

## VII. Système financier : analyse sectorielle

### Faits marquants

Le système financier dans le monde industrialisé s'est indiscutablement renforcé pendant la période analysée. Les banques commerciales ont bien résisté au récent ralentissement conjoncturel et affiché des bénéfices en hausse, à la faveur d'un recul des pertes sur prêts. L'amélioration constatée dans les pays où le secteur bancaire avait été récemment fragilisé est en partie due à des mesures vigoureuses d'assainissement et à un contexte macroéconomique plus porteur. Parallèlement, la situation financière des compagnies d'assurances s'est quelque peu rétablie, grâce à l'orientation favorable des marchés des actifs.

Si le raffermissement de la reprise a contribué à ces résultats, certains facteurs structurels ont continué à jouer un rôle majeur. Des efforts de rationalisation, de consolidation et d'informatisation se sont traduits par des gains en efficacité et en coûts. De plus, la titrisation et le transfert, en prenant de l'ampleur, ont permis une répartition plus large des risques au sein du système financier, ce qui a renforcé sa capacité à résister aux chocs.

Les intervenants sont sortis relativement indemnes du récent ralentissement, mais il convient de s'interroger sur la justesse de leurs anticipations concernant le cycle conjoncturel. Dans leur quête de rentabilité, certains établissements pourraient s'être appuyés sur des hypothèses fragiles de croissance et de niveau des taux d'intérêt.

### Résultats

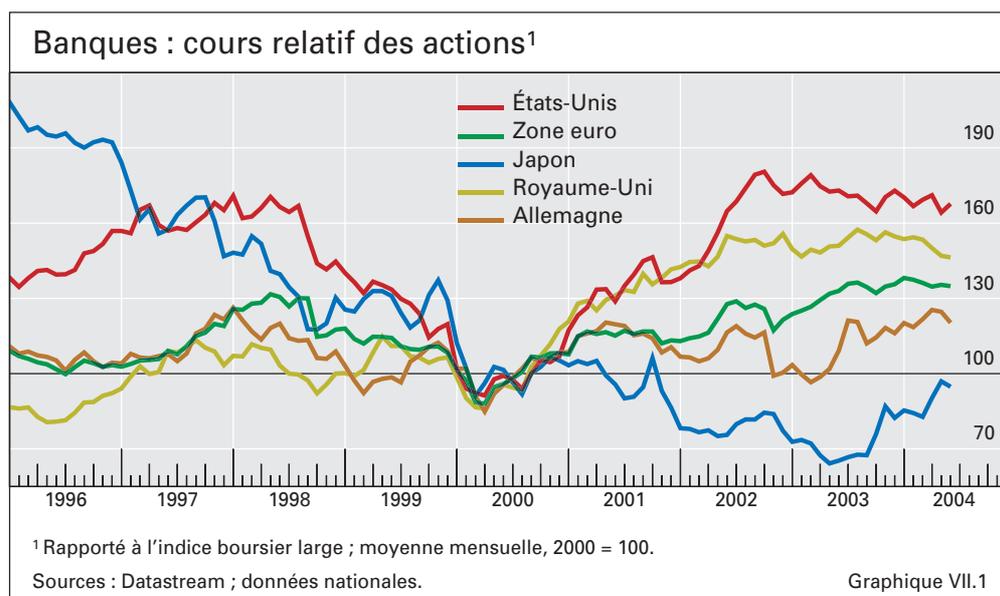
Amélioration  
des résultats dans  
un contexte de  
reprise économique

L'amélioration de la conjoncture a permis aux divers compartiments du système financier dans les pays industrialisés d'enregistrer de bons résultats. Les signes d'une reprise générale se multipliant, les bénéfices des entreprises se sont stabilisés, l'incertitude a diminué et les prix des actifs sont remontés (chapitre VI). La rentabilité des banques commerciales, y compris dans les pays où ce secteur avait été fragilisé, s'en est trouvée confortée (graphique VII.1). L'évolution favorable des marchés des actifs a en outre gonflé les bénéfices des banques d'affaires et permis aux compagnies d'assurances d'assainir leur bilan.

#### *Banques commerciales*

Des bénéfices  
accrus pour  
les banques  
américaines et  
européennes...

Le recul des taux de défaut, l'amélioration des résultats des investissements et la maîtrise des coûts ont contribué à accroître les bénéfices des banques commerciales de part et d'autre de l'Atlantique. En général, une politique d'octroi de crédits plus prudente qu'au début des années 90 a facilité la baisse des provisions pour créances douteuses et accru la rentabilité.



Les banques commerciales ont ainsi montré qu'elles savaient adapter rapidement leur champ d'activités à une compression des recettes. Un premier défi a été la faiblesse persistante de la demande de crédit des entreprises, surtout aux États-Unis ; malgré l'amélioration de la qualité de leur signature, les entreprises ont continué de privilégier l'assainissement des comptes et la rationalisation des activités plutôt que l'accroissement des capacités de production (chapitres II et VI). En réaction, les banques américaines ont mis l'accent sur les commissions, à la faveur du dynamisme de la dépense des ménages et du refinancement hypothécaire. Les

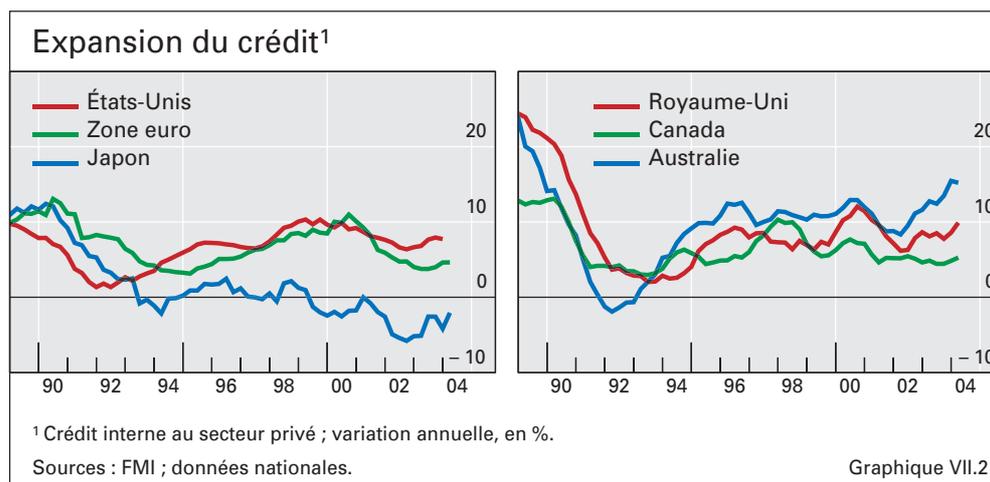
...malgré la faible hausse des prêts aux entreprises...

**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		
	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003	2001	2002	2003
États-Unis (11)	1,52	1,71	2,04	0,69	0,69	0,44	3,11	3,11	2,99	4,03	3,54	3,41
Canada (5)	0,91	0,61	1,00	0,41	0,58	0,23	1,96	2,07	1,99	2,84	2,75	2,78
Japon (11)	-0,69	-0,45	0,07	1,15	0,64	0,20	1,01	1,00	0,55	1,01	1,01	0,80
Australie (4)	1,47	1,49	1,49	0,27	0,26	0,21	2,22	2,16	2,13	2,15	2,04	2,30
Royaume-Uni (5)	1,24	1,08	1,22	0,32	0,36	0,32	2,04	1,96	1,82	2,38	2,24	2,12
Suisse (2)	0,41	0,06	0,63	0,10	0,14	0,03	0,68	0,84	0,88	2,83	2,40	2,03
Suède (4)	0,83	0,69	0,77	0,10	0,09	0,10	1,50	1,48	1,44	1,53	1,44	1,37
Autriche (2)	0,44	0,46	0,53	0,39	0,39	0,36	1,66	1,80	1,72	1,76	1,92	1,85
Allemagne (4)	0,14	0,05	-0,20	0,24	0,39	0,28	0,90	0,82	0,79	1,77	1,68	1,66
France (3)	0,67	0,46	0,58	0,16	0,17	0,18	0,65	0,75	0,91	1,50	1,48	1,55
Italie (5)	0,90	0,53	0,81	0,53	0,63	0,51	2,21	2,25	2,05	2,42	2,44	2,52
Pays-Bas (3)	0,62	0,46	0,65	0,20	0,26	0,20	1,57	1,62	1,63	2,08	1,95	1,86
Espagne (3)	1,20	1,05	1,27	0,56	0,55	0,44	2,92	2,72	2,38	2,61	2,37	2,12

<sup>1</sup> Entre parenthèses : nombre de banques de l'échantillon. Australie, Canada et Japon : données établies par exercice financier.  
Source : Fitch Ratings.

Tableau VII.1



établissements de crédit européens se sont également tournés vers le crédit à la consommation, qui a représenté 70 % de leurs recettes en 2003. La vive expansion des marchés hypothécaires, où les coûts de financement étaient relativement bas par rapport aux recettes, a permis aux banques européennes de conforter leurs fonds propres. Ce segment s'est avéré particulièrement lucratif en Espagne et au Royaume-Uni.

...et des primes de risque

Un second défi, la réduction des marges d'intérêt, due au bas niveau des taux directeurs et au resserrement des primes de risque, a suscité des tensions en Europe, où ces marges représentent plus de la moitié des recettes des banques (tableau VII.1). En Espagne, où les banques sont confrontées à une vive concurrence d'intervenants non bancaires, et en Italie, où le secteur bancaire est très fragmenté, les marges ont subi des pressions à la baisse, mais les recettes tirées de la gestion d'actifs ont augmenté. En France, les résultats – traditionnellement moins dépendants des marges – ont bénéficié de la réduction des taux réglementés sur les dépôts. Parmi les pays industrialisés, c'est aux États-Unis que la marge d'intérêt a été la plus élevée, même si elle est restée à un plancher historique, ce qui a toutefois été compensé par l'accroissement des commissions.

Les banques allemandes ont dû faire face à des difficultés

Les banques allemandes ont constitué la principale exception au dynamisme du secteur bancaire en Europe. Une très vive concurrence, jointe au rôle réduit joué par la discipline de marché dans la gestion des risques, a continué de peser sur les résultats. Le ralentissement économique a ramené les bénéfices des banques au niveau le plus bas de toute l'Europe industrialisée. Selon certaines analyses, 9,5 % du total des prêts bancaires représenteraient des créances douteuses, héritées de stratégies de croissance par prise de risque. Dans un tel contexte, et en prévision de la suppression de la garantie explicite de l'État en 2005, certaines agences de notation ont annoncé un déclassement possible des banques publiques sur la base de leur qualité propre.

Néanmoins, la situation en Allemagne présente quelques signes encourageants, grâce notamment aux initiatives des grands établissements privés. Début 2003, la titrisation de leurs prêts aux meilleures signatures a amélioré leur liquidité. Par la suite, la restructuration des créances douteuses

– en vue de leur cession à des investisseurs internationaux – a permis d’accroître leurs ratios de fonds propres.

### Le système bancaire japonais

En 2003, la situation des banques japonaises s’est nettement améliorée, malgré des faiblesses chroniques. Pour la première fois en onze ans, les résultats d’exploitation des grandes banques ont été supérieurs à leurs coûts de financement, sous l’effet combiné de la reprise de l’activité, d’un recul des prêts improductifs et de la forte progression du marché des actions.

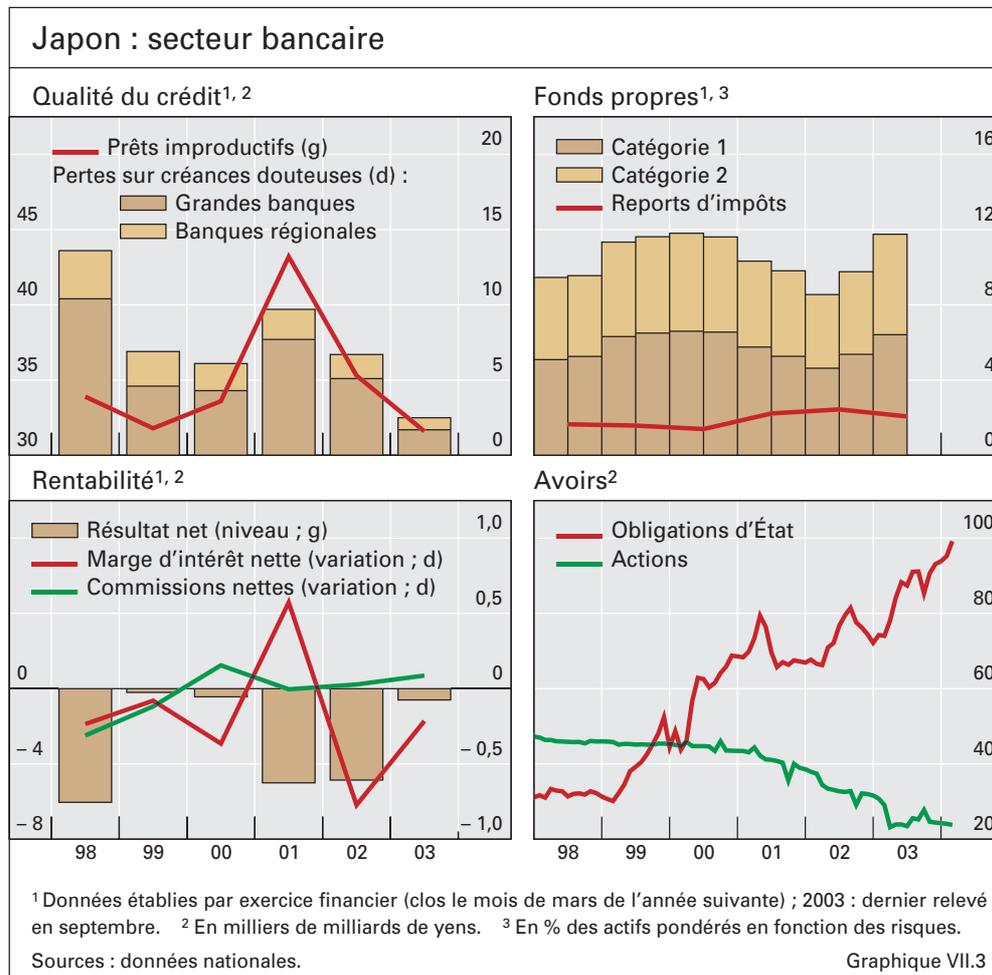
Les banques japonaises ont renoué avec les bénéfices...

Le poids des prêts improductifs dont pâtit le système bancaire japonais depuis une décennie s’est enfin allégé durant la période analysée. Les grandes banques les ont réduits de quelque ¥13 200 milliards au cours des deux dernières années pour satisfaire l’objectif de l’autorité de contrôle visant à diminuer leur ratio de moitié d’ici fin mars 2005. En revanche, les progrès ont été beaucoup plus lents dans les banques régionales, qui ont seulement ramené ces actifs de ¥14 800 milliards à ¥13 900 milliards entre mars 2002 et septembre 2003 (graphique VII.3).

...réduit leurs créances douteuses...

Le rebond du marché des actions est venu de manière inattendue faciliter ce processus, en interrompant les ventes d’actifs que les grandes banques avaient dû effectuer les années précédentes pour répondre aux exigences

...et profité de la reprise du marché des actions



réglementaires. Les plus-values sur actions contrebalançant largement leurs pertes sur l'obligataire, les banques ont affiché des gains d'évaluation nets pour la première fois depuis l'introduction de la comptabilisation en valeur de marché, en avril 2001. Comme leurs portefeuilles d'actions ne sont plus que légèrement supérieurs à leurs fonds propres de catégorie 1, les grandes banques apparaissent désormais en meilleure posture face aux fluctuations des cours.

Les marges sont toutefois restées faibles...

Cependant, des risques persistent. L'amélioration conjoncturelle a probablement réduit la vulnérabilité des banques, mais elle n'a eu qu'un effet limité sur leur marge d'intérêt, qui demeure beaucoup plus faible que dans les autres pays industrialisés. Certes, la contrainte du seuil zéro, dans un environnement déflationniste, pèse sur les marges ; mais il convient de tenir compte aussi d'entraves structurelles, comme la concurrence du secteur public et des pratiques de tarification déconnectées des risques. Même si certaines banques semblent s'être attaquées au problème, on ne voit guère comment une telle démarche peut se généraliser sans peser sur l'offre de crédit aux entreprises.

...la qualité des fonds propres incertaine...

À propos de la qualité des fonds propres, il faut noter que les apports publics et les reports d'impôts représentent une part importante de la catégorie 1. Si les ratios de solvabilité, après avoir légèrement régressé pendant l'exercice clos en mars 2003, se sont fortement redressés dans la première moitié de l'exercice suivant, cette amélioration est due à une nette baisse des actifs pondérés.

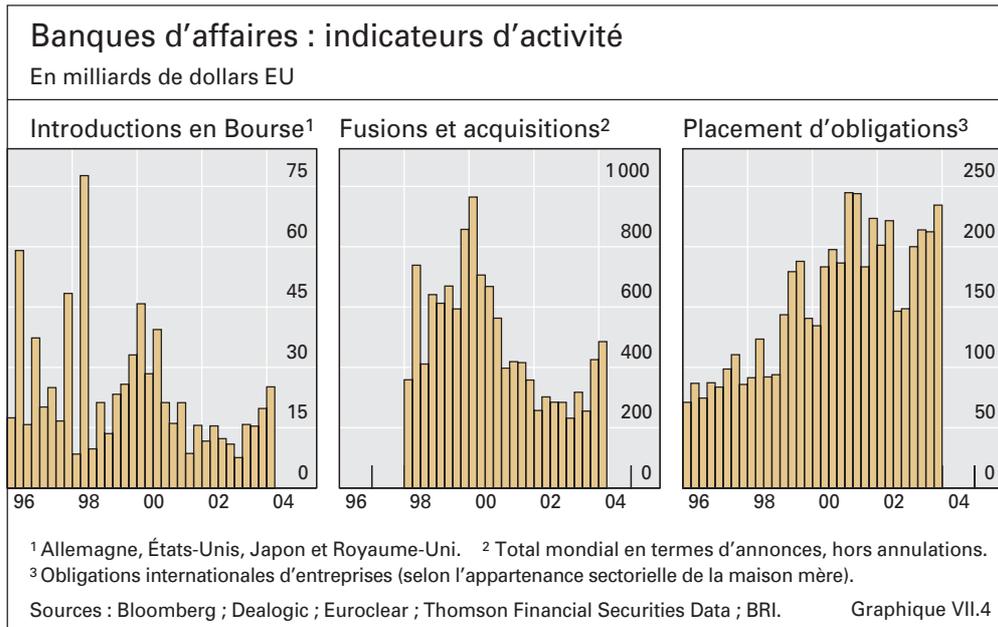
...et le rôle du secteur public difficile à cerner

Dans ce contexte, le rôle du gouvernement dans la restructuration des banques est délicat. D'un côté, les abondantes injections de fonds publics pour recapitaliser des banques en situation précaire ou en sauver d'autres en quasi-faillite ont fait craindre un relâchement de la volonté de réforme au sein du système bancaire. De l'autre, de récentes initiatives visant à éliminer progressivement plusieurs distorsions provoquées par les interventions des pouvoirs publics pourraient contribuer, à terme, à renforcer la concurrence. La constitution en société des services postaux japonais en 2003 et, à compter d'avril 2005, le plafonnement de la protection des dépôts ainsi que l'arrêt du rachat des créances douteuses par l'Industrial Revitalization Corporation en fournissent quelques illustrations.

### *Banques d'affaires*

Les banques d'affaires ont restauré leur rentabilité...

Grâce à l'orientation favorable des prix des actifs, les banques d'affaires d'un certain nombre de pays ont affiché de très bons résultats l'an dernier. La reprise des marchés boursiers et l'activité sur instruments hypothécaires ont gonflé les revenus, tirés surtout, les années précédentes, des opérations sur titres à revenu fixe. Néanmoins, comme les emprunteurs ont profité du bas niveau des taux d'intérêt et du resserrement des marges de crédit, l'activité sur le marché primaire des obligations s'est également intensifiée (graphique VII.4). D'autre part, la modeste reprise des fusions-acquisitions et des introductions en Bourse au second semestre, après trois ans de morosité, n'a que modérément contribué aux commissions sur services de conseil.



En renouant avec la rentabilité, les banques d'affaires ont mis fin à la compression des effectifs déclenchée par l'éclatement de la bulle des investissements et des marchés boursiers de la fin des années 90. Les stratégies de croissance se sont appuyées sur la reconstitution des équipes et un élargissement des domaines de compétence.

...et retrouvé le chemin de la croissance

### Compagnies d'assurances

Les compagnies d'assurances ont bénéficié en 2003 de facteurs macroéconomiques favorables, tout en continuant de pâtir de difficultés accumulées à leur passif. Si l'assurance vie reste confrontée à des problèmes de fonds propres, les autres secteurs, y compris la réassurance, ont en général abordé 2004 dans de meilleures conditions.

Des écarts entre...

Au cours de l'année écoulée, les compagnies d'assurance vie les plus solides ont pu équilibrer des engagements prudents avec des placements à revenu fixe peu volatils, tout en tirant parti du redressement des marchés boursiers. Ainsi s'explique le maintien de bons résultats en Espagne et en France. Aux États-Unis, où le portefeuille d'obligations représente 74 % de ses actifs, le secteur a particulièrement bénéficié de la baisse des défauts. Au niveau mondial, la pentification de la courbe des rendements a renforcé les bénéfices en creusant l'écart entre rendement des placements et taux garantis des polices. Une chute de la mortalité et un allègement des pressions sur les marges exercées par les rendements garantis ont favorisé la progression de l'indice sectoriel au Japon ; c'est le grand pays industrialisé où le secteur enregistre les meilleurs résultats par rapport à l'indice boursier large (graphique VII.5).

...l'assurance vie, qui pâtit des pertes antérieures...

Mais l'année a également mis en lumière des problèmes probablement plus tenaces dans le secteur de l'assurance vie. Aux États-Unis, le recul des produits traditionnels et le durcissement de la concurrence ont accru la volatilité des recettes et pesé sur les souscriptions. De graves difficultés sont

apparues en Allemagne et au Royaume-Uni, où de grandes compagnies se sont retrouvées en faillite du fait de polices trop généreuses qui les avaient conduites à rechercher des placements à risque.

...et doit faire face à de nouvelles réglementations,...

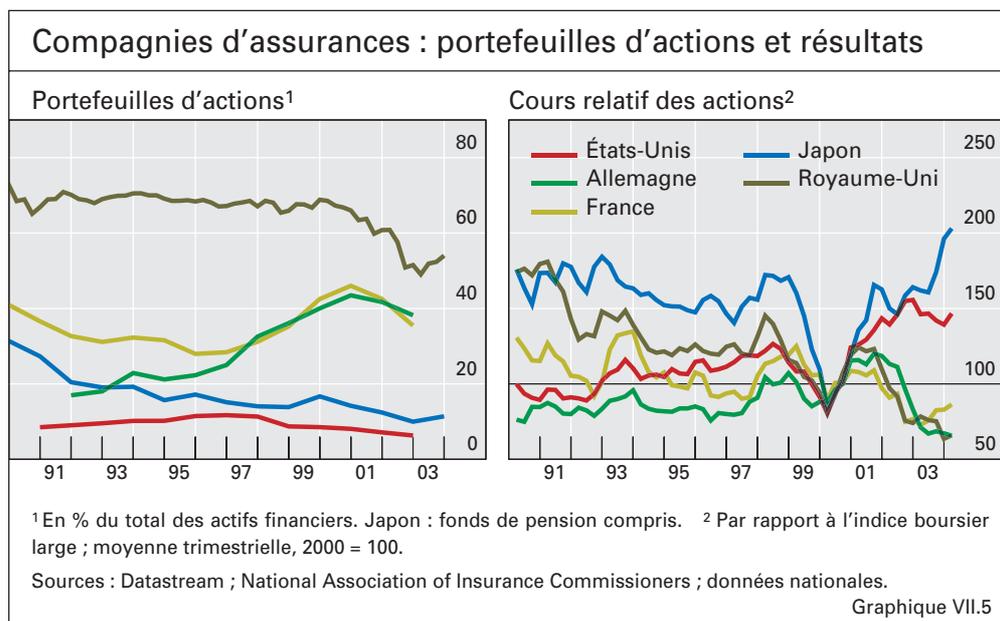
L'Union européenne propose d'introduire de nouvelles règles de communication financière et de solvabilité. Les normes comptables internationales qui seront appliquées visent à mieux refléter l'adéquation entre les rendements des placements et ceux garantis par les polices, mais elles risquent d'accroître la volatilité des bénéfices déclarés. En ce qui concerne la solvabilité, les nouvelles règles devraient relever le niveau de fonds propres dans de nombreux cas ; si ces exigences avaient été en place en 2003, l'assurance vie en Europe se serait trouvée avec une insuffisance de fonds propres estimée à €65 milliards, les assureurs allemands, britanniques et suédois étant les principaux concernés. Ce chiffre, qui représente un quart environ des fonds propres du secteur, est concentré sur un tiers des compagnies ; il a amené certains analystes à prévoir une redistribution notable des parts de marché en faveur des assureurs affichant des comptes solides et stables.

...et l'assurance non-vie, plus robuste

Une politique commerciale mesurée et une incidence relativement faible des catastrophes naturelles ont permis à l'assurance non-vie d'enregistrer de bons résultats. Grâce à leur approche prudente, les assureurs américains ont atténué leur sinistralité, malgré la hausse des coûts. Mais leur rentabilité a encore été grevée par des besoins accrus de réserves issus d'anciennes polices. Contrairement au secteur vie, les compagnies d'assurances non-vie européennes ont été assez bien protégées de la volatilité du marché des actions ; les volumes de primes ont crû plus vite que par le passé. Leurs homologues japonaises ont également enregistré une amélioration de leurs résultats à la faveur d'une forte augmentation des primes encaissées.

Les réassureurs ont amélioré leur situation

La hausse générale des cours en Bourse des réassureurs est surtout attribuable, en Europe et aux États-Unis, à une confiance accrue du marché



dans les compagnies qui ont énergiquement renforcé leur base de capitaux propres. Aux États-Unis, des réassureurs nouveaux ou récemment recapitalisés ont affiché des rendements sur fonds propres de 20 %. En Europe, les bénéficiaires se sont améliorés en 2003 grâce à la diminution des dotations aux réserves et à la pentification de la courbe des rendements, qui a accru la rentabilité nette des placements.

## Facteurs à l'origine des bons résultats

### Facteurs conjoncturels

Le système financier doit en grande partie ses résultats à la combinaison de facteurs conjoncturels, notamment l'accélération de la reprise et des politiques économiques – en particulier monétaires – accommodantes. Le bas niveau des taux d'intérêt a facilité les financements tout en limitant l'incidence, sur les résultats d'exploitation, des créances douteuses résultant de la phase de ralentissement. Le récent rebond des prix des actifs a, quant à lui, favorisé les résultats des banques d'affaires et l'assainissement des compagnies d'assurances. Le dynamisme dans l'immobilier d'habitation a, par ailleurs,

Le système financier a bénéficié de la reprise et du bas niveau des taux

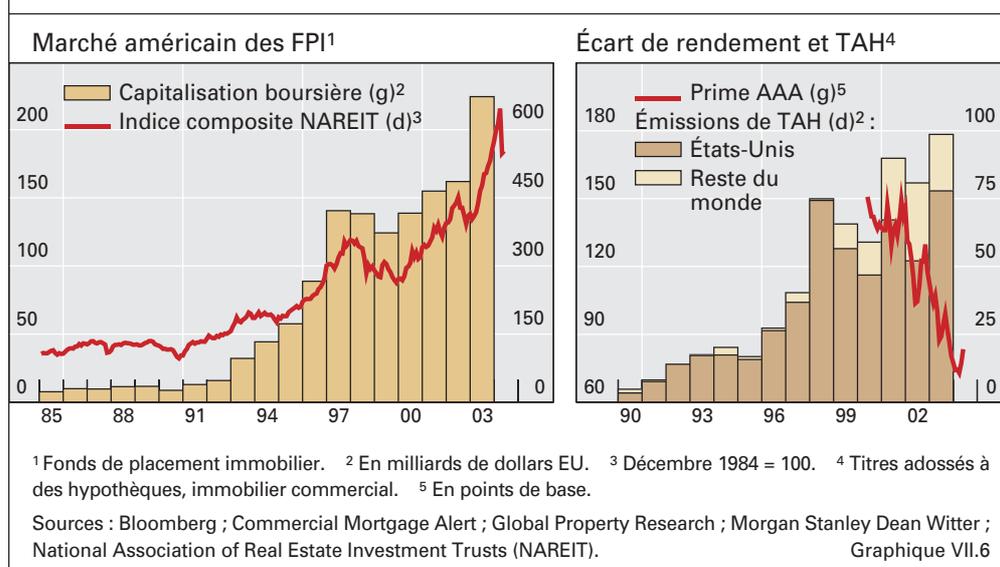
Prix de l'immobilier commercial <sup>1</sup>					
	1995–2002	2003	2003	Pour mémoire : bureaux vacants <sup>2</sup>	
	Variation nominale <sup>3</sup>		Niveau <sup>4</sup>	2002	2003
États-Unis	3,2	-2,5	35,4	15,6	16,7
Japon	-8,7	-10,2	34,5	8,0	8,5
Allemagne	4,1	-18,4	50,8	7,1	9,8
Royaume-Uni	2,8	-4,1	32,7	8,0	11,3
France	5,9	-3,4	60,7	5,9	6,0
Italie	11,6	-5,1	77,6	4,7	5,4
Canada	4,2	-2,7	47,9	13,7	15,6
Espagne	12,5	-10,9	42,3	4,8	7,7
Pays-Bas	7,5	-3,0	81,8	7,4	9,7
Australie	4,2	4,0	50,7	8,3	10,3
Suisse	0,2	-2,2	59,0	8,0	10,8
Belgique	4,0	10,9	84,4	8,8	9,5
Suède	4,9	-8,0	47,2	12,5	18,3
Norvège	6,8	-1,9	56,3	8,3	11,0
Danemark	7,2	-1,2	82,5	2,5 <sup>5</sup>	9,0
Finlande	4,2	-4,7	59,4	1,7 <sup>5</sup>	7,0
Irlande	15,5	0,2	83,5	18,4	17,5

<sup>1</sup> Australie, Belgique, Espagne et Italie : immeubles de qualité dans les grandes villes ; Japon : prix du terrain. <sup>2</sup> Espaces de bureau immédiatement disponibles (sous-locations comprises), en % du parc total. États-Unis et Suisse : ensemble du pays ; Allemagne, Australie, Espagne, France, Italie et Pays-Bas : moyenne des grandes villes ; autres pays : capitale. <sup>3</sup> Variation annuelle, en %. <sup>4</sup> Pic des prix, en termes réels = 100. <sup>5</sup> 2001.

Sources : Catella Property Consultants ; CB Richard Ellis ; Investment Property Databank Ltd ; Japan Real Estate Institute ; Jones Lang LaSalle ; National Council of Real Estate Fiduciaries ; Sadolin & Albæk ; Wüest & Partner ; données nationales.

Tableau VII.2

## Sociétés d'investissement en immobilier commercial



apporté aux banques des revenus non négligeables dans de nombreux pays ; dans l'immobilier commercial – source de difficultés majeures pour les banques dans le passé –, l'absence de dégradation des risques a soutenu les résultats.

Le recul des prix de l'immobilier commercial...

Certes, les prix de l'immobilier commercial ont fléchi dans presque tous les pays industrialisés en 2003, après une croissance modérée depuis 1995 (tableau VII.2). Ce recul, le plus souvent modeste, a toutefois dépassé 10 % en Allemagne, en Espagne et au Japon. En l'absence de reprise de l'emploi, la demande de bureaux (hors emplacements très recherchés) n'a pas redémarré, alors que, tirés par la consommation, les besoins du secteur de la distribution se sont intensifiés.

...n'a pas eu d'incidence sur les bénéfices des banques grâce à la titrisation

Mais cette contraction des prix de l'immobilier commercial demeure limitée, comparée au passé, et a donc peu affecté la rentabilité du secteur bancaire, en raison notamment de l'attitude de prudence générale vis-à-vis des promoteurs adoptée depuis l'effondrement du marché au début des années 90 – prudence qui a également contribué à prévenir une envolée des prix. Les marchés d'instruments liés au financement de l'immobilier commercial (titres adossés à des actifs, fonds de placement et autres instruments assortis d'un droit de propriété) ont continué de se développer, venant se substituer à l'intermédiation bancaire et contribuant à répartir les risques (graphique VII.6). Les prix de ces instruments ont été tirés vers le haut par l'intensification de la demande des investisseurs institutionnels recherchant des formules non conventionnelles plus rémunératrices.

### Facteurs structurels

Les bons résultats du système financier ont par ailleurs été soutenus par des facteurs structurels : restructuration à long terme dans le secteur bancaire, stratégies de développement de la banque de détail et rôle accru des marchés de transfert du risque.

## Restructuration dans le secteur bancaire

Les banques s'emploient depuis le début des années 90 à rationaliser la structure de leurs coûts internes et à améliorer l'efficacité de leurs activités, mais aussi à stabiliser leurs bénéfices en se diversifiant. D'où la vague de fusions-acquisitions durant la seconde moitié de la décennie, dans un processus de restructuration qui a aidé le système financier à résister au récent ralentissement.

La restructuration a rendu les banques plus résistantes

La maîtrise des coûts internes a surtout été obtenue par des compressions de personnel. L'informatisation et l'externalisation ont fait bénéficier les banques d'économies d'échelle et leur ont permis de se concentrer sur leurs métiers de base, intermédiation et distribution de produits financiers (tableau VII.3). Les banques nord-américaines ont amorcé le processus dès le début de la décennie 90, enregistrant de rapides progrès ; les établissements européens ne les ont vraiment suivies que récemment. Le mouvement a été lancé dans de nombreux pays par le désengagement de l'État, mais il a souvent été entravé par les rigidités des marchés du travail. Au Japon, après un démarrage très lent, la mise en œuvre des plans de rationalisation s'est accélérée.

Recherche générale de l'efficacité interne

La situation est moins claire en ce qui concerne la politique de réseaux (tableau VII.3). Si les nouvelles technologies semblent annoncer un report vers des canaux moins coûteux, les formules de banque à distance ont connu un succès mitigé. Le développement accru de la banque de détail (infra) a aussi transformé les agences en points de vente d'un nombre croissant de services financiers.

Secteur bancaire : restructuration <sup>1</sup>											
	Concentration <sup>2</sup>			Nombre de succursales <sup>3</sup>				Effectifs <sup>3</sup>			
	1990	1997	2003 <sup>4</sup>	1990	1997	2003 <sup>4</sup>	Écart <sup>5</sup>	1990	1997	2003 <sup>4</sup>	Écart <sup>5</sup>
États-Unis	13	21	24	72,8	77,3	84,8	0,0	1 911	1 847	2 129	0,0
Japon	42	39	42	24,7	25,4	22,7	-11,8	593	561	447	-27,8
Allemagne	17 <sup>6</sup>	17	22	43,3	47,1	38,2	-22,3	696	751	732	-3,5
France	52	38	45	25,7	25,5	26,2	0,0	399	386	384	-3,8
Royaume-Uni	49	47	41	19,0	14,3	12,9	-32,4	423	360	360	-15,0
Italie	24	25	27	17,7	25,6	29,9	0,0	324	343	341	-4,3
Canada	83	87	87	8,7	9,4	10,4	0,0	211	264	279	0,0
Espagne	38	47	55	35,2	37,6	39,4	0,0	252	242	239	-6,6
Australie	65	69	77	6,9	6,1	4,9	-31,2	357	308	344	-3,4
Pays-Bas	74	79	84	8,0	7,0	3,7	-54,1	123	120	140	-9,6
Belgique	48	57	83	8,3	7,4	5,6	-33,2	79	77	75	-5,6
Suède	70	90	90	3,3	2,5	2,0	-37,2	45	43	42	-7,7
Autriche	35	44	44	4,5	4,7	4,4	-6,2	75	75	75	-2,4
Suisse	54	73	80	4,2	3,3	2,7	-35,9	120	107	100	-16,8
Norvège	68	59	60	1,8	1,6	1,2	-32,9	31	24	22	-22,4
Finlande	65	77	79	3,3	1,7	1,6	-55,8	50	30	27	-49,3

<sup>1</sup> Établissements collecteurs de dépôts, comprenant généralement banques commerciales, caisses d'épargne et diverses catégories de banques mutuelles et coopératives. <sup>2</sup> Actif des cinq premières banques, en % de l'actif de l'ensemble des banques. <sup>3</sup> En milliers. <sup>4</sup> Allemagne, Belgique, France, Italie, Japon, Royaume-Uni et Suède : 2002. <sup>5</sup> Variation, en %, entre le pic (depuis 1990) et l'observation la plus récente ; 0,0 indique que le pic s'est produit en 2003 (France et Italie : en 2002). <sup>6</sup> 1995.

Sources : associations bancaires nationales ; données nationales.

Tableau VII.3

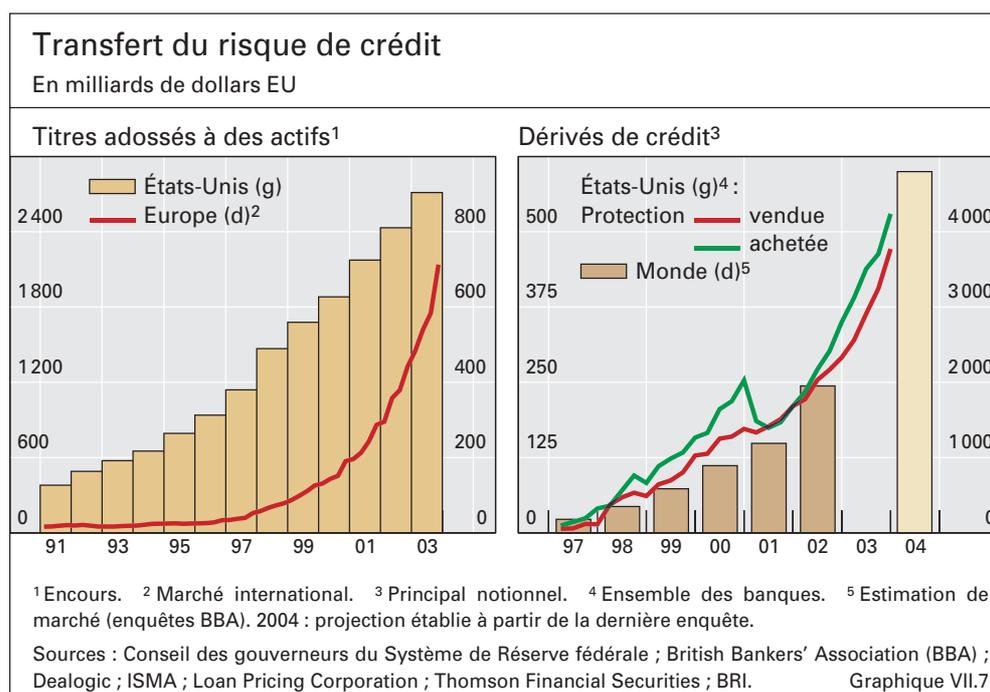
Ralentissement des consolidations

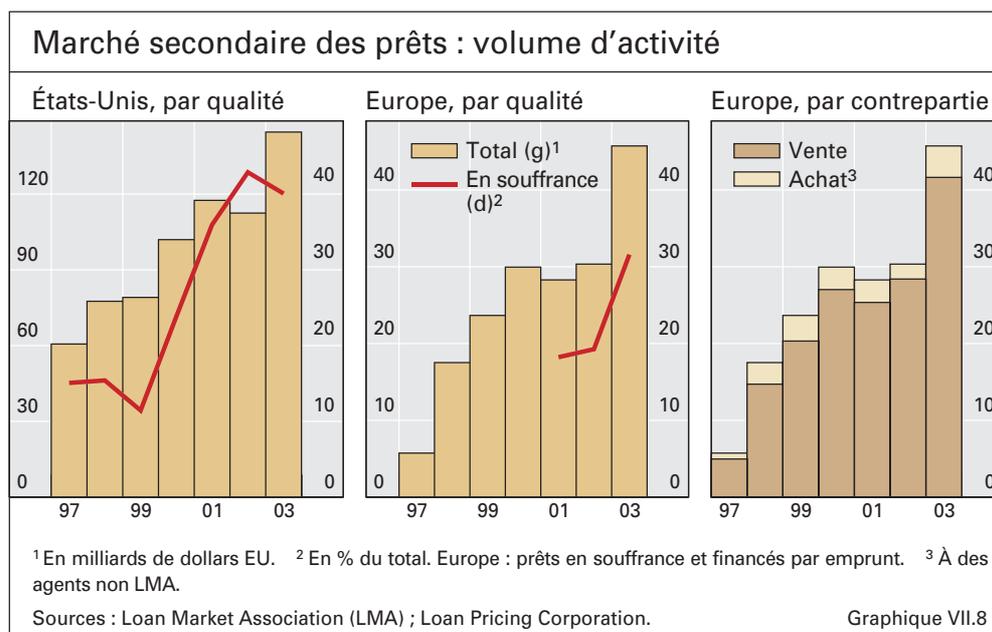
La consolidation demeure une option stratégique pour les banques, malgré le ralentissement très marqué des fusions par rapport à la fin des années 90 – comme en témoignent les deux grandes opérations dont sont issues l'année dernière les deuxième et troisième organisations bancaires des États-Unis. Les consolidations se sont également poursuivies à l'échelon local et régional, avec la suppression des dispositifs institutionnels qui étaient à l'origine du cloisonnement du système bancaire américain. En Europe, elles ont continué, à un rythme toutefois plus lent, mais les opérations transfrontières demeurent exceptionnelles. Les difficultés auxquelles se heurte d'ailleurs la création d'un marché bancaire paneuropéen ont poussé certaines banques à limiter leurs prises de participations hors frontières, auparavant perçues comme un prélude à des opérations plus amples, pour se renforcer sur leur marché national.

### Stratégies de développement de la banque de détail

Expansion de l'activité de détail

La forte demande de crédit à la consommation est venue à point nommé apporter de nouveaux revenus à des établissements confrontés à une atonie de la demande des entreprises et à une compression des marges d'intérêt. Du coup, les banques de nombreux pays se sont tournées vers les services aux particuliers : crédits hypothécaires et par cartes de crédit, financements d'automobiles et découverts, pour ne citer que quelques produits très porteurs. D'autres services aux ménages sont devenus sources majeures de commissions, comme la vente de produits financiers d'autres institutions et le courtage. Cette tendance va être renforcée par le nouveau dispositif d'adéquation des fonds propres, qui reconnaîtra le caractère moins risqué des expositions dans les activités de détail et les prêts à la consommation, car plus diversifiées que les crédits aux entreprises.





Les commissions permettent de lisser le caractère cyclique des résultats, surtout pour les banques qui sont parvenues à se faire un nom et à préserver leur part de marché. On a pu l'observer lors de la récente détérioration des marges d'intérêt : c'est là où elle a été la plus marquée, sous l'effet de la concurrence, que les établissements se sont davantage tournés vers cette source de revenus. D'autant plus que la demande des consommateurs semble moins sensible aux commissions, peut-être parce que leur tarification est plus opaque que celle des taux d'intérêt et rend les comparaisons plus difficiles pour la clientèle.

#### Marchés de transfert du risque de crédit

Le rapide développement des marchés de transfert du risque entre établissements et investisseurs, ces dernières années, a permis au système financier de mieux absorber les pertes et a renforcé son efficacité.

L'expansion de la titrisation des crédits bancaires a été nourrie par la demande des investisseurs institutionnels et les progrès des techniques financières, de l'informatique et de la communication (graphique VII.7). Le marché hypothécaire titrisé a pris un essor très vigoureux aux États-Unis, grâce au dynamisme du marché sous-jacent et à l'accroissement de la liquidité. En Europe, les titres adossés à des actifs ont bénéficié de l'avènement de la monnaie unique et des améliorations apportées aux cadres juridiques et à l'infrastructure de négoce.

Un marché secondaire des crédits consortiaux se développe aussi depuis plusieurs années. Aux États-Unis, où il est le plus étoffé, l'activité a progressé d'un quart en 2003 (graphique VII.8). En Europe, elle a bondi de plus de 50 %. Les créances douteuses continuent de représenter une forte proportion des transactions aux États-Unis et prennent une part croissante en Europe – conséquence en partie de l'augmentation du nombre de sociétés en difficulté, mais également de l'engouement des investisseurs et

L'expansion de la titrisation...

...et le développement des marchés secondaires des crédits...

de la capacité du marché à absorber une proportion accrue de prêts en décote.

...ont attiré de nouveaux intervenants

La diversification des investisseurs sur ce marché a beaucoup favorisé la redistribution des risques au sein du système financier. Aux États-Unis, la part des banques dans les crédits consortiaux intérieurs a progressivement diminué ces dernières années, les établissements non bancaires et les non-résidents dominant le secteur plus spécifique des créances douteuses.

Une évolution semblable est observable pour les dérivés de crédit. Ici, les organismes non bancaires (compagnies d'assurances et fonds spéculatifs surtout) sont majoritairement vendeurs nets de protection. En outre, les établissements bancaires de petite taille et à dimension plus régionale ont utilisé les dérivés de crédit pour se diversifier, en accroissant leur exposition envers les signatures étrangères.

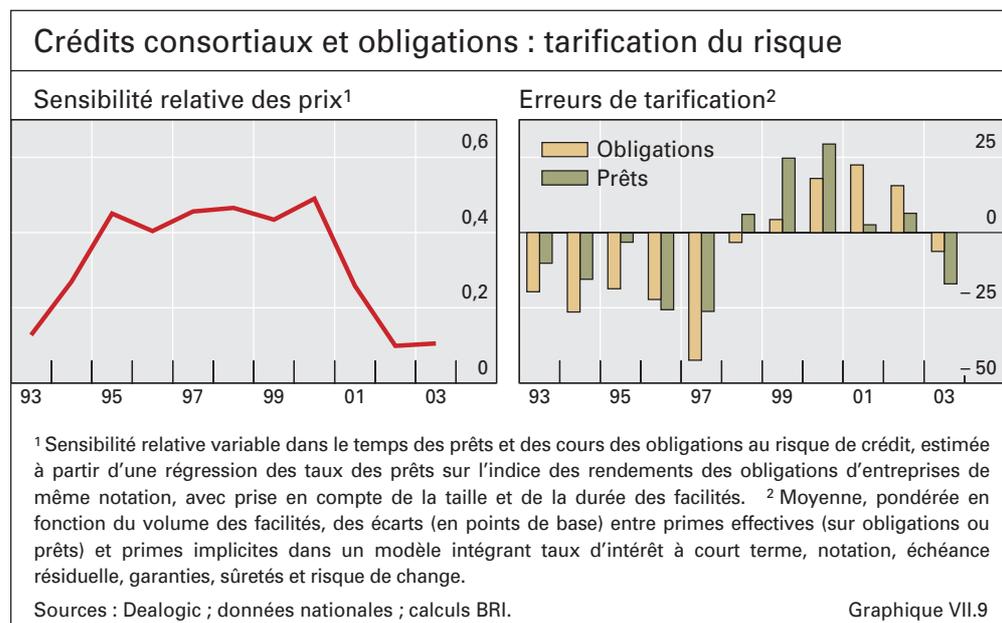
### Plus grande propension au risque

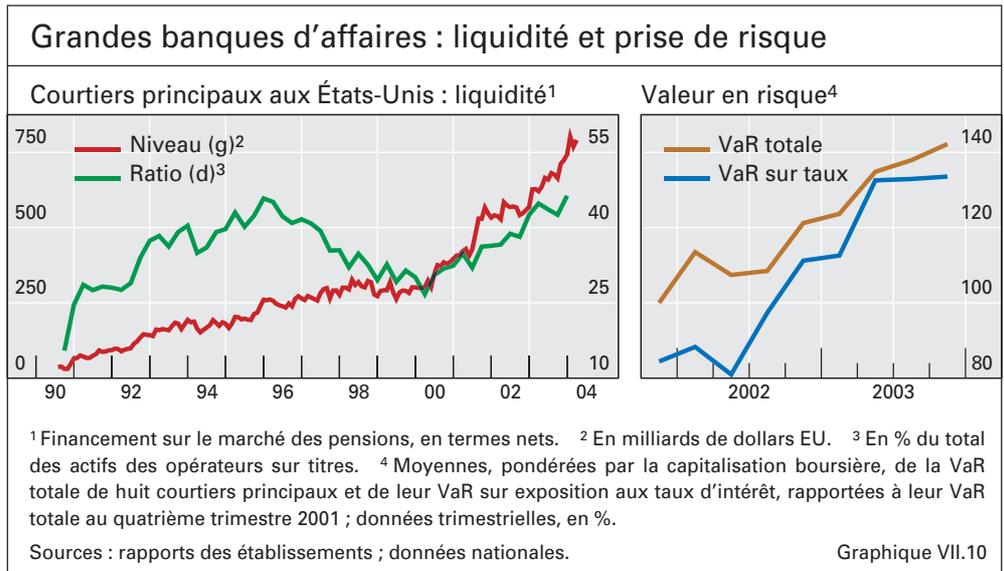
Les banques ont pris davantage de risques...

De bons résultats et des anticipations de plus en plus optimistes ont encouragé la prise de risque au sein d'un système financier sorti relativement indemne du récent ralentissement économique. À ces facteurs, il convient sans doute d'ajouter les niveaux élevés de capitalisation, l'intensification de la concurrence, l'abondance de liquidité et le bas niveau des taux d'intérêt. Si ce comportement se reflète dans les tarifications et les stratégies (négoce pour compte propre, par exemple), la vulnérabilité du système face à des évolutions imprévues du côté de la conjoncture ou des taux d'intérêt pourrait s'en trouver accrue.

#### *Goût du risque : les symptômes*

Cette plus grande propension au risque est manifeste dans la tarification des obligations et, plus encore, des prêts consortiaux. Les rendements observés y





sont nettement inférieurs à ce que suggèrent les corrélations de longue période entre niveau des taux et risque de crédit. Si la tarification du risque est devenue plus agressive simultanément sur les deux marchés ces deux dernières années (chapitre VI), les marges paraissent s'être resserrées relativement plus vite pour les prêts consortiaux (graphique VII.9, cadre de droite). Cette baisse n'est pas sans rappeler celle qui s'est produite vers la fin de la précédente phase de taux bas (1993–95), mais elle est moins marquée que lors des deux années d'avant la crise en Asie. La contraction plus récente des marges a suivi une phase de raffermissement (fin des années 90) résultant de la demande de fonds. Une comparaison de la tarification accordée aux emprunteurs de même rang sur les deux marchés révèle que les rendements des prêts ont été moins sensibles au risque de crédit que ceux des obligations (graphique VII.9, cadre de gauche). La convergence des conditions de financement observée dans les années 90 n'aura toutefois pas duré, les marchés des prêts consortiaux semblant bien moins sélectifs depuis 2001.

...comme en témoignent la tarification des crédits...

Autre symptôme de ce goût du risque : les banques d'affaires ont intensifié leurs activités pour compte propre. De fait, l'essentiel de l'accroissement global de l'exposition au risque de marché (valeur en risque – ou VaR – constatée en 2003 sur l'ensemble de la branche) est imputable au risque de taux (graphique VII.10). Certes, la volatilité élevée des marchés obligataires au cours de l'été dernier y a beaucoup contribué, mais la montée de la VaR au troisième trimestre s'est avérée plus que temporaire puisque, fin 2003, elle dépassait toujours de 20 % son niveau de fin 2002.

...et l'essor du négoce pour compte propre

Par ailleurs, le système financier a continué d'accroître son exposition (directe ou indirecte) envers les fonds spéculatifs. Avec la forte progression de ce secteur, les grandes banques se sont disputé l'activité très lucrative de courtage, certaines revenant sur ce compartiment qu'elles avaient délaissé depuis quelques années. Les banques auraient placé d'importants capitaux auprès de fonds à revenu fixe dans le cadre de l'expansion du négoce pour compte propre. Avec ces apports, combinés à l'intérêt croissant des

investisseurs institutionnels (fonds de pension, par exemple), les fonds spéculatifs sont devenus des intervenants de premier plan sur le marché du risque entreprises.

*Facteurs à l'origine de la plus grande propension au risque*

Prise de risque favorisée par l'accumulation de fonds propres...

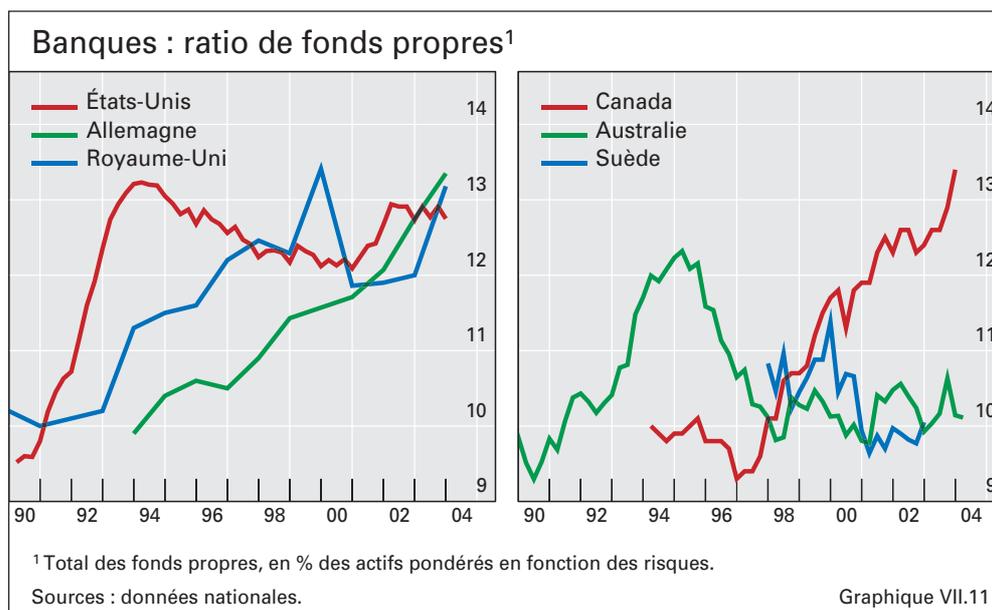
Divers facteurs d'ordre conjoncturel semblent avoir incité les banques à prendre davantage de risques, au premier rang desquels l'accumulation de fonds propres, grâce aux bons résultats passés et à la reprise économique (graphique VII.11). La faiblesse des rendements tirés de certaines activités plus traditionnelles les a peut-être aussi poussées à accroître leur prise de risque, comme a pu le faire le recul des commissions liées aux services de conseil aux entreprises.

...l'intensification de la concurrence...

Parallèlement, la concurrence est devenue plus âpre dans l'intermédiation bancaire traditionnelle. La demande de crédit des entreprises a été faible en raison du ralentissement des investissements et des fusions-acquisitions ainsi que de la multiplication des prêts consortiaux montés directement par les emprunteurs. La concurrence tarifaire entre prêteurs s'est avivée, même en l'absence de perspectives de commissions ultérieures dans le cadre de conseil en fusion ou de placement de titres, par exemple. Le rétrécissement des marges sur les marchés des obligations et du crédit (graphique VII.9) est révélateur de cette quête de débouchés.

...et l'abondance de liquidité

Enfin, la plus grande appétence pour le risque peut être rattachée à l'abondance de liquidité, qui a favorisé le négoce pour compte propre. Les opérations sur pensions des courtiers principaux américains ont crû à un rythme accéléré ces trois dernières années, doublant presque, en proportion du total de leurs actifs, entre début 2000 et fin 2003 (graphique VII.10, cadre de gauche). Le développement de ce négoce a été d'autant plus prononcé que les banques disposent désormais d'instruments sophistiqués de gestion des risques et ont profité d'une plus grande tolérance de leurs actionnaires envers la volatilité des résultats dans un contexte marqué, il est vrai, par une rentabilité accrue.



### *Menaces potentielles*

En prenant davantage de risques, les intervenants s'exposent surtout à des évolutions de la conjoncture ou de taux d'intérêt ne correspondant pas à leurs attentes.

Les stratégies d'expansion décrites précédemment pourraient avoir conduit les banques à accorder des conditions tarifaires reposant sur des prévisions optimistes de taux d'intérêt bas et de croissance économique durable. Or, des marges serrées réduisent fortement la capacité d'absorption des pertes. Si la reprise est inégale ou plus lente que prévu, les défauts d'entreprises pourraient dépasser le niveau intégré dans les primes de risque, ce qui se traduirait par de lourdes pertes pour les banques et, à travers une offre de crédit alors plus restrictive, aggraverait la situation macroéconomique.

Dans le négoce pour compte propre de produits à revenu fixe, les banques d'affaires dépendent fortement de la liquidité et de la pente de la courbe des rendements. En cas d'assèchement des marchés ou d'aplatissement de la courbe non prévu dans les taux à terme, elles pourraient enregistrer d'importantes pertes. Bien plus, le dénouement simultané de positions excessives pourrait déclencher ou intensifier le renversement, surtout sur des segments où les opérateurs sont peu nombreux (chapitre VI).

Cette inquiétude rejoint celle des autorités. Les instances prudentielles aux États-Unis ont récemment exprimé leurs préoccupations face à l'endettement des agences hypothécaires paragonnementales, qui a atteint \$2 400 milliards en septembre 2003. Sa contrepartie (hypothèques et titres adossés à des hypothèques) est très sensible aux fluctuations de taux d'intérêt et aux conditions de refinancement. Bien que les établissements se protègent contre ces risques, leur exposition est telle que l'on peut s'interroger sur la capacité du système dans son ensemble à absorber sans heurt une éventuelle tension sur les taux d'intérêt. La couverture, qui consiste alors à vendre des obligations à long terme en cas de hausse des taux, pourrait avoir une forte incidence sur le marché obligataire.

Vulnérabilité en cas de hausse des taux d'intérêt...

...et d'aplatissement de la courbe des rendements

### Endettement des ménages et stabilité financière

Comme on l'a vu, le secteur bancaire a su s'adapter, en partie grâce à la demande soutenue de services financiers de la part des ménages, prêts hypothécaires et crédits à la consommation notamment, qui a créé une source stable de commissions, mais aussi réduit le risque de crédit avec l'appréciation des logements.

Dans bien des pays, l'endettement des ménages a atteint des niveaux records, surtout du fait de la modestie des coûts d'emprunt et de l'atténuation des contraintes de liquidité. Si cette évolution a été particulièrement nette en Australie, en Espagne et aux Pays-Bas, avec un rythme de croissance annuelle de quelque 12–15 % sur les cinq dernières années, elle a aussi été notable aux États-Unis, en Italie, au Royaume-Uni et dans plusieurs pays nordiques (tableau VII.4). En Allemagne et au Japon, en revanche, l'endettement des ménages n'a guère varié. Globalement, le ratio dette/revenu disponible a crû

L'endettement des ménages s'est nettement alourdi...

Prix de l'immobilier résidentiel et dette des ménages					
	Immobilier résidentiel			Dette <sup>1</sup>	
	1995-2002	2003	2003	1995-2002	2003
	Variation nominale <sup>2</sup>		Niveau <sup>3</sup>	Variation nominale <sup>2</sup>	
États-Unis	5,8	8,0	100	8,2	10,8
Japon <sup>4</sup>	-3,0	-5,8	65	0,3	-0,1
Allemagne	0,1	-1,0	84	4,2	1,0
Royaume-Uni	11,9	10,0	100	8,5	9,3
France	4,8	16,4	100	7,1	7,2
Italie	3,7	10,7	100	8,4	6,6
Canada	3,6	11,0	100	5,9	6,2
Espagne	9,8	17,3	100	14,5	12,6
Pays-Bas	11,2	3,6	100	13,3	9,4
Australie	9,0	18,9	100	12,4	11,9
Suisse	0,1	2,8	67	3,3	6,6
Belgique	5,4	7,6	100	3,5	2,2
Suède	8,0	6,1	100	7,1	8,2
Norvège	8,3	3,7	97	8,3	6,7
Danemark	7,1	3,2	100	8,2	8,2
Finlande	8,2	7,4	84	7,0 <sup>5</sup>	12,3
Irlande	14,5	13,9	100	...	...

<sup>1</sup> Concept de comptabilité nationale ou, à défaut, crédit bancaire ; chiffres en partie estimés.  
<sup>2</sup> Variation annuelle, en %. <sup>3</sup> Pic des prix, en termes réels = 100. <sup>4</sup> Prix du terrain. <sup>5</sup> 1996-2002.  
Sources : Nomisma ; Office of Federal Housing Enterprise Oversight ; Wüest & Partner ; données nationales ; estimations BRI. Tableau VII.4

régulièrement dans la plupart des pays industrialisés, passant de 90 % environ en moyenne en 1990 à 115 % en 2003.

...et leur patrimoine s'est accru...

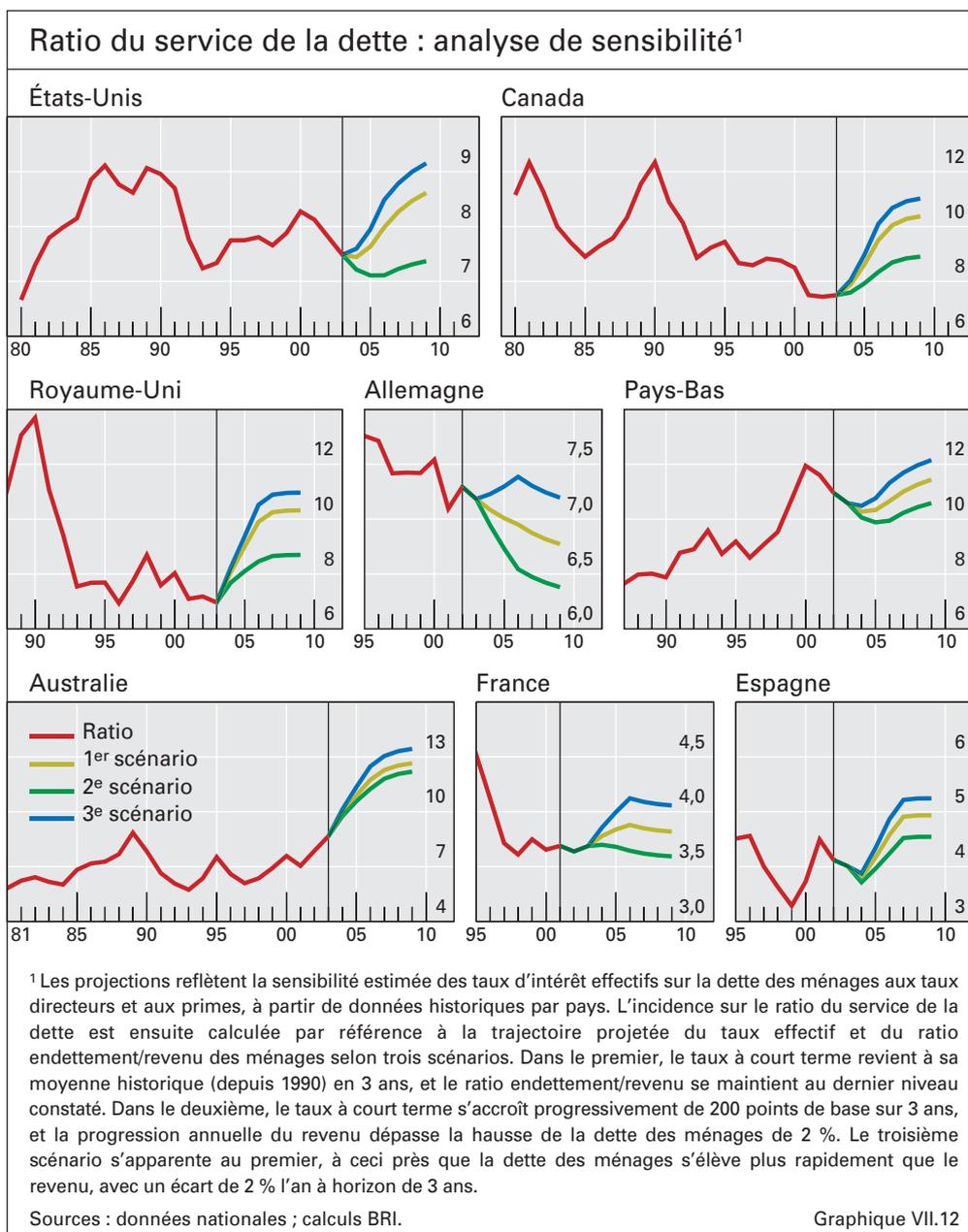
Le phénomène a été facilité par un effet de richesse très favorable aux ménages et par des taux d'intérêt très bas. S'agissant de l'effet de richesse, le patrimoine des ménages a notablement augmenté ces dix dernières années, grâce tout d'abord au dynamisme des actions puis, plus récemment, à la hausse des prix du logement. En 2003 surtout, les performances de ces deux marchés se sont traduites, dans les pays OCDE, par une forte croissance du patrimoine net des ménages. L'endettement de ces derniers paraît donc moins important si on le rapporte à l'accroissement de l'ensemble de leurs actifs plutôt qu'à celui de leur revenu disponible. En ce qui concerne les taux d'intérêt, leur bas niveau a maintenu le ratio du service de la dette – indicateur fondamental de la situation financière des ménages – en deçà des valeurs constatées habituellement (graphique VII.12).

...les rendant vulnérables...

Cela dit, ce niveau d'endettement amène à s'interroger sur la vulnérabilité financière des ménages et ses éventuelles répercussions systémiques.

...à une hausse des taux d'intérêt...

En cas de remontée des taux d'intérêt, tout d'abord, un alourdissement du service de la dette pourrait entraîner des défauts sur les emprunts hypothécaires et des pertes pour les intermédiaires. Cependant, son incidence varierait fortement d'un pays à l'autre, en fonction des spécificités nationales du financement hypothécaire : échéancier, coût de refinancement, possibilités de titrisation, coûts des transactions et régimes fiscaux spéciaux d'accession à la propriété. Dans les pays où les prêts hypothécaires sont à taux variable



(Australie, Espagne, Irlande, Royaume-Uni et la plupart des pays nordiques), un durcissement des conditions, surtout s'il est inattendu, se répercuterait rapidement sur les ménages ; leurs difficultés pourraient ainsi détériorer la qualité des prêts des établissements financiers. Mais, là où les taux fixes sont la règle (Allemagne, États-Unis, France et Italie), le risque serait directement supporté par les établissements prêteurs. Même si ces derniers peuvent se protéger contre le risque de taux, l'efficacité de cette stratégie serait considérablement compliquée par l'existence de clauses de refinancement à faibles frais, qui introduisent un risque de remboursement anticipé. D'autres facteurs peuvent réduire l'exposition des banques aux tensions du marché hypothécaire. Dans les pays où la titrisation est très développée, les prêts immobiliers pourraient être vendus en dehors du système bancaire, ce qui transférerait une partie du risque vers le marché. Par ailleurs, la déductibilité

des intérêts hypothécaires tend à diminuer les charges pour les ménages, et donc l'impact du niveau des taux.

En soi, le risque de taux ne menace pas vraiment la situation des ménages. Si, à ratio dette/revenu constant, une augmentation des taux à court terme tend à alourdir leur charges, des calculs fondés sur des données agrégées indiquent que le ratio du service de la dette resterait encore bien inférieur à son pic historique dans la plupart des pays (à l'exception notable de l'Australie), même en cas de hausse importante des taux (graphique VII.12, scénario 1). Un retour du taux directeur à sa moyenne historique (soit un relèvement de 335 points de base) en trois ans porterait ce ratio, au Royaume-Uni par exemple, à un peu plus de 10 %, soit nettement moins que le maximum du début des années 90.

...ou à une augmentation insuffisante de leurs revenus

L'incidence des taux d'intérêt dépend pour beaucoup aussi de la croissance du revenu des ménages : si la reprise est vive et que le revenu augmente plus vite que la dette, le poids du service de la dette sera bien plus faible. Par contre, si le ratio dette/revenu poursuit sa détérioration, une hausse des taux pourrait mettre les ménages en sérieuse difficulté (graphique VII.12, scénario 3).

L'exposition des banques aux prix immobiliers...

Autre écueil possible, un ralentissement marqué, voire une baisse, des prix du logement pourrait contraindre les ménages à réduire leur dépense ; si cela se produisait avant la confirmation de la reprise de l'activité, le système financier risquerait d'être fragilisé. Une chute des prix se traduirait par des défauts de paiement et des difficultés financières. L'intensité de la répercussion dépendrait notamment de la quotité de financement (ratio du montant du prêt par rapport à la valeur du bien), qui varie considérablement : de 50 % en Italie jusqu'au niveau exceptionnel de 110 % récemment observé aux Pays-Bas. À cela s'ajoute l'effet de la comptabilisation à la valeur de marché du bien hypothéqué (comme cela se fait dans la plupart des pays industrialisés, hormis l'Allemagne, le Danemark et la Suisse).

...et à la dette des ménages...

Ces tensions générales n'affectent pas toujours uniformément les ménages. Ce sont les revenus modestes qui risquent de pâtir le plus d'une baisse de revenu ou d'une montée du chômage ; c'est aussi dans ce groupe que le poids relatif du service de la dette est le plus lourd – aux États-Unis, il dépasse 40 % du revenu dans un cas sur quatre environ ; dans le décile des plus hauts revenus, en revanche, 2,5 % seulement des ménages sont endettés à un degré comparable. Il pourrait donc être utile d'évaluer le risque que représente l'alourdissement de la dette des ménages en tenant compte de sa distribution entre les divers groupes.

...est indirecte

Dans l'ensemble, bien que la dette des ménages ne constitue pas une menace directe pour les intermédiaires financiers, elle pourrait avoir un effet indirect, par le biais d'une plus grande sensibilité de la consommation aux taux d'intérêt et aux prix des actifs (chapitre II). Son ralentissement prononcé se répercuterait sans doute sur les bénéfices des entreprises et sur leur capacité à assurer le service de leur propre dette. La hausse des taux et la baisse des prix des actifs pourraient même être simultanées, ce qui aggraverait l'incidence macroéconomique d'un endettement alourdi ; les établissements financiers auraient alors plus de mal à se protéger contre ce risque.