

VI. Risques présents et émergents dans le paysage financier

Dans le sillage de la crise, la modification des perceptions du risque, la mise en place de nouveaux cadres réglementaires et la faiblesse persistante des taux d'intérêt dans les économies avancées ont marqué de leur empreinte les comportements et les modèles opérationnels des établissements financiers. Les banques poursuivent leur adaptation aux nouvelles dispositions réglementaires et multiplient leurs efforts pour regagner la confiance des marchés, tandis que les investisseurs institutionnels se sont défaits de leurs expositions classiques. Parallèlement, l'influence croissante des gestionnaires d'actifs est en train de redéfinir les contours du risque systémique.

Les performances des banques des économies avancées restent en deçà de celles de leurs homologues des économies de marché émergentes (EME). Les banques ont injecté une bonne part de leurs bénéfices dans leurs fonds propres réglementaires, ce qui augure favorablement de l'avenir. Malgré ces améliorations, cependant, les marchés restent sceptiques quant à la capacité des établissements à tirer leur épingle du jeu dans un environnement difficile, marqué par des taux d'intérêt faibles et une activité économique atone. Si elle perdure, cette situation érodera les bénéfices des banques et accentuera leur exposition au risque de taux d'intérêt, mettant leur résilience à rude épreuve. Par contraste, les banques des EME continuent de bénéficier de la confiance des marchés grâce à la vigueur de leurs économies nationales, qui parvient encore à masquer des déséquilibres financiers grandissants (chapitre III).

La persistance de taux d'intérêt faibles est particulièrement problématique pour les investisseurs institutionnels. Face à l'envolée de la valeur de leurs engagements et au faible rendement de leurs actifs, les compagnies d'assurance expérimentent de nouvelles stratégies d'investissement et reportent de plus en plus les risques sur leurs clients. Bien que ces mesures se soient révélées payantes jusqu'à présent, elles ne seront peut-être pas suffisantes pour contrebalancer les effets négatifs de la stagnation des valeurs boursières et de l'érosion des rendements des titres à revenu fixe. Confrontés à des difficultés analogues, les fonds de pension accusent des déficits élevés et croissants qui pourraient porter un coup dur à l'économie réelle.

L'intermédiation de marché a comblé le vide laissé par des banques en difficulté. Le secteur de la gestion d'actifs, en particulier, a connu une croissance rapide, engendrant de nouveaux risques en même temps qu'il soutenait l'activité économique. Même lorsque les gestionnaires d'actifs recourent peu à l'effet de levier, leur mandat d'investissement peut donner lieu à ce type de comportement, qui amplifie et propage les tensions financières. Ces dernières années, les gestionnaires d'actifs ont répondu aux besoins d'investisseurs en quête de rendement en orientant les fonds vers les EME. Cette stratégie a alimenté l'euphorie financière dans ces pays, et peut-être exacerbé les vulnérabilités. Plus généralement, l'influence potentielle des gestionnaires d'actifs sur la stabilité financière a attiré l'attention des instances de réglementation.

Le présent chapitre est structuré comme suit : après avoir passé en revue les performances récentes des banques et les progrès qu'elles ont accomplis sur la voie de la résilience, la première section examine les défis auxquels elles vont être confrontées à moyen terme. Les deux sections suivantes procèdent à la même

analyse pour, respectivement, les compagnies d'assurance et les fonds de pension. La dernière section recense les nouveaux types de risque associés au secteur de la gestion d'actifs et examine des solutions que les pouvoirs publics pourraient y apporter.

Banques : les perceptions des marchés engendrent des défis ou les masquent

Les performances des banques des économies avancées et des EME ont été déterminées par des conditions divergentes. Alors même que leurs bénéficiaires étaient mis à mal par une croissance économique morose, des taux d'intérêt faibles et des frais de justice considérables, les banques des économies avancées se sont employées à renforcer leurs bilans en réponse à la refonte du cadre réglementaire. Néanmoins, le scepticisme persistant des marchés a entamé l'avantage dont bénéficiaient ces établissements en termes de coûts de financement – et qui est le fondement même de leur fonction d'intermédiation. Pour leur part, les banques des EME ont conservé la confiance des marchés et profité de l'euphorie financière locale – une phase qui arrive à son terme sur certaines places.

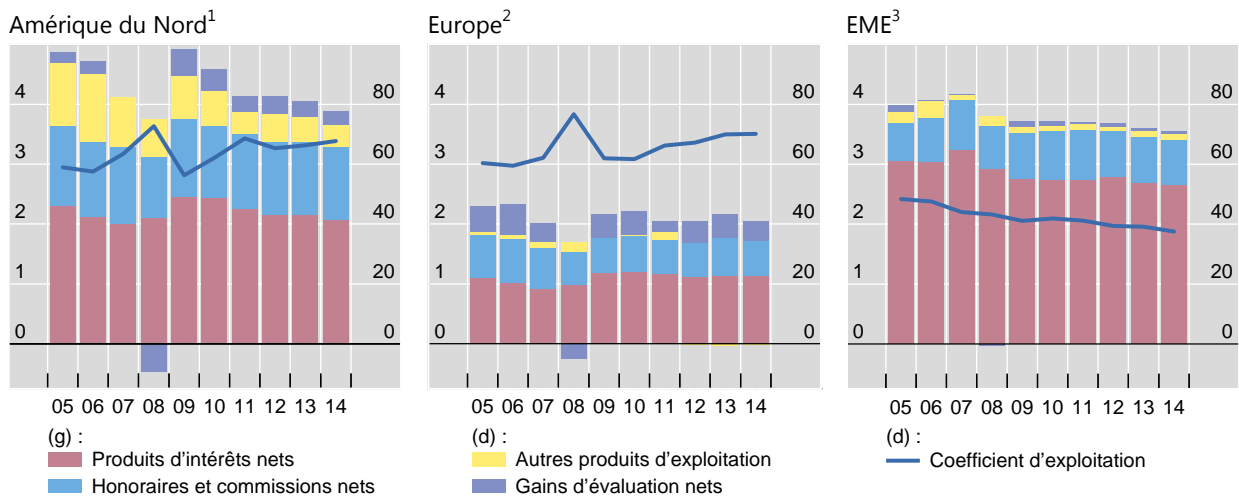
Les performances récentes des banques et leurs efforts pour redresser leur santé financière

Le secteur bancaire a obtenu des résultats mitigés au cours des six dernières années. Tandis que les banques des États-Unis ont dégagé des bénéfices élevés et robustes, bon nombre de leurs homologues européennes ont accusé en 2014 des

Atonie des recettes dans le secteur bancaire

En %

Graphique VI.1



Pour le nombre de banques dans chaque groupe, voir tableau VI.1. Revenus déclarés en proportion du total de l'actif.

¹ Canada et États-Unis. ² Allemagne, Espagne, France, Italie, Royaume-Uni, Suède et Suisse. ³ Brésil, Chine, Inde et Russie.

Sources : Bankscope ; et calculs BRI.

résultats très en retrait de ceux enregistrés immédiatement après la crise (tableau VI.1). En arrière-plan, les produits d'intérêts nets – principale source de recettes des banques – ont légèrement diminué des deux côtés de l'Atlantique (graphique VI.1, cadres de gauche et du milieu). Étant donné que ces banques n'ont pas compensé le déclin de leurs recettes par une réduction de leurs charges d'exploitation, les coefficients d'exploitation ont régulièrement augmenté entre 2009 et 2014 (courbes en bleu). De leur côté, les banques des EME affichent des coefficients d'exploitation en baisse et, à l'exception des établissements russes, elles ont maintenu des bénéfices élevés.

Les bénéfices ont été le moteur principal de l'amélioration régulière de la situation des fonds propres réglementaires des banques, aussi bien dans les EME que dans les économies avancées. L'augmentation de 45 % de la composante dure des fonds propres de base (CET1) des grandes banques survenue entre la mi-2011 et la mi-2014 a été financée en majeure partie par les bénéfices non distribués (graphique VI.2, courbe en rouge). Du fait du léger recul des actifs pondérés des risques, le ratio réglementaire correspondant pour CET1 a augmenté durant la même période, passant d'environ 7 % à 11 %. Pour que cette tendance puisse être interprétée sans équivoque comme une amélioration de la résilience des banques, il faudrait que la baisse du coefficient moyen de pondération des risques – représentée par l'écart croissant entre les courbes bleue et jaune – traduise

Rentabilité des grandes banques

En % du total de l'actif

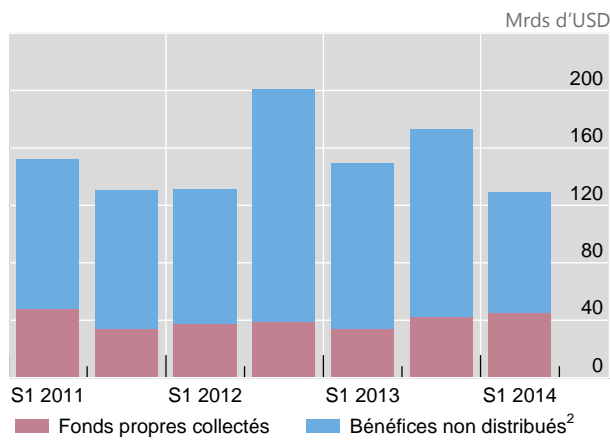
Tableau VI.1

	Bénéfices avant impôts				Marge d'intérêt nette				Provisions pour pertes sur prêts			
	2009–2010	2011–2012	2013	2014	2009–2010	2011–2012	2013	2014	2009–2010	2011–2012	2013	2014
Allemagne (4)	0,11	0,14	0,10	0,18	0,85	0,87	0,99	0,91	0,22	0,13	0,17	0,10
Australie (4)	1,04	1,18	1,27	1,28	1,89	1,82	1,78	1,75	0,43	0,20	0,17	0,11
Canada (6)	0,84	1,05	1,05	1,06	1,63	1,63	1,65	1,60	0,34	0,20	0,17	0,16
Espagne (3)	1,00	0,35	0,47	0,73	2,44	2,36	2,32	2,29	0,92	1,15	0,96	0,80
États-Unis (9)	0,58	0,95	1,24	1,11	2,69	2,41	2,32	2,23	1,52	0,47	0,21	0,20
France (4)	0,31	0,23	0,32	0,22	1,02	0,98	0,89	0,82	0,30	0,21	0,20	0,15
Italie (3)	0,36	-0,61	-1,32	-0,06	1,84	1,71	1,59	1,57	0,70	0,79	1,48	1,06
Japon (5)	0,14	0,55	0,59	0,70	1,01	0,89	0,83	0,81	0,37	0,10	0,08	0,02
Royaume-Uni (6)	0,27	0,26	0,22	0,39	1,15	1,10	1,08	1,14	0,74	0,38	0,35	0,11
Suède (4)	0,48	0,64	0,74	0,75	0,96	0,87	0,95	0,88	0,29	0,06	0,07	0,06
Suisse (3)	0,41	0,18	0,38	0,29	0,55	0,57	0,73	0,78	0,05	0,01	0,01	0,01
Bésil (3)	2,29	1,66	1,38	1,66	5,37	4,51	3,84	3,76	1,54	1,29	1,20	0,98
Chine (4)	1,51	1,78	1,86	1,83	2,12	2,37	2,38	2,45	0,26	0,27	0,25	0,33
Inde (3)	1,37	1,41	1,41	1,15	2,28	2,78	2,82	2,81	0,46	0,60	0,57	0,68
Russie (3)	1,22	2,60	2,04	0,96	5,12	4,16	4,15	3,49	2,98	0,28	0,79	1,58

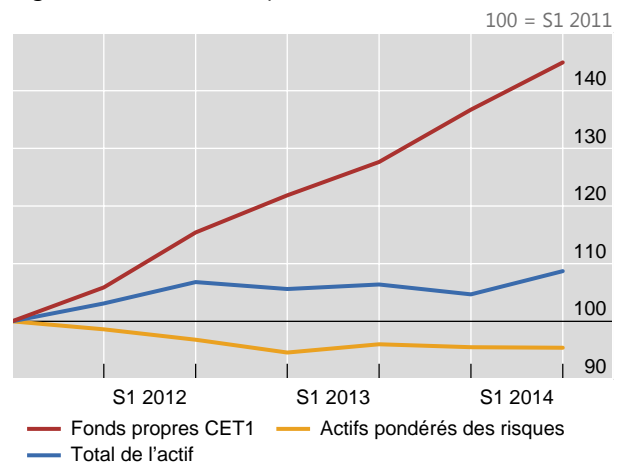
Périodes pluriannuelles : moyennes arithmétiques ; entre parenthèses, nombre de banques incluses.

Sources : Bankscope ; et calculs BRI.

Sources de fonds propres CET1



Évolution de la situation des fonds propres réglementaires des banques³



¹ Banques d'envergure internationale dont les fonds propres de base (« Tier 1 », T1) sont supérieurs à 3 milliards d'euros ; CET1 = actions ordinaires et assimilées de T1. ² Bénéfices après impôts diminués des dividendes sur les actions ordinaires. ³ Reflète les définitions de Bâle III.

Sources : Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Basel III Monitoring Report*, mars 2015 ; et calculs BRI.

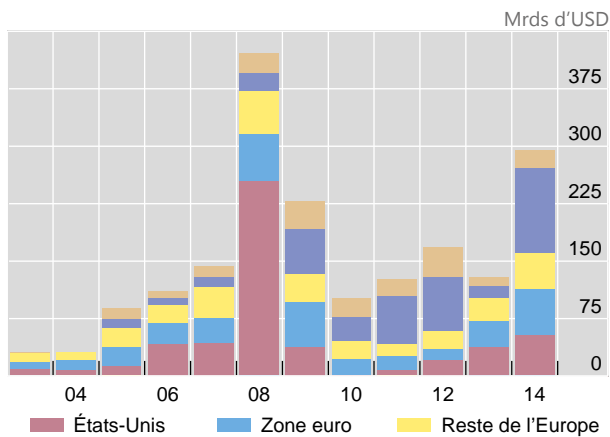
l'adoption par les banques d'une approche prudente, privilégiant les emprunteurs à risque plus faible.

Certains choix stratégiques attestent *de facto* que les banques sont devenues plus circonspectes. Par exemple, la réévaluation, après la crise, de leurs arbitrages coûts/avantages a conduit de nombreuses banques à réduire ou annoncer la réduction de leurs opérations de banque d'investissement. Cette reconfiguration des modèles opérationnels a contribué à une baisse des activités de tenue de marché (encadré VI.A). De même, les leçons tirées de la crise et la refonte récente du cadre réglementaire ont incité les banques à s'engager avec prudence sur les marchés de la titrisation (encadré VI.B).

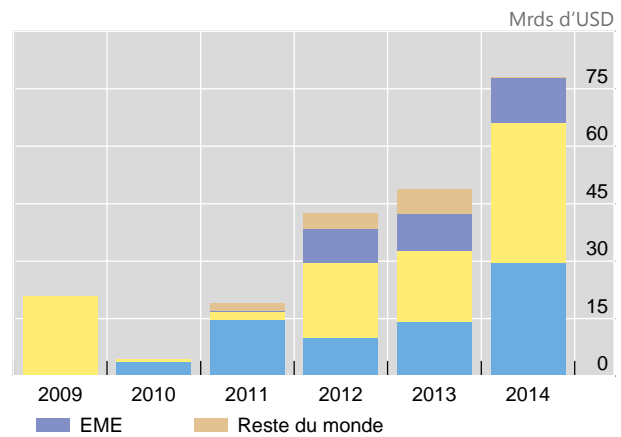
Cela étant, il est à craindre que le déclin général des coefficients de pondération des risques résulte aussi en partie d'une déclaration opportuniste des données. Pour économiser sur les fonds propres réglementaires, les banques sont incitées à biaiser leurs estimations du risque à la baisse. Aussi, pour donner aux investisseurs et observateurs l'assurance que les banques ne cèdent pas à cette tentation, les autorités de contrôle doivent être en mesure de valider les estimations du risque de façon régulière, transparente et convaincante.

En ce qui concerne le passif, les banques ont profité du bas niveau des taux d'intérêt pour émettre des titres qui occupent une position intermédiaire dans la structure des fonds propres et peuvent donc servir à absorber les pertes (graphique VI.3, cadre de gauche). Le volume net des émissions d'obligations subordonnées et d'actions privilégiées (financements mezzanine) s'est envolé en 2008, principalement sous l'effet des recapitalisations soutenues par le gouvernement fédéral américain. Par la suite, ce sont les banques européennes et des EME qui se sont taillé la part du lion des émissions nettes – avec une baisse temporaire en 2013 due à l'anticipation de nouvelles normes réglementaires en Chine. Les activités de financement mezzanine dans le monde s'effectuent en partie sous la forme d'obligations convertibles sous condition (CoCo), admissibles au titre

Financement mezzanine¹



Émission d'obligations CoCo



¹ Comprend les obligations de la catégorie investissement et les actions privilégiées.

Sources : Bloomberg ; Dealogic ; et calculs BRI.

des fonds propres réglementaires (graphique VI.3, cadre de droite). Les émissions de CoCo se limitent pour le moment à quelques banques de certains pays.

Même si une bonne partie des instruments mezzanine émis par les banques ne sera pas comptabilisée dans les fonds propres réglementaires, la hausse récente des émissions s'inscrit dans le droit fil des récentes réformes, qui visent à rationaliser la procédure de résolution des défaillances des banques. Un document consultatif du Conseil de stabilité financière décrit de quelle manière les banques d'importance systémique mondiale (EBISm) doivent renforcer leur capacité d'absorption des pertes en vue d'une éventuelle résolution. L'objectif de ces propositions est d'assurer une restructuration autonome des banques, pour limiter les répercussions sur l'ensemble du système en cas de défaillance et alléger la charge supportée par les contribuables (encadré VI.C).

Défis et risques à venir

L'environnement de taux d'intérêt bas qui persiste dans les économies avancées assombrit les perspectives des banques. Étant donné que le coût des dépôts et autres sources de financement atteint vite un plancher dans ce contexte, le déclin des rendements sur les titres récemment acquis, la contraction des primes d'échéance et la baisse des taux prêteurs sur les marchés du crédit, très concurrentiels, érodent peu à peu les produits d'intérêts nets (encadré VI.D). La perte de rentabilité qui en résulte risque de saper la principale source de fonds propres des banques, à savoir les bénéfices non distribués, et donc de compromettre leur résilience.

Par ailleurs, la persistance de taux d'intérêt bas accroît l'exposition des banques au risque de hausse des taux d'intérêt. Tout comme la diminution des rendements a soutenu la valorisation des actifs ces dernières années, un processus de normalisation entraînerait à terme des pertes. Il en résulterait une diminution du capital social des banques, dans la mesure où leurs engagements à court terme sont très peu sensibles aux variations des taux d'intérêt. Par contraste, le raffermissement des taux d'intérêt devrait bénéficier aux compagnies d'assurance vie et aux fonds de

pension, dont les actifs ont généralement une durée de vie beaucoup plus courte que celle de leurs passifs (voir infra). Ces éventualités montrent combien il est important d'intégrer des protections réglementaires contre le risque de taux d'intérêt dans le portefeuille bancaire.

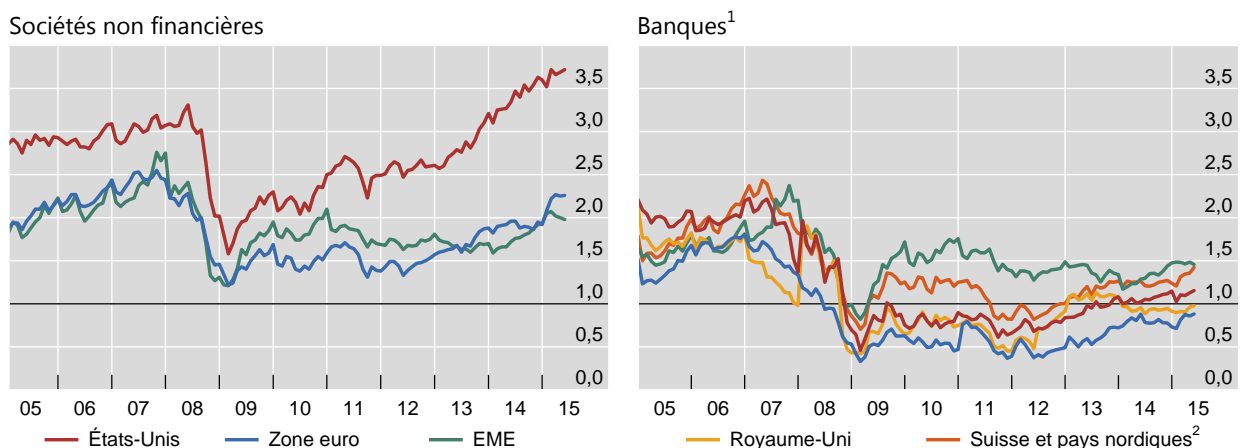
Les pertes sur prêts subies récemment laissent à penser que, pour certaines banques des économies avancées, les problèmes ne se limitent pas aux marges bénéficiaires et au risque de taux d'intérêt. Les grandes banques italiennes et espagnoles, en particulier, affichent systématiquement des pertes sur prêts supérieures à celles de leurs homologues (tableau VI.1). L'analyse sectorielle attribue les pertes de 2014 en partie seulement à l'assainissement des bilans consécutif à l'examen de la qualité des actifs par la BCE, et souligne que les pertes devront peut-être s'amplifier encore avant d'amorcer une décrue.

D'après les indicateurs fondés sur les cours, la perception des marchés à l'égard des banques des économies avancées est moins favorable que vis-à-vis des établissements des EME. Dans un contexte d'optimisme généralisé, dont témoignent les ratios cours/valeur comptable élevés observés dans le secteur non financier (graphique VI.4, cadre de gauche), les investisseurs sur les marchés boursiers se montrent réservés quant aux perspectives des banques américaines, suisses et nordiques, et relativement pessimistes à l'égard des banques du Royaume-Uni et de la zone euro (cadre de droite). Les agences de notation partagent le même point de vue : les notes intrinsèques – qui mesurent la résilience en l'absence de soutien extérieur – se sont fortement dégradées pendant les crises des prêts hypothécaires et de la dette souveraine, tant pour les banques européennes que pour les banques des États-Unis, et ne se sont pas rétablies depuis (graphique VI.5, cadre de gauche). À l'inverse, les établissements des EME affichent en moyenne des ratios cours/valeur comptable élevés et des notes intrinsèques en progression. Il reste maintenant à voir si ce vote de confiance serait maintenu dans l'éventualité où la situation locale viendrait à se dégrader (chapitre III).

Les marchés d'actions reflètent un scepticisme à l'égard des banques

Ratios cours/valeur comptable

Graphique VI.4



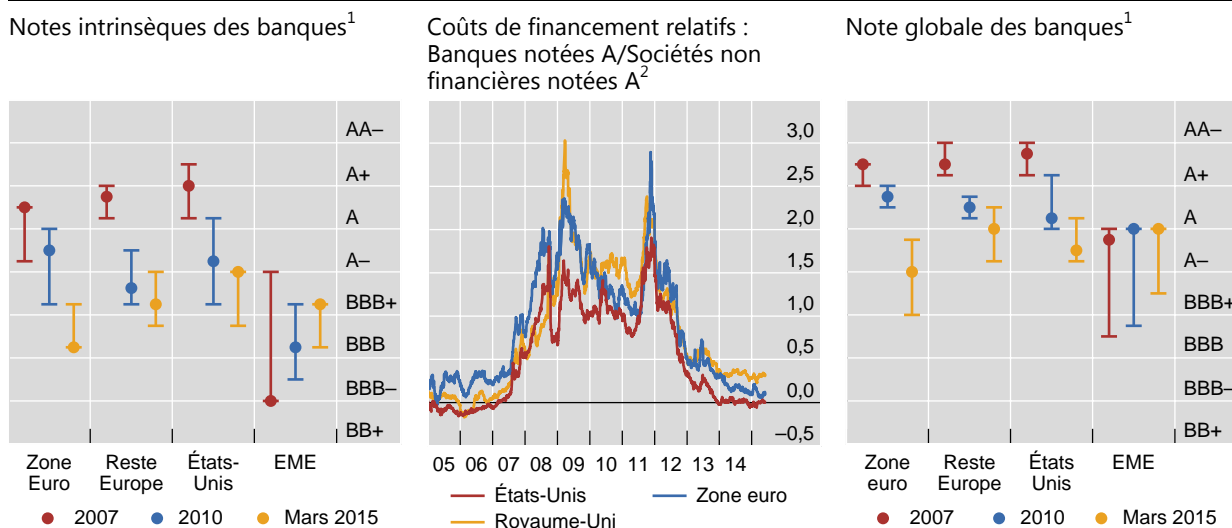
¹ Les agrégats sont obtenus en divisant la capitalisation boursière totale des établissements domiciliés dans une région par la valeur comptable totale correspondante des engagements. ² Danemark, Norvège et Suède.

Sources : Bank of America Merrill Lynch ; Datastream ; et calculs BRI.

Faute d'avoir réussi à rassurer les marchés ces dernières années, les banques des économies avancées ont perdu une bonne partie de leur avantage en termes de coûts de financement, pourtant essentiel à leur réussite. Cette situation est imputable à deux facteurs qui se sont mutuellement renforcés. Premièrement, à cause de l'incertitude qui a pesé sur les banques des économies avancées pendant, puis après, la crise financière, les intervenants sur le marché du crédit leur ont demandé, jusqu'en 2012, des tarifs beaucoup plus élevés qu'aux sociétés non financières ayant une note identique (graphique VI.5, cadre du milieu). L'écart s'est ensuite réduit mais n'a pas disparu pour les banques de la zone euro ni pour celles du Royaume-Uni. Deuxièmement, alors que les notes des sociétés non financières sont restées à peu près stables depuis la crise, les banques ont vu leur note globale (qui intègre la solidité financière intrinsèque et le soutien extérieur) se dégrader continuellement (graphique VI.5, cadre de droite). La diminution de l'avantage en termes de coûts de financement qui en est résulté pourrait expliquer en partie le déclin des activités classiques d'intermédiation des banques et la progression concomitante du financement de marché (voir infra).

La récente crise de la dette souveraine – et la façon dont les autorités nationales traitent les expositions souveraines – a contribué au recul des prêts des banques européennes aux entreprises¹. À rebours de la philosophie présidant aux normes réglementaires mondiales, les autorités nationales ont permis que les expositions des banques sur les emprunteurs souverains soient assujetties à des exigences moins strictes que leurs expositions envers les entreprises présentant le même profil de risque (encadré VI.E). Aussi, lorsque les primes de risque sur les obligations d'État se sont envolées au moment de la crise de la dette souveraine, les exigences de fonds propres et de liquidité à ce titre ont à peine varié. Les banques

L'avantage des banques en termes de coûts de financement pâtit de notes faibles Graphique VI.5



¹ Les segments sont délimités par le 20^e et le 80^e centiles pondérés des actifs ; le point représente la médiane pondérée des actifs. Données fondées sur la notation par Moody's de la solidité financière des banques (cadre de gauche) et de la dette à long terme des émetteurs (cadre de droite). ² Écart, corrigé des clauses optionnelles, sur un sous-indice représentant les banques, diminué de l'écart sur un sous-indice de sociétés non financières, divisé par ce dernier écart. Les sous-indices sont composés d'actifs en monnaie locale.

Sources : Bank of America Merrill Lynch ; Fitch Ratings ; Moody's ; et calculs BRI.

¹ B. Becker et V. Ivashina, « Financial repression in the European sovereign debt crisis », Swedish House of Finance, *Research Paper*, n° 14-13, 2014.

de la zone euro, en particulier, ont profité des opportunités que cela leur ouvrait en termes de bénéfices et ont remplacé leurs prêts aux entreprises par des obligations d'État. Les entités qui n'ont pas accès au financement de marché, telles que les petites et moyennes entreprises, ont fait les frais de ce déplacement du crédit.

Compagnies d'assurance : contrer les effets délétères du bas niveau des taux d'intérêt

Tandis que le secteur bancaire a été en partie épargné par l'impact du bas niveau des taux d'intérêt, les compagnies d'assurance en ressentent déjà durement les effets néfastes. D'une part, la persistance de taux faibles a porté un coup sérieux à leur rentabilité en infléchissant le rendement de leurs nouveaux placements. Parallèlement, suite à l'adoption de nouvelles règles comptables pour l'actualisation des obligations futures, les taux d'intérêt élevés qui prévalaient au moment de la signature des contrats ont été remplacés par les taux actuels, plus bas, ce qui a gonflé la valeur des engagements. Dans ce contexte, et malgré l'optimisme manifesté par les investisseurs sur les marchés boursiers, les notations de crédit traduisent des inquiétudes quant à la situation des assureurs.

Les performances en demi-teinte des compagnies d'assurance multirisques en 2014 sont la résultante de forces antagonistes. La forte croissance des primes a eu une incidence favorable sur la rentabilité dans plusieurs pays (tableau VI.2). Ainsi, entre la mi-2013 et la mi-2014, elle a contribué à un léger déclin du ratio combiné – c'est-à-dire le rapport entre, d'une part, la somme des pertes de souscription, des dépenses et des dividendes des assurés et, d'autre part, le revenu des primes – des assureurs européens du secteur non-vie, qui s'est établi à 94 %. Néanmoins, aux États-Unis, les compagnies ont été confrontées à de lourdes dépenses et pertes

Rentabilité du secteur de l'assurance

En %

Tableau VI.2

	<i>Non-vie</i>						<i>Vie</i>					
	Croissance des primes			Rendement des investissements			Croissance des primes			Rendement des investissements		
	2010–2011	2012–2013	2014	2010–2011	2012–2013	2014	2010–2011	2012–2013	2014	2010–2011	2012–2013	2014
Allemagne	-0,4	3,8	4,0	3,4	3,3	3,0	1,3	2,5	...	4,0	5,0	...
Australie	3,4	8,0	1,6	7,2	6,2	6,0	5,8	4,9	29,7
États-Unis	1,5	3,1	5,9	3,7	3,4	2,9	10,3	-3,1	11,0	4,8	4,6	4,6
France	3,9	0,9	1,7	2,4	2,1	1,7	-5,4	-1,0	...	3,2	4,9	...
Japon	1,0	4,7	3,7	1,5	1,8	1,2	5,3	0,2	6,3
Pays-Bas	3,4	0,2	...	2,0	2,0	...	1,1	-8,4	-12,1	5,4	4,8	...
Royaume-Uni	2,3	3,5	3,9	3,6	3,6	2,7	-0,8	-0,2	2,0

Périodes pluriannuelles : moyennes arithmétiques.

Sources : Swiss Re, base de données sigma ; et autorités nationales de contrôle.

pour catastrophes naturelles, qui ont annulé une bonne partie des gains issus de la croissance des primes ; le ratio combiné s'est chiffré à 99 %. Dans le même temps, le déclin régulier et généralisé du rendement des investissements a affaibli la rentabilité des assureurs du secteur non-vie sur presque toutes les grandes places.

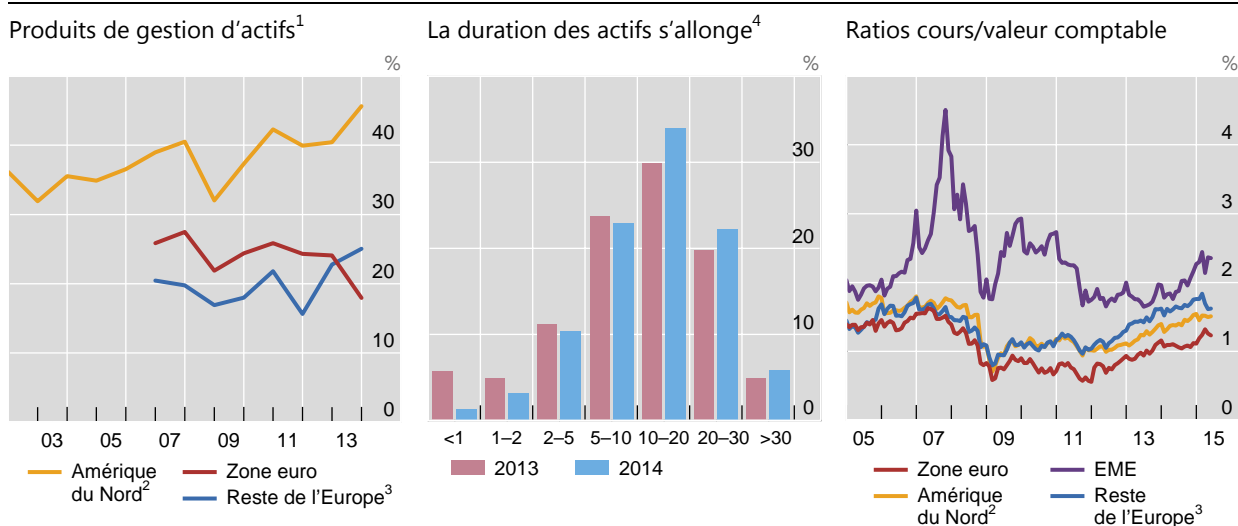
Malgré les difficultés qu'entraîne leur lourde dépendance à l'égard des revenus de placements, les compagnies d'assurance vie ont vu leurs résultats s'améliorer. Ces progrès s'expliquent notamment par la réduction des coûts et la contribution croissante de nouveaux secteurs d'activité, en particulier la vente de produits de gestion d'actifs. D'après les estimations de la profession, le rendement des fonds propres dans le secteur est passé de moins de 10 % en 2012 à environ 12 % en 2014.

Certaines tendances observées dans le secteur de l'assurance vie semblent dénoter une gestion des risques plus prudente. Ainsi, la part croissante des produits de gestion d'actifs dans les engagements des compagnies d'assurance vie nord-américaines, suisses et britanniques (graphique VI.6, cadre de gauche) illustre un transfert du risque financier sur les clients. Sur le plan de l'actif, les compagnies européennes ont allongé la durée de leurs portefeuilles obligataires (graphique VI.6, cadre du milieu), d'où une diminution des écarts de durée estimés.² Si ces estimations semblent traduire une amélioration de la solidité des bilans, il convient de les interpréter avec prudence en raison de leur sensibilité aux hypothèses relatives aux taux d'actualisation et au comportement des assurés.

Parallèlement, le profil de risque des actifs des compagnies d'assurance s'est dégradé au cours des dernières années, quoiqu'à partir d'un profil de référence

Compagnies d'assurance : évolution des perceptions du marché et des modèles opérationnels

Graphique VI.6



¹ En pourcentage des engagements au titre des polices d'assurance vie et maladie. Les produits de gestion d'actifs désignent des engagements associés à des contrats en unité de compte (*separate account liabilities* pour les compagnies américaines et *unit-linked liabilities* pour les compagnies européennes). ² Canada et États-Unis. ³ Suisse et Royaume-Uni. ⁴ Valeur comptable des obligations d'État des pays de l'OCDE détenues par les compagnies d'assurance allemandes, part du total, par tranche d'échéance.

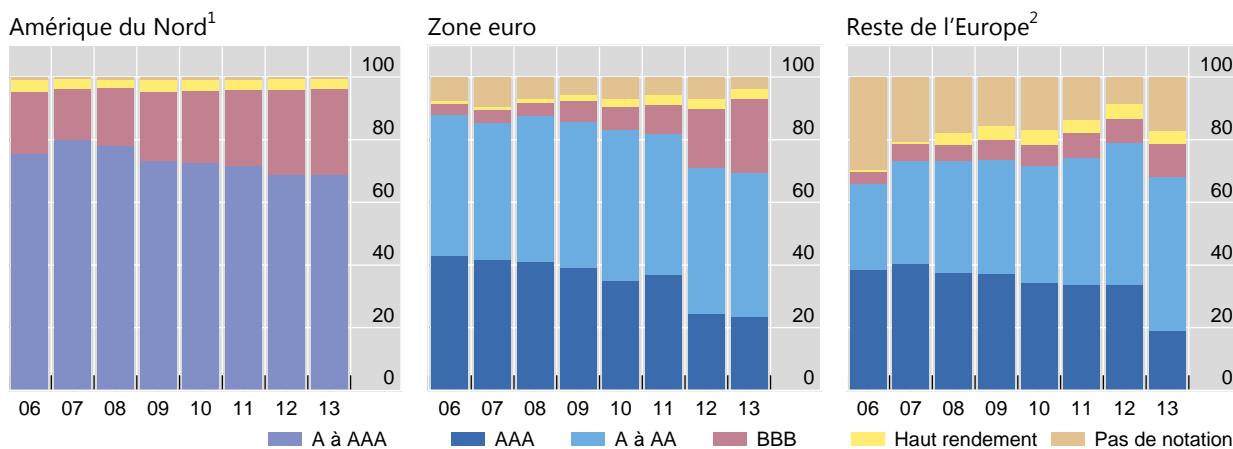
Sources : Deutsche Bundesbank ; Datastream ; SNL ; et calculs BRI.

² Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles, *Financial Stability Report*, décembre 2014, p. 37.

Les compagnies d'assurance s'orientent vers des placements moins bien notés

En % des titres assortis d'un risque de crédit

Graphique VI.7



¹ Canada et États-Unis. ² Danemark, Norvège, Royaume-Uni et Suisse.

Sources : SNL ; et calculs BRI.

prudent. Pressées par la réglementation et leurs mandats institutionnels de détenir essentiellement des titres de la catégorie investissement, les compagnies d'assurance ont vu la composition de leurs actifs se modifier, les titres les mieux notés cédant du terrain face aux titres les moins bien notés dans cette catégorie (graphique VI.7). Cette réorientation pourrait s'expliquer en partie par l'effritement de la qualité de crédit de l'encours des titres, mais il se peut également qu'elle réponde à une quête active de rendement. Par ailleurs, tandis que les compagnies des États-Unis se focalisaient principalement sur les marchés des obligations d'entreprise et des créances hypothécaires, leurs homologues européennes se sont tournées vers les obligations souveraines pour satisfaire leurs besoins de rendement. Les autorités nationales ont, de fait, encouragé ce comportement puisqu'elles ont autorisé les compagnies d'assurance – comme les banques – à appliquer une pondération du risque nulle aux titres souverains, y compris ceux dont la note était basse ou se dégradait.

Les marchés d'actions et les agences de notation révèlent des perceptions différentes du secteur de l'assurance. Les ratios cours/valeur comptable progressent depuis 2011 dans les principales économies avancées ; dans les EME, ils ont commencé à augmenter à la mi-2014, à partir de niveaux qui étaient déjà hauts (graphique VI.6, cadre de droite). Cette tendance pourrait refléter une amélioration de la solidité financière mais aussi l'euphorie générale des marchés (chapitre II). Par contraste, les notes des assureurs se sont fortement dégradées depuis la crise financière et se sont à peine redressées depuis. L'une des causes probables de cette détérioration est la crainte que la croissance des tarifs et des primes – un facteur qui a considérablement porté les bénéfices récents des assureurs – n'arrive en bout de course.

Fonds de pension : des déficits croissants

La situation des marchés financiers et l'évolution démographique ont mis les fonds de pension à rude épreuve. Cause majeure de leurs maux, la persistance de taux d'intérêt bas, qui pèsent sur le rendement des investissements et les taux d'actualisation. Sous l'effet de la baisse des taux d'actualisation, la valeur actualisée des engagements des fonds de pension augmente plus rapidement que la valeur actualisée de leurs actifs, qui sont généralement de durée beaucoup plus courte. La conséquence en est un creusement des déficits, ce qui pourrait, à terme, pénaliser l'économie dans son ensemble.

Les taux d'actualisation varient considérablement d'un pays à l'autre : d'après des rapports de la profession portant sur les fonds de pension d'entreprise dans les économies avancées, ils s'échelonnaient, en 2013, entre 4 % en Amérique du Nord et 1,5 % au Japon. Cet écart reflète des différences entre les marchés locaux ainsi qu'entre les normes comptables. La plupart des méthodes comptables lient le taux d'actualisation soit au rendement à long terme attendu des actifs du fonds, soit aux rendements de marché observés pour les titres à faible risque, tels que les obligations ayant une note élevée. Dans les deux cas, le taux d'actualisation diminue avec les rendements obligataires, mais dans une mesure qui varie selon les juridictions et selon les secteurs dans une même juridiction.

Pour ce qui est des normes comptables, les fonds des États-Unis offrent un bon exemple de leur incidence. Par exemple, d'après des sources nationales, le taux d'actualisation moyen, fondé sur le rendement, qu'appliquent les fonds de pension publics américains peut être supérieur de 300 points de base au taux déclaré par certains fonds du secteur privé. Pour mettre ce chiffre en perspective, rappelons qu'une diminution de 400 points de base du taux d'actualisation accroîtrait de plus de 80 % la valeur des engagements d'un fonds de pension américain standard. Cela étant, les modifications récentes et attendues des normes comptables américaines devraient réduire cet écart.

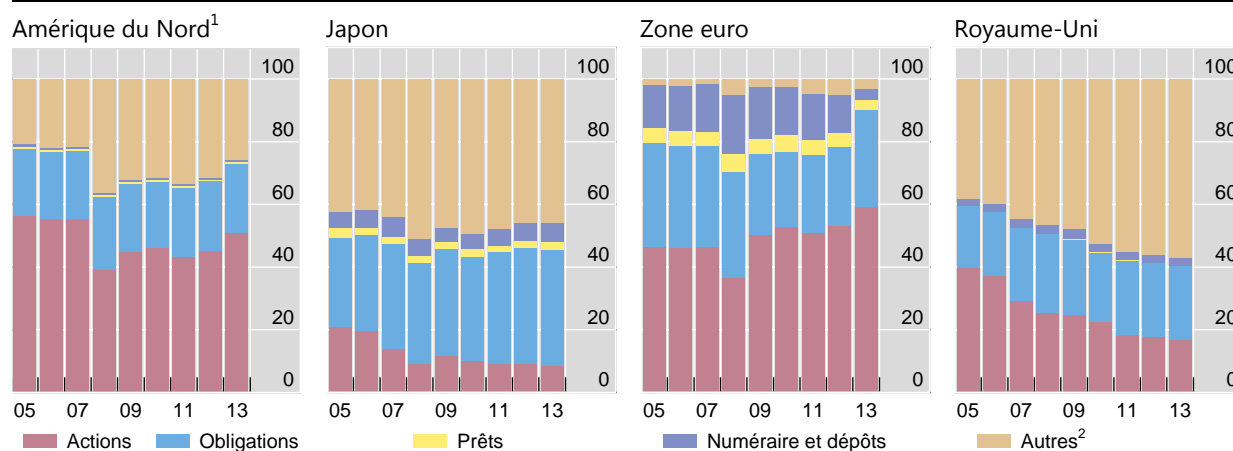
Dans un contexte de taux d'intérêt excessivement bas, les interventions des pouvoirs publics ont apporté un répit temporaire. Ainsi, les instances de réglementation ont autorisé des hausses de taux d'actualisation en 2012, en partie pour répondre aux préoccupations du secteur, qui reprochait aux taux en vigueur de découpler les coefficients de capitalisation déclarés des conditions de financement intrinsèques des fonds de pension. Cette mesure a été soit directe – par exemple, établissement de taux d'actualisation planchers en Suède et relèvement des taux d'actualisation à long terme au Danemark –, soit indirecte – par exemple, utilisation d'horizons plus longs, à 25 ans, pour le calcul des fourchettes de taux aux États-Unis. De même, suite à des modifications de la réglementation américaine en 2012, il est devenu plus intéressant pour les fonds de transférer des contrats vers les compagnies d'assurance et de verser des sommes forfaitaires aux titulaires de plans de retraite.

Cette évolution des obligations contractuelles s'inscrit dans une stratégie de gestion des risques mise en place de longue date dans le secteur. Sur la plupart des principaux marchés, les régimes de retraite à cotisations définies – dans lesquels les souscripteurs assument le risque d'investissement – ont connu une croissance plus soutenue que les régimes à prestations définies, qui garantissent un certain revenu aux souscripteurs. Concrètement, les régimes à cotisations définies ont vu leur part dans le total des engagements des fonds de pension grimper de 39 % en 2004 à 47 % en 2014, selon les estimations. Cette tendance devrait se poursuivre, compte

Les fonds de pension semblent se détourner des actions

En % du total de l'actif financier

Graphique VI.8



¹ Canada et États-Unis. ² Comprend les investissements en parts de fonds communs de placement.

Sources : OCDE ; et calculs BRI.

tenu de la progression de l'espérance de vie, qui élève la valeur actualisée des obligations des fonds de pension.

En parallèle, les fonds de pension ont réagi au déclin du rendement de leurs actifs en réduisant leur exposition aux risques classiques et en s'engageant sur la voie des investissements dits alternatifs – immobilier, fonds spéculatifs, capital-investissement et matières premières. D'après les estimations de la profession, la part de ces placements dans les portefeuilles d'actifs des fonds de pension a augmenté – passant de 5 % en 2001 à 15 % en 2007 puis à 25 % en 2014 –, tandis que la part des participations en actions a diminué de 20 points de pourcentage. Les fonds de pension du Royaume-Uni ont joué un rôle moteur dans cette évolution (graphique VI.8, cadre de droite), tout comme les fonds des États-Unis, dont les cessions d'actions ont, semble-t-il, été masquées par la réalisation de fortes plus-values.

Malgré le soutien reçu des pouvoirs publics, conjugués à leurs propres efforts, les fonds de pension font face à des problèmes croissants. À preuve, les coefficients de capitalisation des fonds européens et américains étaient, fin 2014, inférieurs à leurs niveaux d'avant la crise. La situation risque de se détériorer un peu plus si les taux d'intérêt restent bas, affaiblissant encore le rendement des actifs et les taux d'actualisation appliqués pour évaluer les engagements. Des recherches menées sur ce secteur aux États-Unis concluent qu'une baisse de 35 puis de 60 points de base du taux d'actualisation, accompagnée d'une rentabilité corrélativement faible des actifs, abaisserait le coefficient de capitalisation moyen d'environ 10 points de pourcentage, à environ 70 %, en l'espace de deux ans.

Les difficultés de capitalisation des fonds de pension pourraient avoir de plus amples répercussions. Dans le cas des régimes à prestations définies, les engagements du fonds constituent une obligation contractuelle du promoteur du fonds, qui peut être une entreprise manufacturière ou une société de services, par exemple. Parce qu'il entraîne, tôt ou tard, des dépenses pour le promoteur, un déficit intenable pourrait mettre à mal la rentabilité de l'entreprise, voire compromettre sa solvabilité. Les régimes à cotisations définies peuvent produire

des effets analogues, mais par des canaux différents. Une diminution de la valeur de leurs actifs entraîne une baisse des flux de revenus futurs des souscripteurs. Si ce phénomène se généralisait, il en résulterait une augmentation du taux d'épargne et donc une baisse de la demande globale.

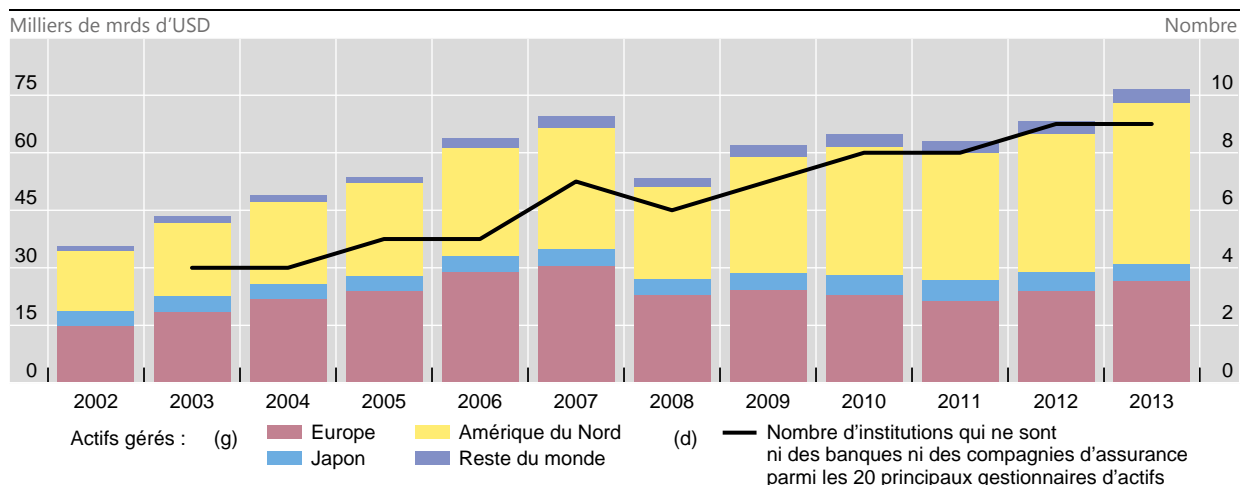
Reconfiguration des risques dans le paysage financier après la crise

Le paysage financier s'est sensiblement modifié depuis la crise. Tandis que les banques perdaient du terrain en tant qu'intermédiaires financiers, les gestionnaires d'actifs – qui administrent des fonds communs de placement, des fonds de capital-investissement et des fonds spéculatifs, entre autres – ont répondu, dans une mesure croissante, à la quête de rendement des investisseurs. Cette évolution s'est accompagnée de l'apparition de nouveaux types de risques.

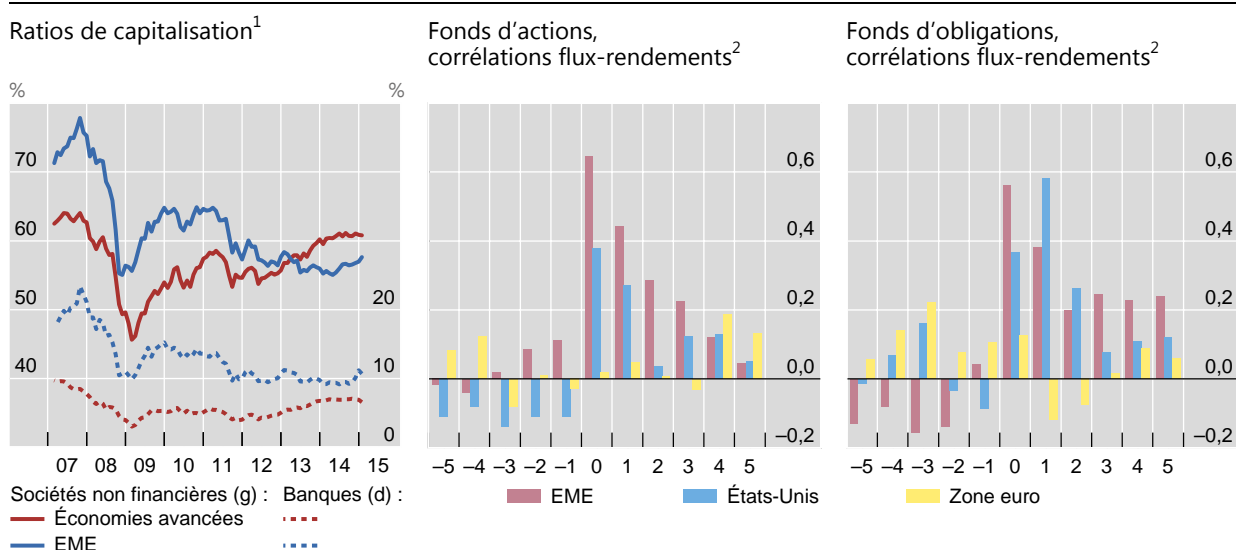
Le secteur de la gestion d'actifs a pris un essor considérable au cours de la dernière décennie. Malgré une interruption en milieu de crise, largement imputable aux moins-values, la valeur totale de l'actif géré a grimpé d'environ 35 000 milliards de dollars en 2002 à 75 000 milliards de dollars en 2013 (graphique VI.9). Le secteur reste extrêmement concentré, les 20 principaux gestionnaires comptant pour 40 % du total des actifs gérés.

La composition du secteur s'est modifiée au fil du temps. En termes géographiques, les gestionnaires d'actifs d'Amérique du Nord ont vu leur part de marché augmenter de 11 points de pourcentage ces dix dernières années. Désormais, ils représentent plus de la moitié du total des actifs gérés et deux tiers environ des actifs gérés par les 20 principaux gestionnaires. Eu égard au type de structure, le nombre de gestionnaires indépendants parmi les 20 principaux gestionnaires a augmenté rapidement, au détriment des entités détenues par des banques ou des compagnies d'assurance (graphique VI.9, courbe noire).

La croissance du secteur est tirée par de nouveaux types de gestionnaires d'actifs Graphique VI.9



Sources : Towers Watson, *The World's 500 Largest Asset Managers*, 2014 ; et calculs BRI.



¹ Capitalisation boursière régionale divisée par la somme de la capitalisation boursière régionale et de la valeur comptable des engagements à l'échelle de la région ; moyenne sur les trois mois précédents ; sur la base de l'échantillon d'entreprises cotées de Moody's KMV. ² Corrélation entre les flux et les rendements sur un indice large entre janvier 1998 (actions zone euro) / la mi-2000 (actions États-Unis et EME) / la mi-2003 (obligations États-Unis et EME) / janvier 2009 (obligations zone euro) et janvier 2015. Les chiffres en abscisse indiquent de combien de mois les mouvements précèdent (chiffres négatifs) ou suivent (chiffres positifs) les rendements pour le calcul des corrélations.

Sources : Bank of America Merrill Lynch ; Bloomberg ; EPFR ; Moody's ; et calculs BRI.

À mesure que la prise de risque s'éloigne du secteur bancaire, les gestionnaires d'actifs sont amenés à jouer un rôle clé, tout comme leurs clients et les consultants en investissement qui conseillent ces clients. Dans leurs recommandations, les consultants en investissement semblent attribuer une pondération substantielle aux performances les plus récentes des actifs. Étant donné que les actifs des EME ont dégagé un meilleur rendement que ceux des économies avancées dans le sillage de la crise, il est permis de penser que les recommandations des consultants en investissement ont contribué aux forts volumes d'entrées dans les fonds des EME au cours des dernières années (chapitre II).

L'abondance de financements obligataires a entraîné une forte diminution du ratio de capitalisation des sociétés des EME – c'est-à-dire le rapport entre la capitalisation boursière et la somme de la capitalisation boursière et de la valeur comptable des engagements. Malgré la vigueur des marchés d'actions, les emprunts massivement souscrits par les banques et les sociétés non financières des EME entre 2010 et 2014 ont fortement amoindri leur ratio de capitalisation, les ramenant à des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis la fin de 2008, en plein marasme financier mondial (graphique VI.10, cadre de gauche). Bien que cette tendance se soit partiellement inversée au début de 2015, elle a entamé la capacité d'absorption des pertes des entreprises et rendu les EME vulnérables en cas de revirement des conditions de financement.

Cette vulnérabilité est allée de pair avec une dépendance accrue des EME aux financements de marché, fournis par des gestionnaires d'actifs opérant à l'échelle internationale (chapitre III). En général, les modèles opérationnels des gestionnaires d'actifs – indexation sur des indices de marché et attribution d'une importance élevée aux performances relatives – et les structures d'investissement qu'ils

proposent – instruments de placement collectif par exemple – encouragent les comportements à courte vue, qui peuvent être déstabilisateurs en cas de chocs défavorables. Pour les gestionnaires qui investissent dans les actifs des EME, ce problème est encore plus aigu.³ En comparaison de leurs homologues des économies avancées, les fonds des EME utilisent un nombre beaucoup plus réduit d'indicateurs de référence et ceux-ci sont plus corrélés entre eux. En conséquence, les chocs financiers sont plus susceptibles de frapper simultanément un grand nombre d'investisseurs dans les fonds spécialisés dans les EME, provoquant des mouvements d'entrées et sorties conjointes.

Il faut s'attendre à ce que les flux qui amplifient les fluctuations des cours exercent un effet déstabilisateur. L'anticipation d'une telle dynamique s'appuie sur la relation historique qui existe entre les rendements des indices larges et les flux de fonds (graphique VI.10, cadres du milieu et de droite). Dans le cas des fonds des États-Unis et des EME, les entrées se matérialisent consécutivement à des rendements élevés (barres à la droite de zéro) et, selon toute logique, consolident la hausse des rendements contemporains (barres à zéro). Dans ce scénario, les flux entrants entretiennent durablement les booms des actions ou des obligations. Néanmoins, ce mécanisme peut également opérer en direction opposée : lors d'une récession, les flux sortants tendraient à maintenir les rendements sous la normale et à affaiblir durablement les marchés.

La question fondamentale qui se pose pour l'avenir est de savoir si les gestionnaires d'actifs pourront reprendre les fonctions d'intermédiation abandonnées par les banques. La capacité des établissements financiers à exercer ces fonctions dépendra de leur capacité à absorber des pertes temporaires. Or, cette capacité a récemment diminué dans le secteur de la gestion d'actifs, où les petits investisseurs ont remplacé les investisseurs institutionnels en tant que porteurs ultimes du risque. Les petits investisseurs se caractérisent par des bilans plus réduits, des horizons d'investissement plus courts et une tolérance au risque plus faible, des facteurs qui se traduisent par une moindre capacité d'absorption des pertes. Le comportement des ménages du Royaume-Uni en matière de placements au cours de la crise financière illustre bien cette tendance.⁴

Ces questions se posent avec une acuité croissante dans la mesure où le volume d'actifs géré par certains gestionnaires est de plus en plus important. Les décisions prises par un seul grand gestionnaire d'actifs peuvent déclencher des flux de fonds qui auront de vastes répercussions systémiques. Pour tenter de faire la lumière sur cette question, le Conseil de stabilité financière et l'Organisation internationale des commissions de valeurs ont publié une proposition visant à faciliter l'identification des institutions financières d'importance systémique qui ne sont ni des banques ni des compagnies d'assurance.⁵

Depuis peu, les sociétés de gestion d'actifs sont considérées, dans les débats de politique publique, comme un groupe distinct qui génère de nouveaux risques financiers. Les structures d'incitation de ces sociétés ont reçu une attention

³ K. Miyajima et I. Shim, « Gestion d'actifs dans les économies de marché émergentes », *Rapport trimestriel BRI*, septembre 2014, pp. 19–34.

⁴ A. Haldane, « The age of asset management? », discours prononcé à la London Business School, avril 2014.

⁵ Conseil de stabilité financière et Organisation internationale des commissions de valeurs, *Assessment methodologies for identifying non-bank non-insurer global systemically important financial institutions*, document consultatif, mars 2015.

particulière du fait qu'elles peuvent encourager les comportements grégaires et, par ce biais, amplifier les fluctuations sur les marchés financiers. La restriction des mouvements au sein des portefeuilles d'investissement permettrait de limiter les fluctuations dues aux incitations et, en allongeant les horizons d'investissement des gestionnaires d'actifs, pourrait stabiliser leur comportement face à des chocs défavorables temporaires. De même, le plafonnement de l'effet de levier limiterait l'amplification des chocs. S'agissant du risque de rachat, il peut être limité par la constitution de volants de liquidité et – dans l'esprit de la modification récente des règles applicables aux fonds du marché monétaire aux États-Unis – par la limitation des rachats massifs. Ces dispositions protégeraient les gestionnaires d'actifs contre les variations soudaines de la confiance des petits investisseurs, ce qui stimulerait la capacité du secteur à absorber les pertes.

Une mesure complémentaire consisterait à revitaliser les établissements qui se sont montrés des intermédiaires efficaces par le passé, à commencer par les banques. Les initiatives réglementaires en cours qui visent à améliorer la résilience et la transparence des banques peuvent contribuer à renforcer leur capacité d'intermédiation, ne serait-ce qu'en les aidant à regagner la confiance des marchés. Enfin, la résilience étant étroitement subordonnée à l'aptitude à générer durablement des bénéfices, la mise en œuvre de réformes stimulant la croissance, accompagnée d'une normalisation en temps opportun de la politique monétaire dans les économies avancées ainsi que de nouvelles initiatives visant à réduire les déséquilibres financiers dans les EME, seraient bénéfiques à cet égard.

Recul de la tenue de marché : déterminants et conséquences

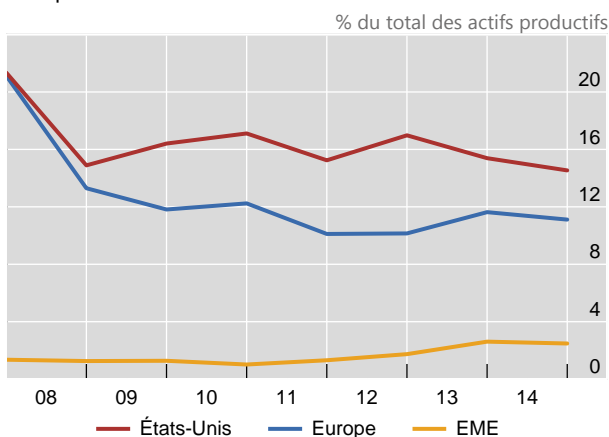
Les récents épisodes d'assèchement de la liquidité de marché (chapitre II) ont attiré l'attention des autorités et des analystes sur les sources principales de cette liquidité : les opérateurs spécialisés connus sous le nom de « teneurs de marché ». Différentes causes expliquent le repli de l'activité de tenue de marché. Certaines tiennent à la réévaluation par les opérateurs de leur propre prise de risque et de la viabilité de leur modèle opérationnel après la crise ; d'autres se rapportent à de nouvelles dispositions réglementaires, dont l'objectif est d'aligner le coût des services de tenue de marché, et d'autres activités touchant à la négociation, sur les risques sous-jacents, mais aussi sur les risques qu'ils engendrent pour l'ensemble du système financier. La réalisation de cet objectif amorcerait une transition vers un environnement financier où la liquidité de marché serait peut-être plus limitée, mais aussi plus profonde.

Les teneurs de marché jouent un rôle important dans l'offre de services de liquidité. Agissant pour leur propre compte, ils se tiennent prêts à prendre une position acheteuse ou vendeuse lorsqu'une transaction engagée par un client se trouve confrontée à un déséquilibre transitoire entre offre et demande. Il est généralement admis que la sous-évaluation du coût des activités de tenue de marché a contribué, avant la crise, à l'« illusion de liquidité », c'est-à-dire au mirage d'une liquidité perpétuellement abondante. Après la dissipation de cette illusion, la liquidité de marché s'est vue réduite par la baisse des stocks d'obligations d'entreprises et d'autres titres détenus à des fins de transaction par les banques (graphique VI.A, cadre de gauche et graphique II.11, cadre de gauche). Il est donc nécessaire de comprendre les origines de cette évolution récente pour pouvoir, à l'avenir, évaluer la robustesse de la liquidité de marché.

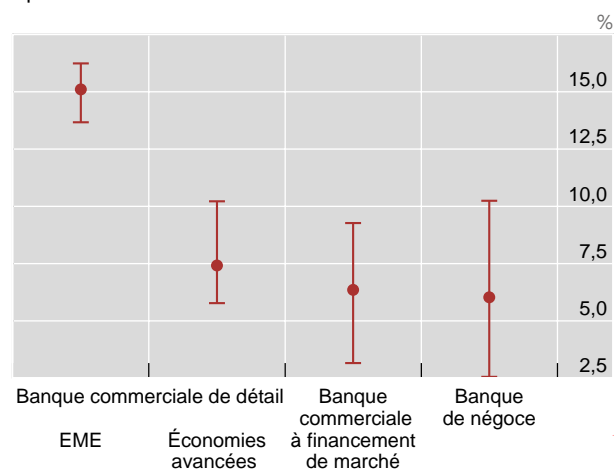
Les déficiences des modèles opérationnels font évoluer les stocks des opérateurs

Graphique VI.A

Titres détenus à des fins de transaction par les grandes banques¹



Rendement des fonds propres, par modèle opérationnel²



¹ Échantillon composé de 18 banques européennes, 7 banques américaines et 8 banques des EME. ² Trait : fourchette des rendements annuels des fonds propres entre 2008 et 2013 ; point : rendement moyen sur la période. R. Roengpitya, N. Tarashev et K. Tsatsaronis, « Modèles opérationnels du secteur bancaire », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2014.

Sources : Bankscope et calculs BRI.

Premièrement, la tenue de marché a perdu de son dynamisme après la crise en partie à cause de la moindre tolérance des opérateurs aux risques associés à la valorisation et au financement des actifs stockés^①. Dans de nombreuses juridictions, les opérateurs ont demandé des primes de risque plus élevées et restructuré leur gestion des risques afin de mieux tenir compte des arbitrages coûts-avantages applicables à différentes lignes de métier, d'où une augmentation du prix des services de tenue de marché. Bien que variable selon les pays et les clients, cette hausse a touché, en particulier, les marchés moins liquides, comme ceux des obligations d'entreprise.

En outre, poussées par les tensions apparues après la crise, les banques ont révisé leurs modèles opérationnels, et abouti à des conclusions qui n'étaient guère favorables à la tenue de marché. Ces dernières années, les établissements qui exercent essentiellement des activités de banque commerciale sont plus efficaces et affichent des bénéfices plus élevés et plus stables que les établissements qui opèrent en bourse et offrent des services d'investissement, le modèle qui correspond le plus étroitement aux services de tenue de marché (graphique IV.A, cadre de droite)^②. En réaction, certaines banques ont abandonné ou sensiblement réduit leurs activités de négociation, tandis que d'autres – en Allemagne et au Royaume-Uni, récemment – ont annoncé une profonde restructuration de leurs services d'investissement.

D'après une enquête récente, les grands opérateurs estiment que les réformes réglementaires sont un autre déterminant des activités de tenue de marché^③. Ils citent en particulier l'effet de freinage induit par les exigences de fonds propres et de levier sur les activités à faible marge et reposant fortement sur le bilan, comme les activités de négoce financées par des opérations de pension. Ils mentionnent également le coût toujours plus élevé de la conservation d'actifs à revenu fixe en attente de cession.

L'impact final de tous ces éléments sur la liquidité de marché dépend toutefois d'un certain nombre d'autres facteurs, comme la capacité des teneurs de marché à tirer parti de la réduction des coûts que permettent les nouvelles technologies de négociation ou la capacité d'autres intervenants à combler le vide laissé par les teneurs de marché traditionnels. Ces facteurs déterminent également dans quelle mesure l'accroissement des coûts de la tenue de marché est répercuté sur les clients et, en fin de compte, sur l'ensemble des investisseurs.

Du point de vue des autorités, il est essentiel de savoir si les tendances qui se dessinent actuellement dans le secteur seront à même de prévenir de futures crises de liquidité. Pour que ce soit le cas, ces tendances devraient aboutir à ce que le prix des services de tenue de marché en temps normal s'aligne sur les coûts élevés de l'évaporation de la liquidité en période de tensions. Certes, il est peu probable qu'un simple ajustement des prix puisse empêcher un choc d'une ampleur exceptionnelle de paralyser les marchés financiers, mais il devrait au moins décourager les investisseurs de se comporter comme si la liquidité de marché allait de soi et d'exclure ingénument toute éventualité d'effondrement des prix, même lorsque les excès s'accumulent. Les acteurs seraient alors moins vulnérables aux chocs de liquidité habituels, ce qui réduirait la probabilité de voir ces chocs s'amplifier par autoalimentation et compromettre la liquidité de l'ensemble du système.

^① Comité sur le système financier mondial, « Market-making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications », *CGFS Papers*, n° 52, novembre 2014. ^② R. Roengpitya, N. Tarashev et K. Tsatsaronis, « Modèles opérationnels du secteur bancaire », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2014. ^③ Annexe 4 à la publication citée à la note ^①.

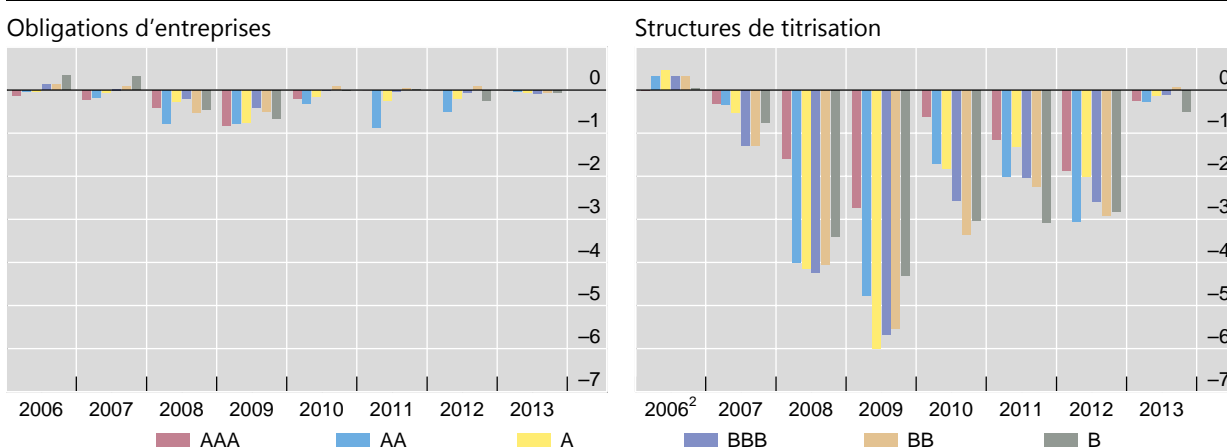
Risques associés à la finance structurée : réponses réglementaires

La crise a révélé de graves défaillances sur le marché de la titrisation. La brusque dégradation des titres à revenu fixe qui s'est produite en 2008-2009 a contraint les banques à accroître leurs fonds propres pour couvrir leurs expositions résiduelles. Les notes d'obligations d'entreprises et de tranches de titrisation qui étaient auparavant similaires ont évolué de façon très différente : les premières ont perdu moins d'un cran en moyenne et leur recul a ralenti après 2009, alors que les secondes ont été abaissées de trois à six crans et que leur dégradation s'est poursuivie jusqu'en 2012 (graphique VI.B). Une telle disparité a montré que des modèles de risque inadéquats avaient gonflé la note de certaines tranches seniors, et donc artificiellement réduit la pondération des risques réglementaires. En outre, le postulat selon lequel les risques pourraient être estimés de façon très précise a augmenté la probabilité que les tranches intermédiaires des structures de titrisation soient fortement sous-capitalisées.

Variations dans l'évaluation du risque de crédit¹

Changements de notes en moyenne sur un an, en cran de notation

Graphique VI.B



¹ Sur la base de l'ensemble des titres notés par l'agence Fitch. La couleur de la barre correspond à la note au début de l'année et sa hauteur aux changements de note en moyenne sur l'année. Une valeur positive (négative) indique une révision à la hausse (baisse) de la note. ² Instruments américains seulement.

Sources : Fitch Ratings et calculs BRI.

La version révisée des dispositions relatives à la titrisation, publiée récemment, tient compte de ces enseignements^①. Ce nouveau cadre comporte des dispositions de type « se conformer ou s'expliquer » afin d'inciter les banques à réduire leur recours aux notations externes. Il limite en outre le nombre d'approches que les banques peuvent utiliser pour calculer leurs fonds propres réglementaires et simplifie leur hiérarchie. Autre élément important, les nouvelles dispositions instaurent des mesures de protection réglementaires contre la sous-capitalisation, tout en conservant une différenciation en fonction du risque, c'est-à-dire en exigeant un niveau plus élevé de fonds propres pour des expositions de titrisation plus risquées.

En accord avec l'esprit de la réglementation en matière de sensibilité au risque, le niveau de fonds propre exigé devrait être plus faible pour les titrisations plus simples et plus transparentes. Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et l'Organisation internationale des commissions de valeurs ont donc proposé ensemble une liste de critères visant à aider le secteur financier à élaborer des lots d'actifs de titrisation simples et transparents^②.

Cela étant, l'évaluation des risques que présente ce type de lots restera empreinte d'une incertitude considérable, dont il ne faudrait pas faire abstraction, sous peine d'augmenter fortement la probabilité d'une grave sous-capitalisation pour certaines tranches.

Les tranches de titrisation ont ceci de particulier qu'elles peuvent concentrer l'incertitude. S'intéressant à des structures de titrisation simples et transparentes, Adonis Antoniadès et Nikola Tarashev montrent que l'incertitude inhérente à l'évaluation de la probabilité de défaut du lot d'actifs sous-jacents se concentre sur les tranches de rang intermédiaire appelées tranches mezzanine^③. Or, comme le dispositif de Bâle II ne tenait pas compte de ce phénomène, il a donné lieu à des effets de seuil : de petites erreurs d'estimation des paramètres de risque ont provoqué des variations d'une ampleur disproportionnée dans les exigences de fonds propres pour ces tranches, et ouvert la porte à une grave sous-capitalisation et une mauvaise évaluation des risques. C'est pourquoi l'introduction, dans les nouvelles dispositions, d'exigences de fonds propres spécifiques aux tranches mezzanine constitue une étape positive pour remédier à une source importante de fragilité du système financier.

① Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Basel III: Revisions to the securitisation framework*, décembre 2014. ② Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et Organisation internationale des commissions de valeurs, *Criteria for identifying simple, transparent and comparable securitisations*, document consultatif, décembre 2014. ③ A. Antoniadès et N. Tarashev, « *Securitisations: tranching concentrates uncertainty* », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2014, pp. 37-53.

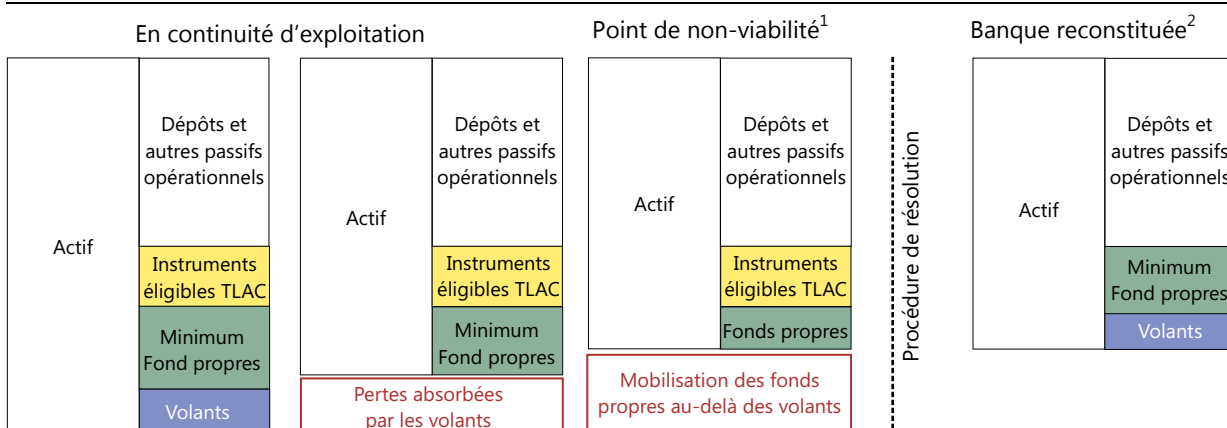
Résolution bancaire et capacité d'absorption des pertes

Depuis la crise, les réformes réglementaires s'efforcent de réduire l'exposition de l'économie aux tensions existant au sein du système financier. Deux objectifs complémentaires sont visés : d'une part, établir des normes minimales de résistance aux chocs, afin de limiter la probabilité de faillite dans le secteur financier (c'est la finalité du dispositif Bâle III, qui renforce les exigences minimales de fonds propres et de liquidité applicables aux banques réputées en continuité d'exploitation), et d'autre part, réduire l'impact, sur le système et l'économie, de la faillite d'un établissement financier (c'est l'objet des mesures visant une résolution plus efficace des cas de banques ayant atteint le point de non-viabilité). S'agissant de ce second objectif, le Conseil de stabilité financière a élaboré des principes fondamentaux favorisant la résolution efficace des cas de défaillance de banques d'importance systémique mondiale (EBIS^m) et proposé, à cet effet, une nouvelle norme : la Capacité totale d'absorption des pertes (TLAC)^①.

Cette norme suppléerait la capacité d'absorption des pertes fixée par les dispositions de Bâle III sur les fonds propres réglementaires. L'idée générale est qu'une banque opérant normalement ait suffisamment de fonds propres pour satisfaire aux exigences minimales en la matière et eu égard aux autres volants de sécurité, et dispose d'éléments de passif suffisants aux fins de la TLAC (graphique VI.C, premier bilan schématisé). Les volants de fonds propres sont la première ligne de défense d'une banque : en absorbant les pertes initiales, ils permettent à un établissement de continuer de fournir ses services d'intermédiation (deuxième bilan du graphique VI.C). Une banque en continuité d'exploitation satisfait aux exigences minimales de fonds propres, et on estime donc qu'elle est apte à faire face à des chocs négatifs par la reconstitution de ses réserves de fonds propres – par exemple, en ne distribuant pas ses bénéfices. Toutefois, en cas de pertes importantes et répétées, une banque peut voir tomber le niveau de ses fonds propres sous le minimum réglementaire, niveau en deçà duquel elle sera probablement jugée inapte à se remettre à flot, et donc non viable (troisième bilan). Dans ce cas, une procédure de résolution est alors engagée, dans le cadre de laquelle l'établissement procède à un renflouement interne, en convertissant en fonds propres ou en dépréciant ses instruments de passif éligibles au sens de la norme TLAC. C'est seulement ensuite que les pouvoirs publics interviennent dans la recapitalisation de l'établissement en difficulté – ou de l'entité qui lui succède pour reprendre les opérations – d'une manière qui suscite la confiance des marchés et pourvoit à la continuation des services essentiels (quatrième bilan). En définitive, la TLAC est une source préfinancée de fonds propres, utilisable pour faciliter la résolution ordonnée d'une défaillance bancaire.

Rôle de la TLAC dans la résolution d'une défaillance bancaire

Graphique VI.C



La hauteur des blocs constituant le passif répond uniquement à un souci de lisibilité ; elle n'est, en aucun cas, représentative d'une banque quelconque ni du poids relatif des éléments de passif visés par le dispositif Bâle III ou le projet de norme TLAC.

¹ Les éléments de passif non admis aux fins de la TLAC sont également exposés à des pertes en cas de résolution, en fonction du traitement hiérarchique des créances imposé par le régime de résolution applicable. ² Une banque faisant l'objet d'une procédure de résolution (ou l'établissement qui lui succède) disposerait de un à deux ans pour se remettre en conformité avec les exigences minimales de la TLAC, pour autant qu'elle soit encore considérée comme un EBIS^m.

Le projet de norme spécifie les éléments composant cette capacité additionnelle d'absorption des pertes. Les ressources incluses dans la catégorie des fonds propres réglementaires T1 ou T2 pourraient être mobilisées au titre de la TLAC dans le cadre d'une résolution, mais on s'attend à ce qu'au moins un tiers de la TLAC soit constituée de titres de dette. L'utilisation aux fins d'un renflouement interne impose plusieurs critères à ces instruments, le principal étant qu'ils soient légalement identifiés comme étant subordonnés à d'autres engagements de nature plus opérationnelle – comme les dépôts, les contrats dérivés et d'autres encours de contreparties relatifs aux activités de négoce. Cela réduirait les risques de litige et les demandes d'indemnisation. D'autres critères précisent que les instruments de dette, pour être éligibles à la TLAC, doivent être non garantis et assortis d'une échéance résiduelle supérieure à un an, afin que la banque puisse disposer de montants suffisants à l'approche du point de non-viabilité. Le but du projet de norme TLAC est que la résolution d'une défaillance bancaire ne fasse pas appel aux deniers publics et se déroule sans heurts, indépendamment de la forme qu'elle prend – recapitalisation suivie d'une restructuration, ou liquidation ordonnée.

Le niveau des exigences fixées par la norme TLAC serait déterminé par référence au niveau des indicateurs réglementaires en vigueur. Les titres éligibles à la TLAC devraient être au moins équivalents au plus élevé des deux montants suivants : i) 16–20 % des actifs pondérés des risques de la banque^① ; ou ii) deux fois le niveau de fonds propres correspondant à l'exigence Bâle III relative au ratio de levier. Il s'agirait d'un minimum, les autorités nationales étant libres d'imposer des exigences supplémentaires aux établissements de leur juridiction. La date de mise en œuvre du projet de norme TLAC n'est pas encore fixée et ne le sera pas avant janvier 2019.

Un point crucial est que l'efficacité de la TLAC dépendra de sa complémentarité avec les autres éléments du cadre prudentiel et du régime de résolution. Le concept proposé est compatible avec la réglementation Bâle III. Il préserve l'intégrité des normes de fonds propres et de liquidité, et concourt à leur objectif de renforcement de la résilience des banques en continuité d'exploitation. Les ressources TLAC seront utilisées une fois que l'entreprise aura franchi le point de non-viabilité, et permettront aux autorités chargées de la résolution de restaurer les volants de sécurité Bâle III au sein de l'établissement reconstitué. En outre, la TLAC devra s'intégrer dans les régimes de résolution existants ou en cours d'élaboration, ainsi que dans diverses structures organisationnelles. Lors du parachèvement des règles et du calibrage quantitatif, il importera de préserver une marge suffisante à l'intérieur du cadre pour qu'il soit compatible avec les divers régimes et stratégies de résolution en vigueur dans les différentes juridictions et entreprises.

^① Conseil de stabilité financière, *Adequacy of loss-absorbing capacity of global systemically important banks in resolution* – document consultatif, novembre 2014. ^② Le texte définitif des règles fixera un pourcentage exact compris dans cette fourchette.

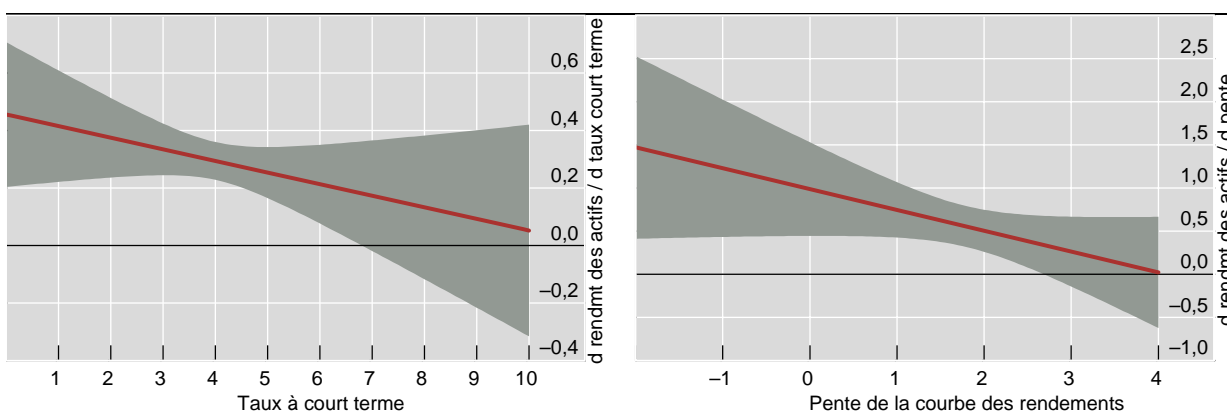
Politique monétaire et rentabilité des banques

Une détente monétaire prolongée peut nuire à la rentabilité des banques. En effet, la baisse des taux d'intérêt à court terme et l'aplatissement de la courbe des rendements réduisent le produit d'intérêts net : la première rogne les marges d'intérêt des banques et la seconde amoindrit les rendements de la transformation d'échéances. Or, ni les effets positifs qu'exerce la baisse des taux d'intérêt sur les provisions pour pertes sur prêts, sous forme d'une réduction du coût du service de la dette et des probabilités de défaut, ni l'accroissement des produits autres que les revenus d'intérêts, résultant de la valorisation accrue des titres du fait de la baisse des taux d'intérêt, ne compensent la réduction du produit d'intérêts net. S'appuyant sur des données agrégées relatives au secteur bancaire de 80 pays industrialisés et en développement, Asli Demirgüç-Kunt et Harry Huizinga^① montrent que, de manière générale, une baisse des taux d'intérêt mine la rentabilité des banques. S'intéressant aux banques britanniques, Piergiorgio Alessandri et Benjamin Nelson obtiennent des résultats comparables^②.

Une étude récente de la BRI, portant sur 109 grandes banques internationales ayant leur siège dans 14 grandes économies avancées, a confirmé cette conclusion^③. Elle montre aussi que plus les taux d'intérêt baissent et plus la courbe des rendements s'aplatit, plus la modification de la structure des taux d'intérêt, c'est-à-dire le taux à court terme et la pente de la courbe des rendements, a d'effets sur la rentabilité des banques. S'agissant des taux à court terme, cet effet non linéaire traduit notamment une atténuation de l'« effet de dotation » sur la rentabilité des banques lorsque les taux d'intérêt sont bas : le taux de rémunération des dépôts ne peut pas descendre (très loin) au-dessous de zéro, d'où une compression de l'écart (*mark down*) entre les taux de marché et le taux de rémunération des dépôts lorsque les taux directeurs sont bas. En ce qui concerne la pente de la courbe des rendements, la non-linéarité pourrait tenir à la demande de prêts et services bancaires à long terme et aux dotations aux provisions. Le graphique VI.D montre que plus le taux d'intérêt à court terme est faible et plus la courbe des rendements est plate, plus leur effet sur le rendement des actifs est fort. Par exemple, d'après les estimations présentées dans cette étude, si le taux directeur à court terme est abaissé de 1 % à 0 %, alors le rendement des actifs sur un an perd 0,4 point de pourcentage, soit deux fois plus que si le taux passe de 7 % à 6 % (cadre de gauche). De même, si la pente de la courbe des rendements s'atténue, passant de -1 à -2 points de pourcentage, alors le rendement des actifs recule de 1,2 point de pourcentage sur un an, contre seulement 0,6 point de pourcentage pour une baisse de 2 points de pourcentage à 1 point de pourcentage (cadre de droite).

Effets de l'évolution de la structure des taux d'intérêt sur le rendement des actifs des banques

Graphique VI.D



Rendement des actifs : bénéfices avant impôt divisés par le total des actifs ; taux à court terme : taux interbancaire à trois mois, en % ; pente de la courbe des rendements : écart entre le rendement des obligations d'État à 10 ans et le taux interbancaire à trois mois, en points de pourcentage. Axe des ordonnées : dérivée du rendement des actifs par rapport au taux à court terme (cadre de gauche) et à la pente de la courbe des rendements (cadre de droite), en points de pourcentage. Zones grisées : intervalle de confiance à 95 %.

Source : calculs BRI.

D'après ces estimations, durant les deux années qui ont suivi le déclenchement de la Grande Crise financière (2009-2010), l'effet négatif de la baisse des taux à court terme sur la rentabilité des banques a été plus que compensé par l'accentuation de la pente de la courbe des rendements. Dans l'ensemble, toutes choses égales par ailleurs, ces changements ont contribué, en moyenne pour les 109 banques de l'échantillon, à une augmentation de 0,3 point de pourcentage du rendement des actifs. Au cours des quatre années suivantes (2011-2014), la nouvelle baisse des taux à court terme et l'aplatissement de la courbe des rendements ont contribué à une diminution cumulée du rendement des actifs de 0,6 point de pourcentage. Ces résultats se maintiennent lorsqu'on tient compte de différentes phases du cycle économique et de caractéristiques propres à chaque banque, comme la taille, la liquidité, le montant des fonds propres et le recours au financement de marché.

① A. Demirgüç-Kunt et H. Huizinga, « Determinants of commercial bank interest margins and profitability: some international evidence », *World Bank Economic Review*, vol. 13, n° 2, 1999, pp. 379-408. ② P. Alessandri et B. Nelson, « Simple banking: profitability and the yield curve », *Journal of Money Credit and Banking*, vol. 47(1), 2015, pp. 143-75. ③ C. Borio, L. Gambacorta et B. Hofmann, « The influence of monetary policy on bank profitability », *BIS Working Papers*, 2015 (à paraître).

Traitement réglementaire des expositions souveraines : vers une plus grande sensibilité au risque

Le dispositif de Bâle énonce des exigences minimales de fonds propres proportionnées au risque de crédit sous-jacent^①. Tel est son principe fondamental. Cela étant, un certain nombre de juridictions nationales appliquent aux expositions à des signatures souveraines un traitement préférentiel, qui diffère notamment du traitement réservé aux expositions sur des entreprises non financières, ce qui affaiblit la sensibilité au risque des exigences prudentielles^②. Face aux distorsions qui en résultent, susceptibles de compromettre la stabilité financière, ces juridictions ont pris des initiatives visant à revoir l'approche que la réglementation bancaire applique aux expositions souveraines.

Dans sa forme la plus simple, le traitement préférentiel s'applique aux expositions libellées dans la monnaie de l'émetteur souverain et financées par la banque dans cette même monnaie. Les autorités des différentes juridictions ont la possibilité, mais pas l'obligation, d'attribuer des pondérations beaucoup plus faibles à ces expositions qu'aux encours sur des entreprises privées présentant des caractéristiques semblables en matière de risque. Bien souvent, et indépendamment de la note de l'emprunteur souverain, le coefficient réduit est égal à zéro. C'est ce que prévoient, à l'heure actuelle, l'approche standard du risque de crédit dans le portefeuille bancaire, ainsi que les approches actuelle et proposée du risque spécifique dans le portefeuille bancaire^③.

Eu égard à la gestion du risque de liquidité, les signatures souveraines sont et devraient rester des investissements intéressants. Cela tient notamment à l'approche réglementaire des expositions souveraines assorties d'une pondération de risque de 0 %, puisqu'elles sont considérées, aux fins des exigences de liquidité des banques, comme des actifs liquides de haute qualité, sans limite de volume. Un autre exemple est fourni par le projet de règles applicables au portefeuille de négociation, qui impose aux banques d'évaluer le risque de leurs encours sur des horizons précis. Le risque estimé augmente mécaniquement avec l'horizon d'évaluation, et ce dernier est plus court pour des titres plus liquides, plus faciles à vendre en période de tensions. Étant donné la forte liquidité qui caractérise les titres d'État, le projet de règles pour le portefeuille de négociation prévoit, pour les expositions souveraines, des horizons d'évaluation deux à trois fois plus courts que pour des titres d'entreprises portant la même note.

En outre, le dispositif réglementaire relatif aux grands risques exempte les expositions souveraines des limites de concentration. Il n'est donc guère surprenant que les expositions souveraines représentent une part importante des bilans des banques. Dans un échantillon de 30 grandes banques du monde entier, la part des expositions souveraines dans le portefeuille bancaire est passée d'environ 12 % en 2004 à 20 % fin 2013^④. À la périphérie de la zone euro, la part des avoirs des banques en dette souveraine de leur propre pays progresse sans cesse : de 3 % du total de leurs actifs en 2008, elle est passée à plus de 8 % fin 2014^⑤.

Ceci a renforcé l'interdépendance entre les banques et les États. Depuis des décennies, les banques bénéficient du soutien implicite ou explicite des États, qui leur permet d'être mieux notées et d'abaisser leurs coûts de financement. Plus récemment, grâce au traitement réglementaire préférentiel des expositions souveraines, des banques, elles-mêmes en difficulté, ont pu sauver des États en difficulté. L'effet déstabilisateur de cette interdépendance est devenu manifeste durant la crise de la dette souveraine de 2010-2011, qui a encore aggravé les difficultés financières.

Ce constat a suscité un réexamen du traitement réglementaire des expositions souveraines. Les premières mesures dans ce sens portent sur le traitement que prévoit l'approche standard du risque de crédit pour le soutien public apporté aux banques. D'après le projet de modification de cette approche, une banque prêteuse ne pourrait pas réduire la pondération de risque de son exposition interbancaire par référence à la note de l'État de la banque emprunteuse. Si elle est mise en œuvre, cette modification permettra d'aligner plus étroitement le niveau de fonds propres exigé de la banque prêteuse, et donc en définitive le taux d'intérêt qu'elle applique à ses prêts, sur le degré de risque que présente la banque emprunteuse^⑥. En outre, les exigences relatives au ratio de levier qui seront prochainement publiées prévoient notamment de limiter le montant des expositions souveraines admissibles pour un niveau donné de fonds propres bancaires. Des travaux supplémentaires restent toutefois nécessaires sur la question du traitement réglementaire des expositions souveraines elles-mêmes.

Il importe de reconnaître que le statut préférentiel des signatures souveraines repose sur un raisonnement spécieux, qui suppose que les banques centrales sont disposées à monétiser la dette souveraine en monnaie locale afin d'éviter un défaut sur cette dette. Toutefois, comme en témoignent les récents événements dans la zone euro, une telle solution ne peut pas s'appliquer dans une zone monétaire où les conditions macroéconomiques ne correspondent pas aux besoins de l'État en difficulté. La force de cet argumentaire est également remise en question par l'existence de plusieurs exemples de défauts sur une dette souveraine en monnaie locale, essentiellement dans des EME. Même lorsque la monétisation permet d'éviter un défaut souverain, cette opération compromet l'indépendance de la banque centrale et sape la confiance du marché dans la monnaie locale, ce qui peut entraîner une augmentation de l'inflation et une crise de confiance, lesquelles pourraient nuire au système bancaire. Toutes ces considérations soulignent le bien-fondé de mesures visant à une meilleure adéquation entre les exigences réglementaires en matière d'expositions souveraines et la probabilité qu'un État se trouve en difficulté.

① Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Bâle II : Convergence internationale de la mesure et des normes de fonds propres, dispositif révisé*, juin 2006. ② BRI, « Traitement du risque souverain dans le dispositif de Bâle sur les fonds propres », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2013. ③ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Fundamental review of the trading book: outstanding issues*, document consultatif, décembre 2014. ④ Données du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire. ⑤ European Systemic Risk Board, *Report on the regulatory treatment of sovereign exposures*, 2015. ⑥ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Révision de l'approche standard pour le risque de crédit*, document consultatif, décembre 2014.