou moyenne ; de l'autre, le manque de différenciation à l'échelle du système signifie qu'un choc plus important pourrait affecter simultanément tous les grands acteurs financiers d'une économie et engendrer des problèmes macroéconomiques. Il faut convenir que la mondialisation peut atténuer ce risque, car, si les établissements d'un pays sont en difficulté, leurs concurrents étrangers peuvent se substituer à eux.

Un autre coût économique associé à ces grands conglomérats dont les activités chevauchent les deux modes d'intermédiation réside dans la possibilité de conflits d'intérêts. L'exploitation de synergies dans la production de services financiers diversifiés peut créer des situations où les prestations d'un établissement seraient bénéfiques à certains clients, ou à l'établissement lui-même, au détriment des autres. Deux exemples illustrent ces objectifs conflictuels : souscription et placement de titres en faveur d'entreprises avec lesquelles les services commerciaux entretiennent des relations de crédit ; production, par un établissement, d'analyses financières sur des titres dont il assure le placement. L'expérience récente confirme que, dans de telles

Les conflits d'intérêts ...

... peuvent nuire à l'efficacité financière

circonstances, les pratiques suivies par les établissements peuvent réduire la capacité du système à traiter et analyser l'information. Cela a pu entraîner des distorsions dans le mécanisme de détermination des prix, qui ont compromis l'efficacité de l'allocation des ressources dans le système financier.

Pour les autorités de surveillance des marchés financiers, les établissements complexes associant les deux modes d'intermédiation posent trois défis. Premièrement, dans une perspective microprudentielle, leurs activités amènent à remettre en cause le cadre traditionnel de gestion des risques et, partant, la réglementation correspondante, qui sont bâtis sur la spécialisation des fonctions. Si un établissement élargit sa gamme d'activités, il est nécessaire d'adopter un dispositif de gestion du risque plus souple et plus général, suivant une approche globale. La participation des compagnies d'assurances au marché des dérivés de crédit comme vendeurs de protection illustre cet aspect, puisque ces instruments recouvrent des activités d'investissement et de placement de titres qui relèvent normalement d'une gestion distincte.

Deuxièmement, dans une perspective macroprudentielle, ces établissements complexes intensifient le risque qu'une concentration excessive pourrait faire peser sur la stabilité financière systémique. Comme cela a été montré, des tensions au sein d'un établissement peuvent se propager plus facilement à ses contreparties, lesquelles seraient d'ailleurs vraisemblablement exposées à des risques similaires, de sorte que plusieurs établissements seraient alors en proie simultanément à des difficultés. Pour cette raison, les régimes prudentiels et réglementaires doivent être adaptés à la nature spécifique des risques encourus par ces conglomérats complexes et aux coûts macroéconomiques pouvant résulter de tensions au sein de ces établissements.

Enfin, la probabilité accrue qu'un choc important soit préjudiciable à de nombreuses institutions en même temps doit être prise en compte par les pouvoirs publics pour savoir comment ils doivent réagir à un tel choc. Si les tensions sont concentrées sur un petit groupe d'intervenants, une action ciblée peut être efficace. Si elles sont généralisées, au contraire, une telle approche ne serait peut-être pas réalisable. Ainsi, les pouvoirs publics peuvent avoir à utiliser des outils plus généraux et nécessairement moins précis, baisse des taux d'intérêt, par exemple.