

VI. L'avenir du secteur financier

Le secteur financier doit faire face à plusieurs défis. Les difficultés qu'il rencontre à court terme découlent directement de la crise. Celles qui s'inscrivent dans le long terme sont liées aux efforts déployés par les marchés et les autorités de réglementation pour bâtir un système plus résilient. Des ajustements dans divers domaines – taille, champ d'action, modes de financement, pratiques de gestion du risque, sources de revenus et activité internationale des établissements financiers – vont transformer le secteur.

La crise a révélé les déficiences structurelles de son modèle opérationnel. Pendant plusieurs décennies, les établissements financiers ont joué sur l'effet de levier pour dynamiser leur rentabilité à court terme, au prix d'une forte volatilité de leurs résultats. Le faible niveau de fonds propres, la détention d'actifs illiquides et le recours au financement à court terme ont engendré des vulnérabilités qui ont conduit, ces dernières années, à des pertes et à des désordres systémiques importants.

Un nouveau modèle reposant sur des volants de fonds propres et de liquidité renforcés permettrait aux établissements financiers d'afficher des résultats plus solides, ce qui stabiliserait le flux des crédits à l'économie. Plusieurs conditions devront être réunies pour assurer une convergence vers ce modèle. Le cadre réglementaire devra récompenser les établissements financiers prudents et inciter les marchés à faire de même. De leur côté, les établissements financiers devront réduire leurs charges d'exploitation et restructurer leurs financements, y compris pour leurs opérations internationales.

Ce chapitre rappelle les grandes lignes du modèle opérationnel actuel du secteur financier, avant de se pencher sur son évolution à venir. Il compare tout d'abord son profil risque-rendement et sa taille à ceux d'autres secteurs de l'économie. Après avoir examiné l'évolution probable à court terme, il analyse les facteurs de la convergence vers un nouveau modèle dans lequel la solidité des bilans sera la garantie de bénéfices durables.

Le secteur financier dans l'économie

La comparaison avec d'autres secteurs économiques n'est guère à l'avantage de certaines caractéristiques du modèle opérationnel du secteur financier. Sur la durée, ce modèle a produit un profil risque-rendement inadéquat et n'a pas répondu aux attentes des investisseurs en période de tensions généralisées. Il est d'autant plus important de stabiliser le secteur financier que celui-ci occupe désormais une place plus importante dans l'économie et qu'il prend une dimension toujours plus internationale.

Performance relative

Des résultats compétitifs...

La finance consiste à gérer le risque et l'effet de levier. Il apparaît que les résultats des établissements financiers ont été obtenus à l'aide d'un levier environ cinq fois supérieur à celui des autres secteurs (tableau VI.1). Cet effet de levier important a assuré un retour sur fonds propres compétitif – c'est ce qui importe aux actionnaires – en dépit d'un faible rendement des actifs.

...mais extrêmement volatils...

Si le rendement moyen des fonds propres des établissements financiers a été comparable à celui des entreprises des autres secteurs, il a aussi été moins stable. L'effet de levier impliquant une plus grande sensibilité du rendement aux conditions économiques, la volatilité des valeurs financières a été systématiquement plus forte que celle des valeurs non financières (graphique VI.1, cadre de gauche). Dans de nombreux pays, par ailleurs, les établissements financiers ont affiché un rendement des fonds propres plus faible que le reste du marché sur de longues périodes (cadre du milieu). L'écart a atteint dans certains cas 4 % par an, voire davantage sur une dizaine d'années. Malgré plusieurs décennies de rendements élevés, les valeurs financières ont donc dégagé des résultats ajustés au risque analogues ou inférieurs à ceux des valeurs non financières sur les 40 dernières années (cadre de droite).

...et insuffisants en période de tensions généralisées

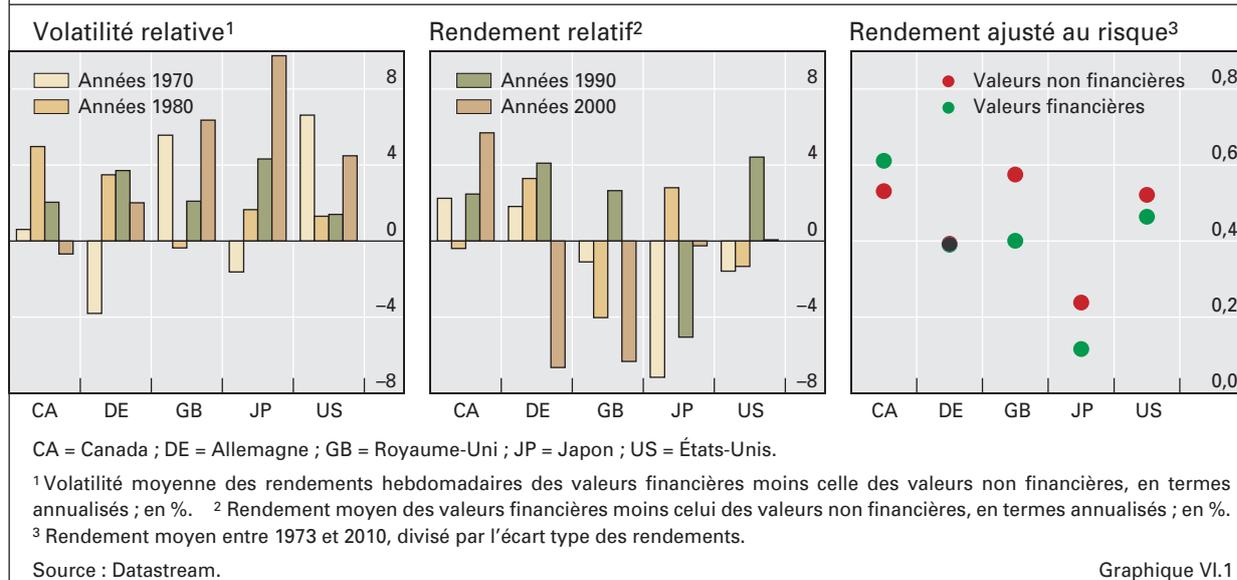
Vu l'ampleur de l'effet de levier, la dépendance des établissements financiers vis-à-vis des ressources à court terme, conjuguée à l'opacité et à l'illiquidité de leurs expositions au risque, a rendu le secteur plus vulnérable aux renversements de conjoncture. C'est pourquoi les rendements des valeurs financières ont été particulièrement faibles en période de tensions généralisées. Quand le rendement du marché dans son ensemble était au plus bas (lorsqu'il se situait, concrètement, dans le quintile inférieur de sa fourchette historique), les valeurs financières ont eu tendance à afficher des

Rentabilité et effet de levier												
Médiane du secteur/sous-secteur sur la période												
Secteur	Rendement de l'actif ¹				Rendement des fonds propres ²				Effet de levier ³			
	95-09	95-00	01-07	08-09	95-09	95-00	01-07	08-09	95-09	95-00	01-07	08-09
Bancaire	0,6	0,7	0,7	0,2	12,2	13,3	12,8	3,2	18,3	17,8	19,1	17,4
Financier non bancaire	0,9	1,0	1,0	0,5	11,2	12,3	11,4	5,4	12,1	12,5	12,1	10,8
Non financier	3,2	3,0	3,4	2,8	11,7	10,9	12,8	9,8	3,0	3,0	3,0	2,9
Énergie	5,9	3,9	8,1	5,2	14,2	10,8	18,6	10,1	2,4	2,5	2,3	2,2
Produits de base	4,3	4,3	4,7	3,2	10,6	8,8	13,1	8,5	2,5	2,4	2,5	2,7
Industrie	2,1	1,4	2,4	2,3	10,4	8,3	11,5	11,0	5,4	6,1	5,4	4,8
Consomm. cyclique	2,2	2,1	2,6	1,1	9,1	8,9	10,4	4,2	3,4	4,0	3,1	3,1
Consomm. courante	5,4	5,2	5,7	5,1	13,0	12,4	13,8	11,7	2,5	2,4	2,5	3,0
Santé	8,1	8,0	8,3	6,5	18,2	18,8	18,5	15,3	2,3	2,3	2,3	2,3
Techn. de l'information	5,1	5,1	5,0	5,6	12,8	15,1	12,8	10,3	2,2	2,2	2,1	2,0
Télécommunications	3,2	3,6	2,8	2,9	8,5	10,8	8,4	6,4	2,6	2,7	2,6	2,7
Services aux collect.	2,7	2,5	2,7	2,7	10,8	9,3	11,6	11,9	4,1	3,7	4,4	4,0

¹ Produit net/total de l'actif ; en %. ² Produit net/total du capital-actions ; en %. ³ Total de l'actif/total des fonds propres.

Source : Bloomberg. Tableau VI.1

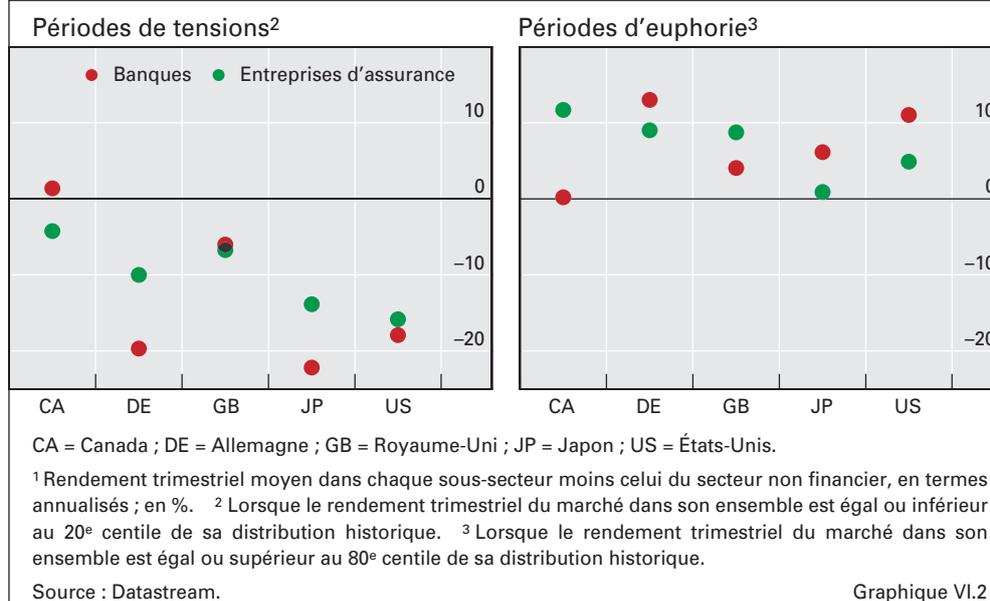
Valeurs financières : performance relative



rendements plus faibles (de 10 points de pourcentage, ou plus, par an) que ceux des valeurs non financières (graphique VI.2, cadre de gauche). En période d'euphorie, par contre, elles se sont comportées un peu mieux que le reste du marché (graphique VI.2, cadre de droite). Le plus souvent, toutefois, ces gains n'ont pas compensé les pertes subies en période de tensions généralisées, ce qui montre l'effet asymétrique de l'illiquidité des bilans et de l'utilisation d'un levier important sur les valorisations.

Valeurs financières : comportement en situation extrême sur les marchés¹

1973-2010



Taille relative

Le secteur financier s'est développé...

L'importance de la stabilité du secteur financier pour les performances des économies a augmenté parallèlement à son rôle dans l'économie. Les progrès des communications, de l'informatique et de l'expertise financière ont favorisé le développement du secteur et augmenté sa part dans la valeur ajoutée de l'économie. Aux États-Unis, au Canada et en Australie, cette part a quasiment doublé depuis 1980, pour atteindre 8 % en 2009. Son expansion a été plus modérée en Europe et au Japon, où sa part avoisine actuellement 6 % (graphique VI.3, cadre de gauche).

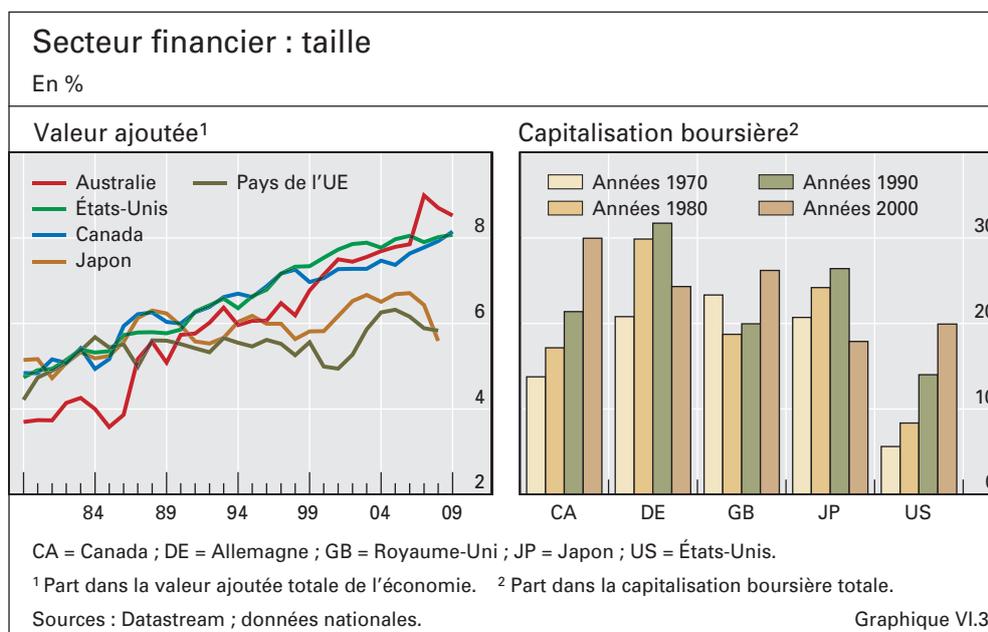
...en valeur relative...

Le rôle des établissements financiers dans l'investissement mondial apparaît lui aussi important, et souvent en progression¹. La croissance organique des établissements et les vagues successives de concentration ont accru la taille relative des plus grands d'entre eux, comme l'atteste leur poids dans la capitalisation globale des principaux indices boursiers de nombreux pays (graphique VI.3, cadre de droite). On observe toutefois des différences régionales. La progression a été plus rapide et plus régulière en Amérique du Nord qu'en Europe ; au Japon, en revanche, la part des établissements financiers dans la capitalisation boursière est en chute libre depuis la crise financière du début des années 1990.

Essor de l'activité bancaire internationale

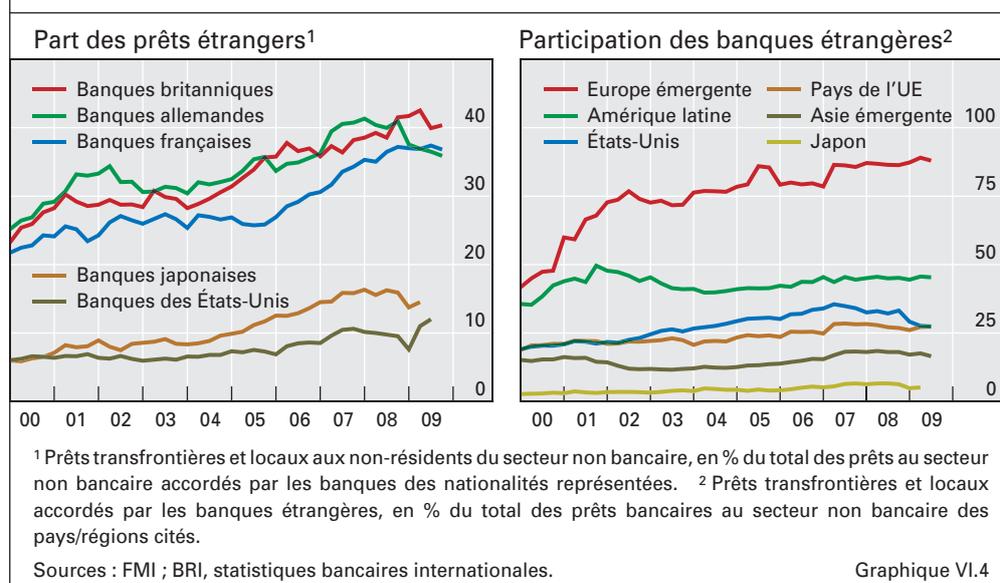
...et à l'international

Le développement de l'internationalisation financière rend plus cruciale encore la stabilité du secteur. L'essor de l'activité financière internationale contribue à l'intégration économique mondiale, mais aussi à la propagation des tensions au-delà des frontières. Qu'ils soient accordés par le siège, par des implantations locales ou via des plateformes internationales, les prêts internationaux



¹ Pour une illustration de la croissance des bilans des banques britanniques par rapport à l'ensemble de l'activité économique au Royaume-Uni, voir P. Alessandri et A. Haldane, « Banking on the State », allocation, Banque d'Angleterre, novembre 2009.

Activité bancaire : dimension internationale



représentent une part de plus en plus grande du total des prêts bancaires (transfrontières et locaux) aux secteurs non bancaires (graphique VI.4, cadre de gauche)². Pour les banques européennes, cette part a fortement augmenté ces cinq dernières années et dépasse aujourd'hui le tiers du total. Si elle est inférieure à 15 % au Japon et aux États-Unis, cela est dû en partie au fait que le marché intérieur y est plus vaste.

Les emprunteurs non bancaires font appel aux banques étrangères dans une proportion variable d'un pays à l'autre, mais le plus souvent importante (graphique VI.4, cadre de droite). Ainsi, plus de 80 % des prêts bancaires aux pays de l'Europe émergente sont accordés par des établissements dont le siège est à l'étranger, alors qu'au Japon, cette part est d'à peine 5 %. Entre ces deux extrêmes, les banques étrangères représentent environ un quart du crédit bancaire aux États-Unis et au sein de l'UE. Enfin, les banques étrangères sont moins présentes dans le monde émergent qu'on ne le pense généralement : dans l'Asie émergente, par exemple, leur part est inférieure à 20 %.

Perspectives à court terme

À court terme, l'évolution du secteur dépendra étroitement des retombées de la crise et des mesures qui seront prises pour y remédier. Pour l'heure, les établissements financiers doivent faire face aux incertitudes concernant le contexte économique au sortir de la crise et les changements attendus dans la

À court terme, le secteur financier devra faire face...

² Les différentes catégories de prêts bancaires internationaux sont associées à différents degrés de risque de change, risque de financement, risque-pays ou risque au niveau du groupe bancaire. Voir P. McGuire et N. Tarashev, « Santé des banques et économies émergentes », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2008 ; R. McCauley, P. McGuire et G. von Peter, « Architecture des groupes bancaires mondiaux : d'un modèle international à un modèle multinational ? », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2010 ; Comité sur le système financier mondial, *Funding patterns and liquidity management of internationally active banks*, CGFS Papers, n° 39, mai 2010.

réglementation prudentielle. De plus, la reprise est freinée par les récentes hausses du coût de financement effectif – dues aux incertitudes des marchés quant à la viabilité de l’envolée récente des résultats des banques et aux conséquences de l’exposition à la dette souveraine des pays en difficulté – (chapitre II). À plus long terme, les établissements financiers devront s’atteler à trois grandes tâches : refinancer une part notable de leurs engagements ; s’affranchir de leur dépendance vis-à-vis des aides d’urgence mises en place par les autorités ; redresser leurs bilans et réduire leurs charges d’exploitation.

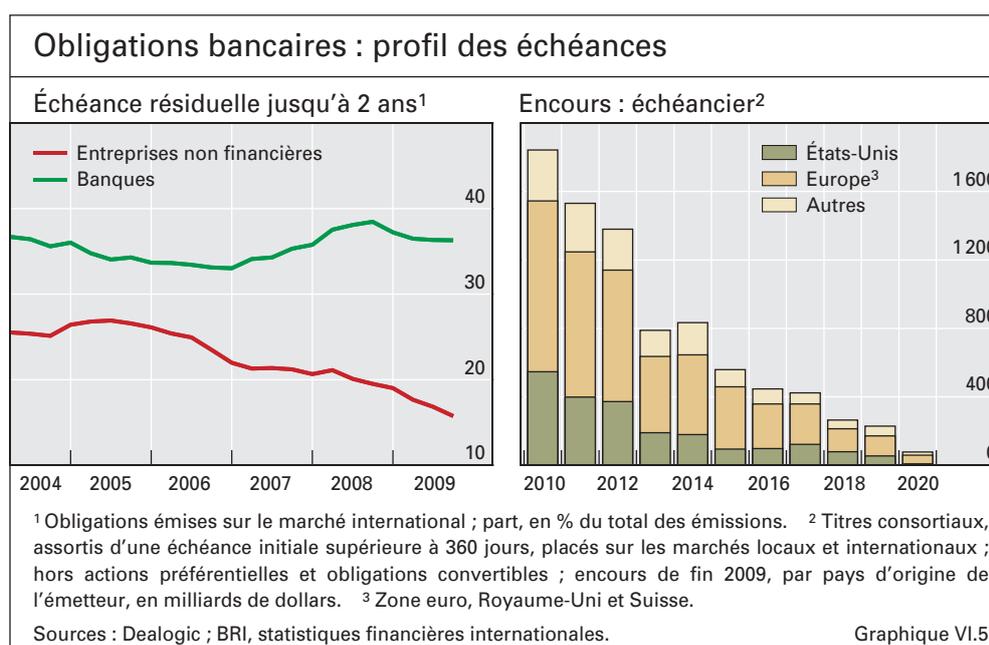
...à des problèmes de refinancement...

Le profil des échéances du financement obligataire des banques s’est resserré durant la crise. Pendant quelque temps, en raison des contraintes d’offre, les établissements financiers (mais pas les emprunteurs d’autres secteurs) n’ont pu émettre que de la dette à court terme (graphique VI.5, cadre de gauche). Les besoins de refinancement seront donc particulièrement importants ces deux prochaines années, avec l’arrivée à échéance de titres totalisant \$3 000 milliards (graphique VI.5, cadre de droite).

Il importe de noter que le refinancement s’inscrira dans un environnement totalement différent de celui qui avait permis l’accroissement des bilans et l’essor de la titrisation. Au cours de la période récente, les primes de risque sur les obligations bancaires ont nettement augmenté par rapport à leurs niveaux d’avant la crise. Elles se situent entre 50 et 200 points de base pour les échéances moyennes, soit à des niveaux dix fois plus élevés qu’avant 2007. Les banques se feront concurrence pour les financements du marché obligataire dans un contexte d’accroissement des emprunts du secteur public et d’une réduction inéluctable de la dette publique détenue par les banques centrales. À terme, les banques qui peinent à trouver de nouvelles sources de capitaux devront réduire leur taille.

...à l’arrêt du soutien des pouvoirs publics...

Le secteur financier devra aussi faire face à la suppression progressive du soutien des pouvoirs publics. Les mesures exceptionnelles prises en réponse à la crise ont désamorcé les incertitudes et apporté le soutien nécessaire aux

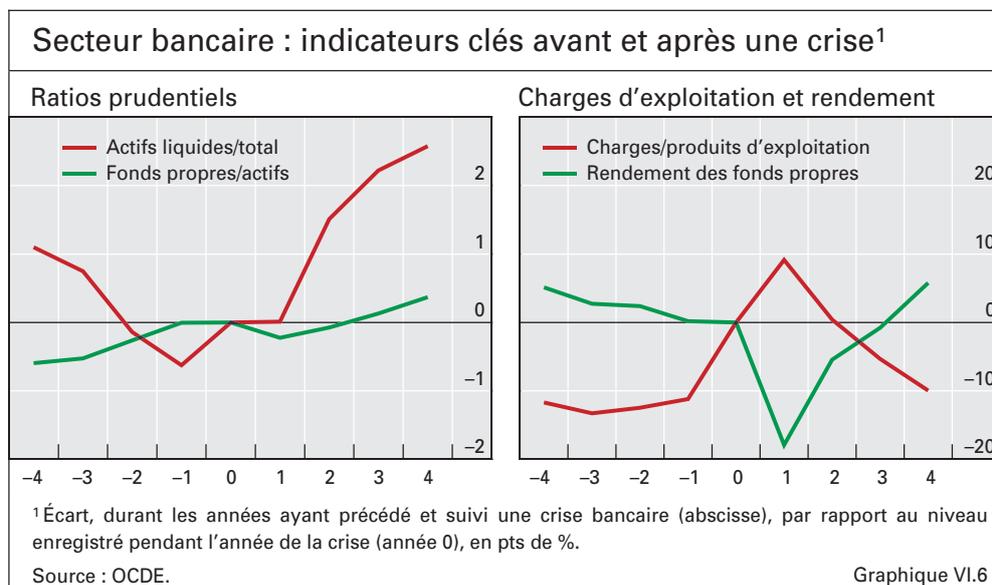


marchés et aux établissements financiers, mais la situation ne se normalisera pas tant que ces mesures n'auront pas été totalement supprimées. À ce jour, seules quelques-unes ont diminué d'importance. La demande des banques de la zone euro pour des opérations de pension à plus longue échéance avec la BCE est en recul, par exemple. Il en va de même, aux États-Unis, pour le recours à la facilité de refinancement du papier commercial (*Commercial Paper Funding Facility*) de la Réserve fédérale.

De surcroît, il est fort probable que les mesures encore en vigueur continuent d'influer sur les coûts de financement des banques. Si l'on en juge par l'amélioration graduelle de la note de solvabilité des banques, l'incidence d'un soutien de l'État pourrait bien être plus sensible aujourd'hui qu'avant la crise. Selon Moody's, le soutien que les pouvoirs publics ont apporté en 2009 aux 50 plus grandes banques a permis de relever la note de celles-ci de trois crans en moyenne (de A3 à Aa3), alors qu'elle n'avait augmenté que de deux (de A1 à Aa2) en 2006. En outre, dès décembre 2009, un quart environ des obligations émises par les banques avec des primes CDS (*credit default swaps*, contrats dérivés sur défaut) supérieures à la moyenne bénéficiaient d'une certaine forme de garantie de l'État. De même, les participations de l'État – telles qu'elles résultent des mesures de recapitalisation de banques en difficulté – demeurent substantielles pour certains grands établissements et ne devraient diminuer que progressivement, à mesure que les résultats de ces derniers s'amélioreront. Les banques centrales conservent aussi, de leur côté, d'importants portefeuilles d'actifs achetés pour soutenir certains marchés, tels que celui des crédits hypothécaires titrisés.

Enfin, le secteur financier devra assainir ses bilans et renforcer sa rentabilité. En général, après un épisode de crise, il prend sans tarder les mesures nécessaires à son rétablissement : en quatre ans environ, il reconstitue ses volants de liquidité et allège ses charges d'exploitation (graphique VI.6). Ainsi, après les crises des années 1990 dans les pays nordiques, les banques ont réduit leurs coûts en regroupant certaines activités, en en cédant d'autres

...et à des problèmes de rentabilité



et en comprimant leurs effectifs³. Le plus souvent, ces décisions visent principalement à attirer les investisseurs en proposant un rendement des fonds propres compétitif (graphique VI.6, cadre de droite). L'expérience passée montre également, et c'est important, que la sortie de crise est facilitée quand les établissements financiers fournissent à l'autorité prudentielle un bilan réaliste de leur situation et arrivent à convaincre les marchés qu'ils s'attaquent effectivement au problème de surcapacités⁴.

Vers un nouveau modèle opérationnel

La refonte du
modèle
opérationnel...

Autant les marchés que les autorités prudentielles appellent à une refonte structurelle du modèle opérationnel du secteur financier. Les marchés du financement étant devenus plus vigilants et les agences de notation plus rigoureuses, le risque des établissements financiers est évalué aujourd'hui de façon plus stricte et plus différenciée. Il est primordial que les autorités intègrent cette demande dans la définition des règles prudentielles qui renforceront la résilience du secteur et lui permettront de dégager des bénéfices durables. Ces règles inciteraient les établissements financiers à accroître leurs volants de liquidité et de fonds propres, ainsi qu'à recourir à des sources de financement fiables.

Facteurs de la convergence vers un nouveau modèle

Les agences de notation, les intervenants sur les marchés et les autorités prudentielles guideront le secteur financier dans sa transition vers un nouveau modèle. Dès le début de la crise, les agences ont annoncé que leurs futures notes témoigneraient d'un examen approfondi des établissements financiers. De fait, elles ont commencé à réexaminer de plus près les aspects de l'activité des banques qui dépendent davantage du fonctionnement et du sentiment des marchés. C'est le cas, par exemple, des grandes opérations de négoce ou du financement de gros à court terme. En outre, la réputation des banques et la qualité des sûretés entrent de plus en plus en ligne de compte dans les notes de crédit.

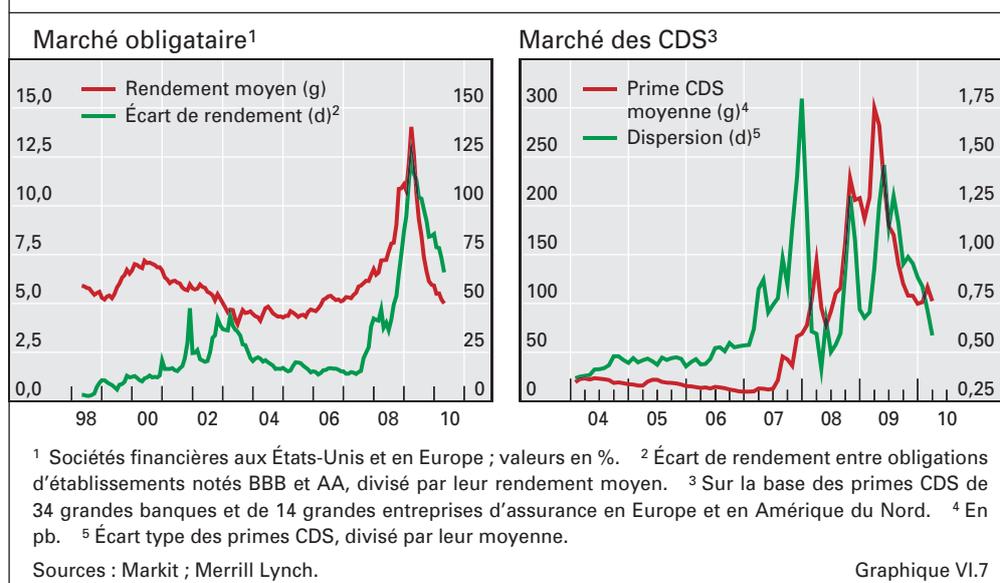
...est exigée par
les marchés...

Les intervenants ont aussi révisé leur évaluation des risques induits par les expositions au secteur financier. Ils complètent de plus en plus les informations émanant des agences de notation par une analyse quantitative fondée sur les données du marché et des établissements financiers, ce qui rend les coûts de financement de ces derniers plus sensibles au risque de crédit. Ainsi, alors même que les rendements des indices d'obligations bancaires ont baissé aux États-Unis et en Europe, l'écart entre les établissements à risque et les établissements plus sains demeure important (graphique VI.7, cadre de gauche). Bien qu'il ait diminué par rapport au pic atteint pendant la crise, cet écart (normalisé par le rendement moyen) reste supérieur à celui observé entre

³ Voir C. Borio, B. Vale et G. von Peter, *Resolving the financial crisis: are we heeding the lessons from the Nordics?*, BIS Working Papers, n° 311, juin 2010. Cet article compare de façon approfondie les approches utilisées durant la crise récente et celles retenues lors des crises des pays nordiques.

⁴ BRI, 63^e Rapport annuel, juin 1993, chapitre VII.

Secteur financier : perception du risque de crédit



1998 et 2008. Le marché des CDS affiche une tendance analogue, mais sur une période plus courte (graphique VI.7, cadre de droite).

Les pressions du marché ont d'ores et déjà contraint les établissements financiers à assainir leur bilan. Cependant, le renforcement des volants de liquidité et le recours à des sources de financement plus stables n'ont pas suffi à désamorcer les tensions sur l'interbancaire en mai 2010 (chapitre II). Plus généralement, sachant que les marchés financiers amplifient le cycle, on peut craindre que les intervenants relâchent leur vigilance lors de la prochaine période d'euphorie. Il importe donc que les autorités prudentielles pérennisent les avancées actuelles de la discipline de marché et s'appuient sur elles pour étayer la résilience structurelle du secteur financier.

...et par les
autorités
prudentielles

Les efforts de réglementation engagés dans ce sens ont pour objectifs d'améliorer la gestion du risque, la gouvernance et la transparence dans les banques, mais aussi de faciliter le règlement ordonné de la situation des grandes banques internationales en difficulté (chapitre I). Les changements proposés amélioreront et renforceront les volants de fonds propres et de liquidité, tout en limitant l'effet de levier. Dans le droit-fil des nouvelles priorités des marchés, ils élargiront la couverture du risque dans la réglementation et donneront une importance accrue au capital de base. Par ailleurs, les efforts de coopération internationale déployés pour améliorer la transparence et la comparabilité des bilans des établissements financiers visent à offrir à tous des conditions de concurrence égales, à encourager la discipline de marché et à limiter l'arbitrage réglementaire.

Vers une meilleure gestion du financement et de la liquidité

Le fait de pouvoir compter sur des sources de financement stables et d'amples volants de liquidité garantit la solidité du secteur financier. En période de tensions, cela rassure les marchés quant à la capacité des établissements financiers de continuer à se financer ou de réduire la taille de leurs bilans à

faible coût. Cette confiance des marchés, confortée par une transparence accrue des bilans, est essentielle pour l'intermédiation financière. Les segments clés du secteur financier se grippent dès qu'elle disparaît, et cela a très vite des conséquences graves pour des établissements financiers foncièrement viables.

Des risques de financement et de liquidité accrus

La crise a exposé d'emblée les déficiences dans la gestion d'actifs et dans les stratégies de financement des banques. Lorsque les pertes ont commencé à s'accumuler, la rareté des informations disponibles sur l'illiquidité des bilans du secteur financier a exacerbé l'incertitude. Cela n'a fait qu'aggraver les difficultés des banques, qui dépendent des financements à court terme, très sensibles aux fluctuations de la psychologie des marchés, et a créé un processus autoalimenté⁵.

C'est surtout à l'international, où la question de l'information se pose le plus, que les problèmes de liquidité et de financement des banques ont été les plus aigus. En 2008, les banques centrales ont répondu aux turbulences sur le marché des swaps cambistes en ouvrant d'urgence des lignes de swap d'une ampleur sans précédent ; la résurgence récente de ces tensions a nécessité de nouvelles mesures de soutien de la liquidité en mai 2010. En outre, l'intermédiation a été perturbée dans les pays hôtes lorsque les banques étrangères ont rencontré des difficultés sur leur marché d'origine ou dans des pays tiers. À chaque fois, ces situations ont suscité des appels en faveur d'un modèle bancaire international plus décentralisé dans lequel les prêts seraient davantage financés, octroyés et supervisés dans un même lieu.

Décentraliser l'activité bancaire internationale...

Cette tendance à un modèle bancaire décentralisé à l'international a été diversement suivie. Les banques canadiennes, hollandaises et nippones ont fait davantage appel au financement local des prêts étrangers et moins aux transferts intragroupe (graphique VI.8, cadre de gauche). Les banques d'Allemagne, d'Australie et des États-Unis ont choisi l'option inverse. Le degré de décentralisation du système bancaire est donc très variable d'un pays à l'autre (graphique VI.8, cadre de droite).

...suppose des arbitrages

Du point de vue des emprunteurs, toute évolution vers davantage de décentralisation aura à la fois des avantages et des coûts. Par exemple, un modèle plus décentralisé aidera un pays à protéger son économie des perturbations frappant ailleurs les banques actives à l'international, mais au prix d'une moindre diversification face à d'éventuels chocs locaux. De plus, dans la mesure où les flux bancaires transfrontières étayent un endettement extérieur net élevé (graphique VI.9, quadrant supérieur droit), leur diminution devra être compensée par un appel à d'autres sources de financement.

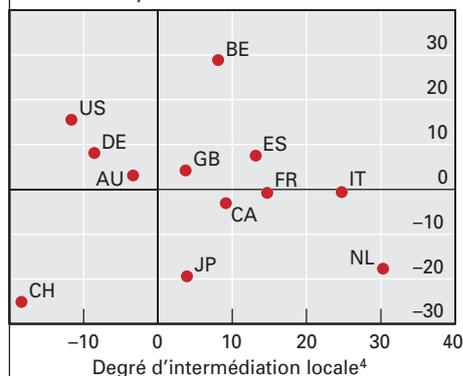
Les arbitrages à opérer pour passer à un modèle bancaire plus décentralisé à l'international rappellent, d'une manière générale, que la réorganisation

⁵ Les études suivantes montrent que des sources de financement stables améliorent les rendements des valeurs financières et la résilience des banques ; A. Beltratti et R. Stulz, *Why did some banks perform better during the credit crisis? A cross-country study of the impact of governance and regulation*, NBER Working Papers, n° 15180, juillet 2009 ; R. Huang et L. Ratnowski, *Why are Canadian banks more resilient?*, IMF Working Papers, n° WP/09/152, juillet 2009.

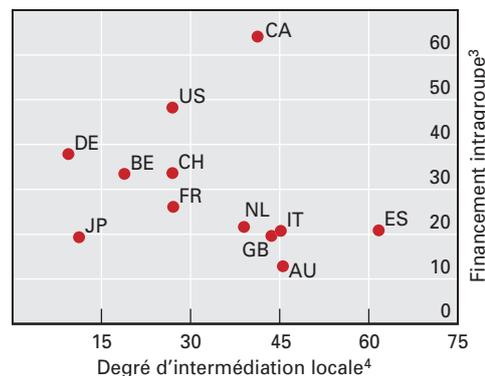
Activité bancaire internationale : degré de décentralisation¹

En % ou en pts de %

Variation, T1 2002–T4 2009²



T4 2009



AU = Australie ; BE = Belgique ; CA = Canada ; CH = Suisse ; DE = Allemagne ; ES = Espagne ; FR = France ; GB = Royaume-Uni ; IT = Italie ; JP = Japon ; NL = Pays-Bas ; US = États-Unis.

¹ Par pays d'origine. ² Banques australiennes : variation entre T4 2007 et T4 2009. ³ Part des engagements intragroupes dans le total des engagements étrangers. ⁴ Somme des minima des actifs locaux et des engagements locaux dans tous les pays d'accueil, par rapport au total des créances étrangères.

Source : BRI, statistiques bancaires internationales.

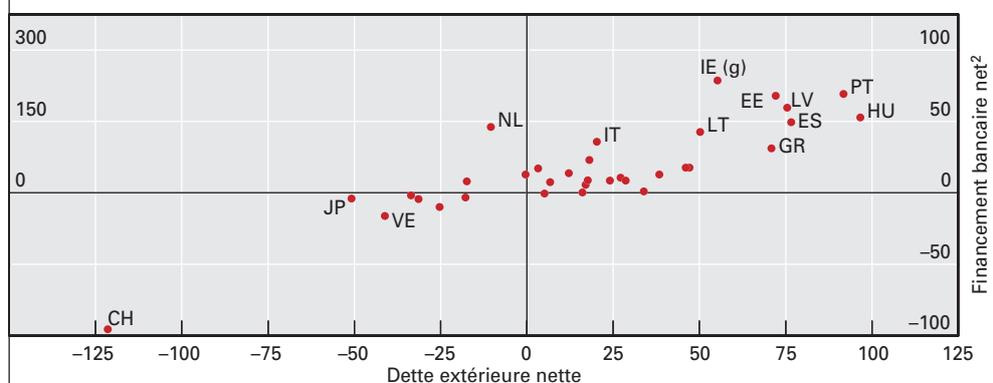
Graphique VI.8

institutionnelle n'abolira pas tous les risques. Il faudra atténuer ceux qui sont associés à la gestion de la liquidité et du financement en renforçant les volants de liquidité et en faisant appel à des ressources plus stables, telles que les dépôts de détail.

Accroissement des fonds propres : faut-il choisir entre résilience et rentabilité ?

Pour être efficace, la réforme de la réglementation doit concilier les objectifs des autorités prudentielles et les incitations offertes aux établissements financiers. Les informations recueillies ces dernières années ne corroborent pas l'idée, souvent évoquée, d'une tension entre capitalisation des banques

Financement bancaire de l'endettement extérieur¹



CH = Suisse ; EE = Estonie ; ES = Espagne ; GR = Grèce ; HU = Hongrie ; IE = Irlande ; IT = Italie ; JP = Japon ; LT = Lituanie ; LV = Lettonie ; NL = Pays-Bas ; PT = Portugal ; VE = Venezuela.

¹ Encours de 2008, en % du PIB de 2008. ² Emprunts auprès d'établissements bancaires non résidents.

Sources : FMI ; BRI, statistiques bancaires internationales.

Graphique VI.9

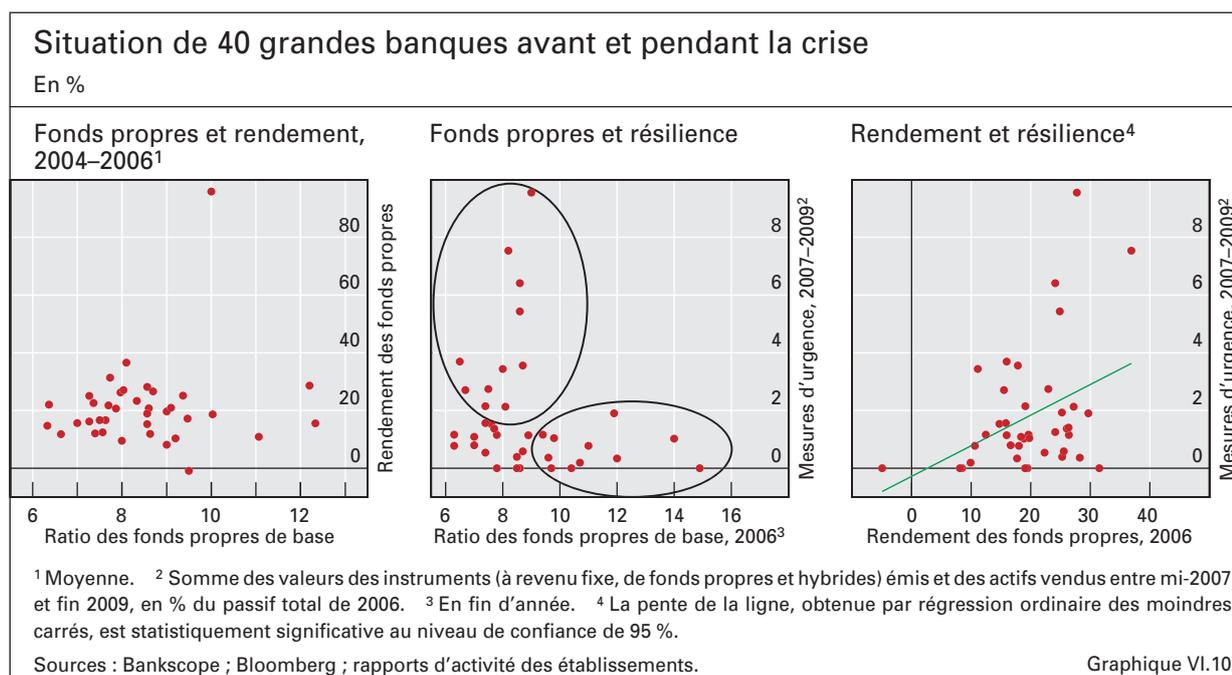
et rendement des fonds propres en période d'euphorie – même si elles montrent l'existence d'un lien entre la baisse des ratios de fonds propres et l'accroissement des pertes en temps de crise. De surcroît, une analyse stylisée du bilan et du compte de résultat d'une banque type montre qu'en récompensant la résilience des établissements les mieux capitalisés, les marchés du financement pourraient effectivement permettre au secteur financier de dégager durablement des bénéfices solides. Les investisseurs doivent reconnaître aussi que le produit net des banques a été artificiellement gonflé par les garanties de l'État. En outre, la rentabilité du secteur financier ne sera véritablement rétablie qu'une fois résolu le problème de surcapacités.

Un niveau élevé de fonds propres n'est pas incompatible avec une forte rentabilité...

Le comportement de 40 grandes banques pendant la période d'euphorie ne fait pas apparaître de lien perceptible entre le rendement des fonds propres et le niveau de ceux-ci. Les banques dont les actifs affichaient un faible rendement de 2004 à 2006 sont celles qui ont augmenté leur effet de levier pour obtenir un retour compétitif sur leurs fonds propres. Elles avaient des ratios de fonds propres relativement moins élevés, mais le rendement de ces derniers n'était pas supérieur à celui des banques mieux capitalisées (graphique VI.10, cadre de gauche). Étant donné que des ratios de fonds propres plus élevés ont permis une plus grande résilience, rien ne prouve donc qu'il faille choisir entre sécurité et rendement élevé.

...et améliore aussi la résilience

De fait, la crise a montré que des ratios de fonds propres plus élevés ont contribué à la résilience des banques les plus performantes de l'échantillon (graphique VI.10, cadre du milieu). Les banques qui disposaient d'importants fonds propres en 2006 n'ont guère recouru aux aides d'urgence entre 2007 et 2009. Surtout, seules celles dont les ratios de fonds propres étaient faibles en 2006 ont eu besoin de faire massivement appel aux aides d'urgence durant la crise. La distinction entre les deux catégories est très nette, même si l'on ne



tient pas compte d'autres déterminants majeurs du degré de résistance des banques à la crise, tels que le volant de liquidité⁶.

La crise a aussi mis en évidence la précarité des bénéfices des banques. Les établissements dont les fonds propres affichaient un rendement élevé à la veille de la crise ont dû être davantage aidés quand celle-ci s'est concrétisée (graphique VI.10, cadre de droite). Cela illustre bien la fragilité structurelle des modèles bancaires (tableau VI.1 et graphiques VI.1 et VI.2). Il était impossible, en effet, de verser durablement aux actionnaires des dividendes élevés reposant sur un fort effet de levier et une importante prise de risque, deux stratégies qui se sont révélées ingérables en période de tension.

Pour dégager durablement des revenus importants...

À l'avenir, la solidité des volants de fonds propres devrait améliorer la résilience des résultats des établissements financiers. À mesure que les marchés prendront conscience de ce phénomène, le coût du financement baissera et, ce faisant, le rendement des actifs du secteur augmentera. Comme, par ailleurs, des fonds propres plus élevés limitent l'effet de levier, les établissements financiers auront moins de latitude pour stimuler le rendement des fonds propres au prix de lourdes pertes en période difficile.

...il faut des bilans solides...

La baisse du rendement des fonds propres pourrait être une bonne chose, en fait, pour les investisseurs à long terme comme pour l'économie en général. L'expérience récente (graphique VI.10, cadre de droite) donne à penser que les détenteurs d'actions souhaiteront sans doute des rendements inférieurs mais plus stables, et susceptibles de dégager des bénéfices, ajustés au risque, plus importants. Pour l'économie dans son ensemble, l'incidence des crises financières et leur coût diminueraient si les résultats du secteur financier étaient plus stables.

En outre, une baisse du rendement des fonds propres par rapport aux niveaux atteints grâce aux garanties explicites et implicites des États favoriserait le bon fonctionnement du secteur financier. C'est ce soutien des États qui a conduit Moody's à relever récemment de trois crans la note moyenne des 50 plus grandes banques (*supra*). Étant donné le niveau des primes CDS des banques en 2009, ce relèvement fait baisser le coût de financement d'un point de pourcentage et améliore par là-même le rendement des fonds propres. Cela s'apparente à une subvention qui maintient les revenus du secteur financier à des niveaux artificiellement élevés et fausse les décisions économiques. L'accroissement des fonds propres des banques ne ferait donc pas qu'améliorer leur résilience : en abaissant le rendement des fonds propres, il permettrait aussi de contrebalancer les distorsions induites par les aides publiques.

Un calcul rapide montre dans quelle mesure l'accroissement des fonds propres d'une banque type neutralise l'effet du soutien des pouvoirs publics (encadré) : quand on relève les fonds propres, quelle que soit l'importance du relèvement, leur rendement reste dans bien des cas supérieur à ce qu'il aurait été avec le niveau initial de fonds propres, mais sans la subvention induite par la garantie de l'État. Sur le graphique VI.A (cadres de gauche), cela correspond

...et des marchés du financement qui récompensent la prudence

⁶ Pour des données supplémentaires montrant qu'un ratio de fonds propres plus élevé favorise de meilleurs résultats en temps de crise, voir A. Beltratti et R. Stulz, *Why did some banks perform better during the credit crisis? A cross-country study of the impact of governance and regulation*, NBER Working Papers, n° 15180, juillet 2009 ; K. Buehler, H. Samandari et C. Mazingo, *Capital ratios and financial distress: lessons from the crisis*, McKinsey Working Papers on Risk, n° 15, décembre 2009.

Fonds propres et rentabilité d'une banque type

Quel effet un relèvement des exigences de fonds propres aura-t-il sur les profits des banques et comment réagiront celles-ci ? Le présent encadré vise à donner des réponses quantitatives et à les mettre en perspective en attribuant une valeur aux avantages que tirent les banques d'un soutien de l'État. Les résultats, présentés au graphique VI.A, sont basés sur les bilans et comptes de résultat, à fin 2006, des systèmes bancaires nationaux de la zone euro, tels que publiés par l'OCDE. L'établissement d'une moyenne entre systèmes bancaires permet d'obtenir le bilan et le compte de résultat d'une banque type, présentant un effet de levier (ratio actifs/fonds propres) de 20, une rentabilité des fonds propres (revenu net/capital social) de 14 % et des charges d'exploitation égales à 40 % des charges d'intérêts. On présume dans un premier temps que la banque pratique un taux d'intérêt sur prêts de 6 % (ratio revenu d'intérêts/actifs productifs d'intérêt) et que 60 % de ses fonds propres peuvent être qualifiés de fonds propres réglementaires.

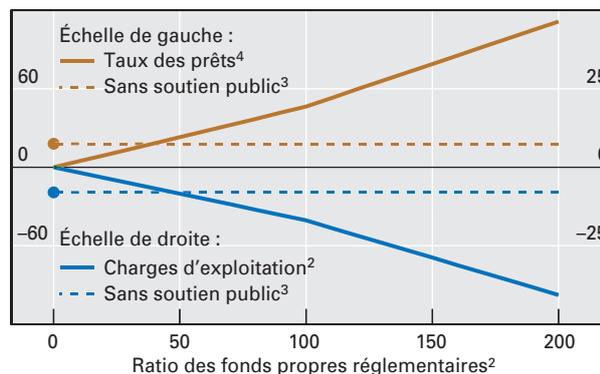
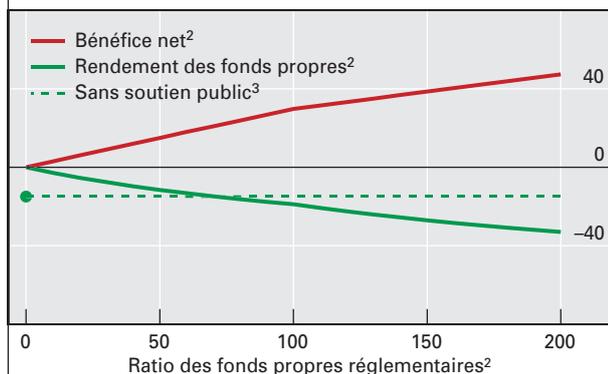
Les deux cadres de gauche du graphique illustrent l'incidence d'un relèvement des exigences de fonds propres sur le bénéfice net et sur la rentabilité des fonds propres. L'hypothèse sous-jacente est que la banque satisfait à des exigences plus élevées en convertissant en actions une fraction uniforme de ses différents instruments de dette, sans toucher à l'actif de son bilan. La diminution de l'effet de levier qui en résulte améliore la solvabilité de la banque, avec pour conséquence une réduction des taux d'intérêt supposée porter uniquement sur ses propres émissions obligataires. À revenus constants, cette baisse des coûts de financement accroît le bénéfice net comme indiqué par les lignes rouges sur le graphique.

Effet d'un accroissement des fonds propres

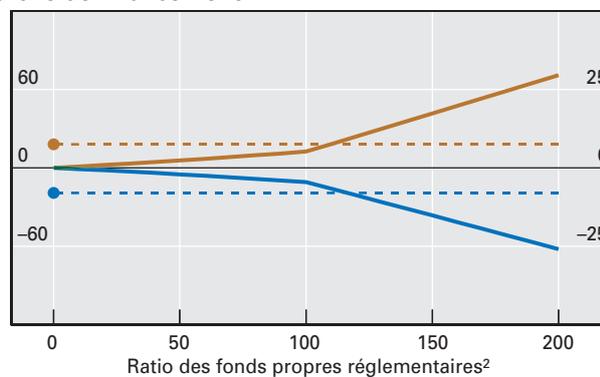
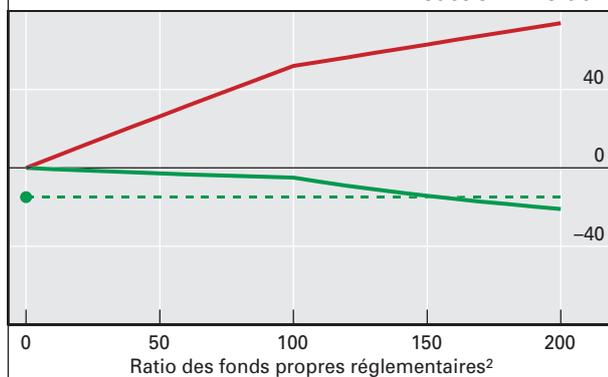
Rentabilité

Ajustements compensatoires¹

Réaction modeste du marché de financement



Réaction vive du marché de financement



¹ La variation représentée du taux des prêts et des charges d'exploitation se fonde sur un rendement des fonds propres constant.

² Variation, en %. ³ Effet sur le rendement des fonds propres (cadres de gauche) et ajustements compensatoires du taux des prêts et des charges d'exploitation (cadres de droite) dans l'hypothèse d'un niveau de fonds propres inchangé et d'une augmentation de 1 pt de % des coûts de financement. ⁴ Variation, en pb.

Source : OCDE.

Graphique VI.A

Outre cette incidence positive sur le bénéfice net, un relèvement des fonds propres réduit l'effet de levier, induisant un effet négatif net sur la rentabilité des fonds propres (lignes vertes).

Plus la réaction du marché de financement aux variations du ratio de fonds propres de la banque est vive, plus l'incidence positive sur le bénéfice net est forte et plus l'incidence négative sur la rentabilité des fonds propres est faible. Les cadres du haut et du bas illustrent différentes hypothèses à cet égard. Une modeste réaction du marché se traduit par une baisse de 15 % (17 %) du coût de refinancement pour une hausse de 100 % (200 %) des fonds propres réglementaires. À un taux de référence sans risque de 3,5 %, ces baisses correspondent à la diminution des primes CDS dans la zone euro quand les notations de crédit sont passées de A à AA (à AAA) en 2005. Une vive réaction du marché, d'une ampleur correspondant à la contraction des primes CDS en 2006, induit une baisse de 40 % (48 %) du taux de refinancement.

Les cadres de droite illustrent deux façons possibles de restaurer la rentabilité des fonds propres initiale de la banque compte tenu des nouvelles exigences : augmenter le taux pratiqué (lignes marron) ou réduire les charges d'exploitation (lignes bleues).

Pour mettre ces résultats en perspective, le graphique montre aussi comment le retrait du soutien de l'État pourrait peser sur les bénéficiaires. Selon Moody's, sans le soutien des pouvoirs publics, la notation des 50 plus grandes banques se serait détériorée en moyenne de 3 crans (de Aa3 à A3) en 2009. Selon des données récentes sur les primes CDS, un tel déclassement accroîtrait de 1 point de pourcentage le taux d'intérêt payé par les banques sur leurs titres. Dans les cadres de gauche, les pointillés représentent la baisse de la rentabilité des fonds propres de la banque type, les fonds propres étant à leur niveau initial. Dans ceux de droite, les pointillés indiquent l'augmentation correspondante du taux d'intérêt prêteur et la réduction des charges d'exploitation qui permettraient à la banque de maintenir son niveau de rentabilité des fonds propres en l'absence d'un soutien de l'État.

à la zone dans laquelle les lignes vertes continues sont au-dessus des lignes en pointillé. Concrètement, lorsque le marché du financement récompense généreusement un bilan solide, un relèvement des fonds propres allant jusqu'à 150 % a moins d'effet sur leur rendement qu'un retrait des garanties publiques (cadre inférieur gauche).

La banque pourrait compenser la hausse du coût de ses fonds propres par rapport à sa dette en diminuant ses charges d'exploitation ou en relevant le taux de ses prêts (graphique VI.A, cadres de droite). À condition que le marché du financement réagisse fortement à la résilience accrue du bilan de la banque, la réduction des charges pourrait être modérée (cadre inférieur droit). À titre d'exemple, la réduction du niveau des charges qui maintient le rendement des fonds propres à son niveau initial pour un relèvement des fonds propres allant jusqu'à 120 % est inférieure à celle qui donnerait le même résultat si le niveau des fonds propres restait inchangé mais si l'aide de l'État cessait (lignes bleues continues et en pointillé). Il en va de même si la banque relève le taux de ses prêts (lignes brunes).

Synthèse

La crise a révélé les carences dont souffre le modèle opérationnel du secteur financier depuis plusieurs décennies. Les établissements financiers étant parvenus à assurer à leurs fonds propres des rendements compétitifs en faisant jouer un effet de levier important sur des bilans opaques et illiquides, leurs résultats ont été à tout moment volatils, et insuffisants en période de tensions généralisées. Il est d'autant plus nécessaire d'améliorer la résilience

du secteur que celui-ci joue un rôle croissant dans l'activité économique et que l'intermédiation financière s'internationalise. L'augmentation des volants de sécurité prudentiels et la réduction de l'effet de levier permettront d'améliorer la résilience structurelle du secteur financier. La poursuite des efforts des banques pour revoir leur structure de coûts, consolider les bilans et éliminer les surcapacités jettera les bases d'une rentabilité pérenne.