

## VII. Système financier : analyse sectorielle

### Faits marquants

Dans un contexte macroéconomique favorable, les entreprises financières du monde industrialisé ont encore renforcé leurs résultats pendant l'année écoulée. Dans les secteurs de la banque et de l'assurance, les bilans ont continué de bénéficier d'une bonne rentabilité, de coûts de financement peu élevés et d'une baisse des pertes sur prêts. Des améliorations structurelles ont également éclairci les perspectives dans les pays où des difficultés étaient apparues.

Si le système financier a globalement résisté au ralentissement qui a suivi l'éclatement de la bulle technologique à la fin des années 90, la situation et le comportement des intervenants en ont été durablement marqués. D'un côté, avec le souvenir d'une rentabilité élevée poussant les investisseurs à rechercher le rendement, la tarification du risque a été orientée à la baisse. De l'autre, des contrôles plus sévères des pratiques de marché ont placé certains opérateurs face à leurs responsabilités pour leurs agissements passés, remontant souvent aux années d'euphorie.

Pour l'avenir, les principaux défis restent de nature macroéconomique. Dans l'immédiat, en effet, les niveaux confortables de fonds propres permettent de rester confiant face aux risques pouvant affecter les bénéfices. À terme, toutefois, des difficultés pourraient provenir d'une hausse des taux d'intérêt, qui compromettrait les stratégies lucratives s'appuyant sur le faible coût du financement et misant sur une forte augmentation de la consommation. Une exposition accrue à l'immobilier pourrait également se révéler problématique, surtout si une correction des prix s'accompagnait d'un tassement général de la dépense des ménages.

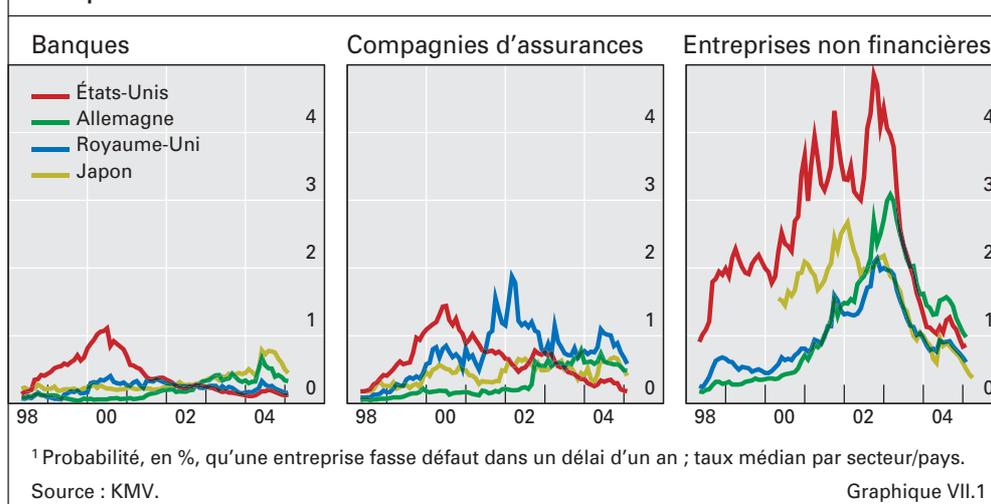
Ces tendances générales soulignent l'intérêt d'une approche macroprudentielle de la stabilité financière. Maintenant que les entreprises ont développé leur capacité à gérer le risque microéconomique et que les anticipations d'inflation sont ancrées à de bas niveaux, la principale menace pour le système financier pourrait venir d'excès liés à une trop grande tolérance à l'égard du risque, renforcée par des perspectives favorables à court terme. L'identification de ces risques et le calibrage des réponses prudentielles se trouvent au cœur des travaux des autorités chargées de la stabilité financière.

### Résultats

Depuis plusieurs années, le système financier, surtout les banques, présente des résultats positifs dans la plupart des pays, ce qui offre un contraste surprenant avec le ralentissement généralisé de l'activité, la multiplication

Solidité du  
secteur financier

## Risque de défaut : mesure de marché<sup>1</sup>



des défauts d'entreprises et le repli des cours des actions au début de la décennie (graphique VII.1). Les niveaux de rentabilité actuels apparaissent toutefois moins surprenants quand on les replace dans leur contexte, marqué par l'amélioration des perspectives macroéconomiques et l'abondance des liquidités. La solidité du système financier constitue aujourd'hui un atout pour l'économie.

Bénéfices en hausse pour les banques des États-Unis et d'Europe, grâce...

### Banques commerciales

Sur la période étudiée, les banques commerciales d'Amérique du Nord et d'Europe ont encore amélioré leur rentabilité, bien qu'à un rythme

## Grandes banques : rentabilité<sup>1</sup>

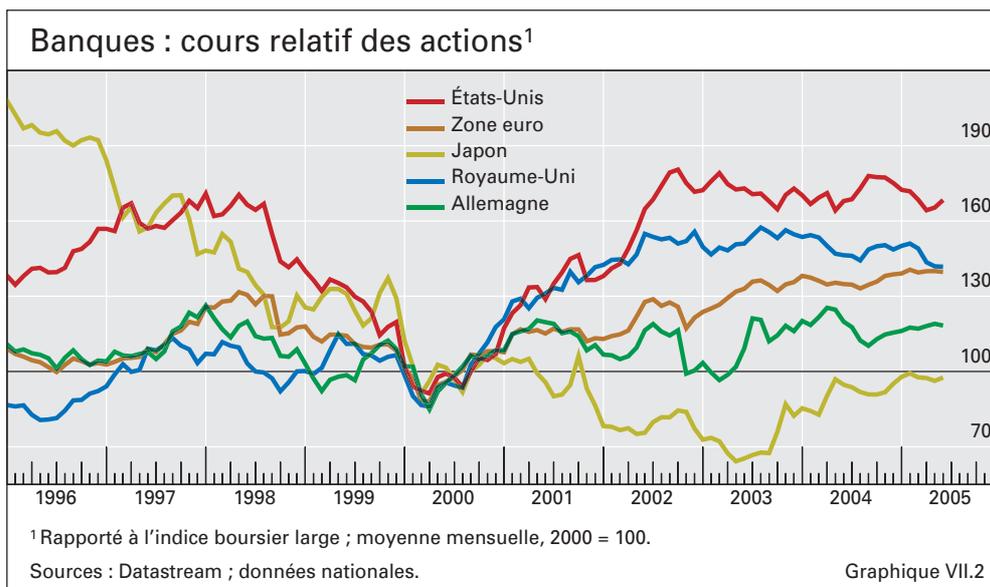
En % du total de l'actif moyen

	Bénéfice avant impôt			Dotations aux provisions			Marge d'intérêts nette			Charges d'exploitation		
	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004	2002	2003	2004
États-Unis (12 <sup>2</sup> )	1,89	2,10	1,99	0,84	0,47	0,36	3,45	3,21	3,12	3,28	3,16	3,48
Canada (5)	0,61	1,00	1,19	0,58	0,23	0,06	2,07	1,99	1,92	2,75	2,78	2,77
Japon (11)	-0,55	-0,47	0,29	1,14	0,75	0,56	1,13	1,21	1,11	1,20	1,35	1,12
Australie (4)	1,49	1,49	1,46	0,26	0,21	0,17	2,16	2,13	2,05	2,04	2,30	2,55
Royaume-Uni (9 <sup>3</sup> )	1,06	1,22	1,15	0,37	0,33	0,23	2,15	1,96	1,56	2,26	2,04	2,07
Suisse (5 <sup>4</sup> )	0,12	0,59	0,68	0,15	0,03	-0,01	1,02	0,97	0,82	2,55	1,96	1,65
Suède (4)	0,69	0,77	0,98	0,09	0,10	0,03	1,48	1,44	1,35	1,44	1,37	1,24
Autriche (2)	0,46	0,53	0,69	0,39	0,36	0,31	1,80	1,71	1,80	1,92	1,85	1,84
Allemagne (9 <sup>5</sup> )	-0,01	-0,12	0,09	0,48	0,30	0,15	0,80	0,81	0,71	1,37	1,26	1,35
France (7 <sup>6</sup> )	0,45	0,59	0,67	0,15	0,17	0,08	0,62	0,80	0,72	1,49	1,50	1,41
Italie (6)	0,67	1,03	1,03	0,91	0,68	0,49	3,07	2,82	2,24	3,33	3,22	2,73
Pays-Bas (3)	0,46	0,65	0,72	0,26	0,20	0,10	1,62	1,62	1,53	1,98	1,85	1,82
Espagne (5)	1,01	1,29	1,17	0,50	0,44	0,35	2,73	2,45	2,17	2,36	2,13	1,79

<sup>1</sup> Entre parenthèses : nombre de banques de l'échantillon. <sup>2</sup> 2004 : 11 banques. <sup>3</sup> 2004 : 7 banques. <sup>4</sup> 2004 : 3 banques. <sup>5</sup> 2004 : 6 banques. <sup>6</sup> 2004 : 3 banques.

Source : Fitch Ratings.

Tableau VII.1



légèrement plus modéré (tableau VII.1). Leurs actions ont continué de progresser plus vite que les indices boursiers généraux, pourtant eux aussi en hausse (graphique VII.2).

Le succès n'a pas été égal dans toutes les lignes de métier. Les crédits aux ménages sont restés une source stable d'intérêts et de commissions, mais les prêts aux entreprises sont demeurés faibles, ces dernières s'efforçant toujours de reconstituer leur bilan et de résorber l'excédent de stock de capital accumulé durant la bulle technologique.

...aux crédits aux ménages...

La baisse des coûts reste un important facteur de rentabilité. L'amélioration de la qualité de crédit s'est traduite par une diminution des provisions et, dans de nombreux pays, les annulations de créances ont touché un creux. La rationalisation des structures de coûts, le recours à des stratégies plus souples et l'intégration des technologies ont encore permis de dégager des gains d'efficacité. Beaucoup d'établissements ont annoncé de nouveaux plans d'allègement des effectifs par externalisation ou regroupement d'activités.

...à la baisse des coûts...

Dans un souci à la fois de réduction des coûts et de renforcement dans l'activité de détail, la concentration bancaire s'est intensifiée – surtout au sein d'établissements petits ou moyens cherchant par ce biais à déployer plus efficacement les technologies et à éliminer les duplications. Les observateurs doutent, d'ailleurs, de plus en plus de son efficacité. Les dirigeants de ces conglomérats, constitués à la fin des années 90 pour créer des synergies intersectorielles et des opportunités croisées, ont souvent eu plus de mal qu'ils ne l'avaient prévu à fondre des cultures d'entreprise hétérogènes et à superviser des organisations tentaculaires. Les banques européennes ont montré un intérêt croissant pour des rapprochements transfrontières, qui s'est concrétisé surtout en périphérie de la zone euro (pays nordiques, Royaume-Uni et Irlande). Récemment ont été annoncées des opérations au sein de la zone euro, ce qui devrait déclencher une nouvelle vague de concentrations.

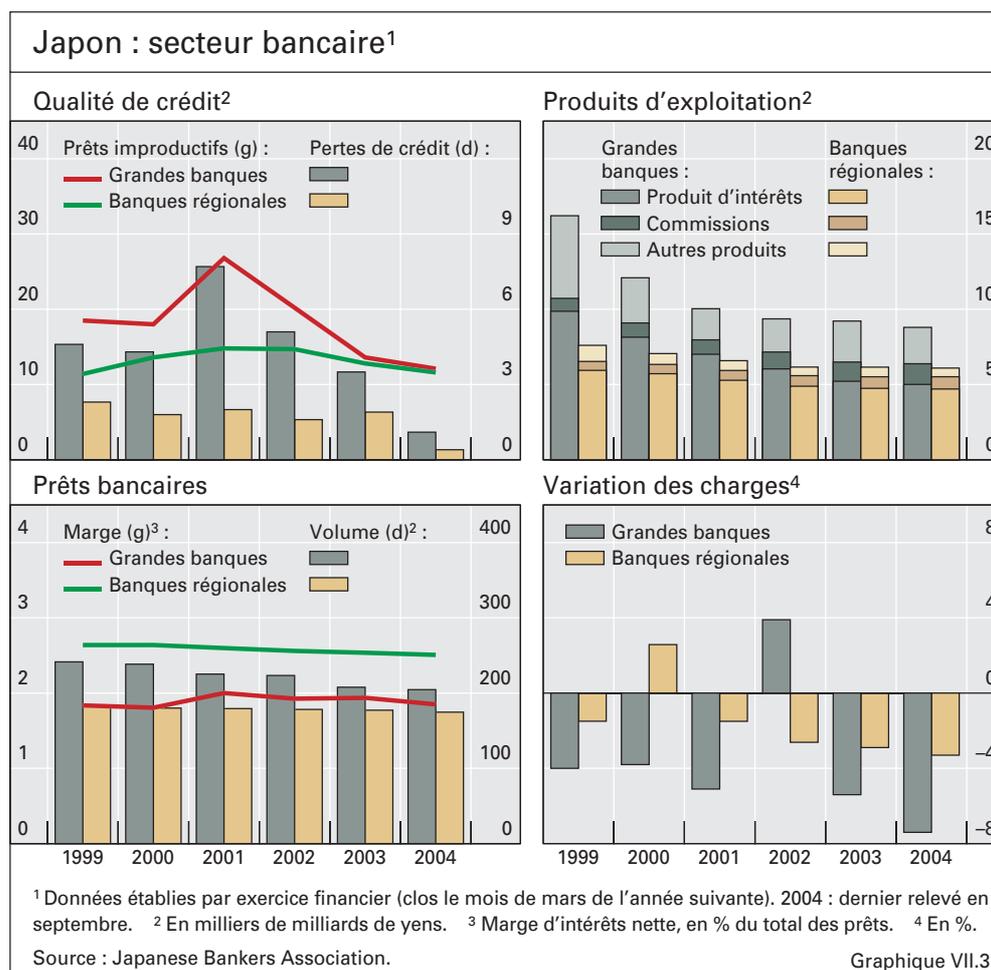
...et aux opérations de concentration

Au Japon, les risques systémiques se sont atténués...

Au Japon, les banques ont réalisé des progrès encourageants, avec des résultats nets positifs pour la première fois depuis 1993. Les efforts d'élimination ou de cession de prêts non productifs ont également été facilités par le redressement de la situation des entreprises et l'amélioration de la qualité de ces prêts. En mars 2005, le ratio des prêts improductifs au total des actifs était retombé à 2,9 % pour les grandes banques, soit mieux que l'objectif réglementaire de 4,2 %. Avec l'amélioration des résultats d'exploitation, ces efforts leur ont permis de rembourser les aides publiques et de ramener les actifs représentatifs de crédits d'impôts différés en deçà de 30 % des fonds propres de base, contre 55 % en 2003.

...mais les bénéfices restent modestes...

Le secteur bancaire japonais reste cependant confronté à des défis majeurs. Par rapport aux grandes banques, les établissements régionaux tardent à alléger le poids des prêts non productifs et à renforcer leur ratio de fonds propres (graphique VII.3) ; leurs recettes relativement stables et leurs marges confortables les y incitent peut-être moins, mais ce retard a alerté les régulateurs. Généralement, le principal défi pour les banques reste leur rentabilité à long terme, faible à l'aune internationale. Même les plus grandes, jusqu'ici les plus résolues à comprimer leurs coûts, n'ont guère amélioré leurs résultats. Depuis la vague de concentrations de 2000, les banques nippones ont réduit le nombre de leurs succursales d'environ 10 %, et leurs effectifs de plus de 20 %. Mais leurs prêts continuent de souffrir de l'atonie de la demande



des entreprises. Elles se livrent, en outre, à une concurrence accrue, qui ne fait que comprimer davantage leurs marges d'intérêts nettes.

Afin de compenser la faiblesse persistante de leurs métiers traditionnels, certaines grandes banques japonaises cherchent à accroître les activités génératrices de commissions, les transactions de détail et les prêts aux petites entreprises. Les récentes acquisitions de grosses sociétés de crédit à la consommation et d'entreprises d'investissement annoncent probablement la création de superconglomérats financiers. D'ailleurs, si deux des plus grands groupes bancaires ont souhaité fusionner avec un troisième, c'est surtout pour s'approprier sa vaste clientèle de détail. Néanmoins, il reste à savoir si cette nouvelle vague de concentrations permettra de dégager des synergies et d'améliorer les résultats d'exploitation.

...ce qui entraîne des changements de stratégie

### *Réduction des aides publiques*

Le retrait général de l'influence du secteur public sur la gouvernance des établissements financiers s'est confirmé. De nouvelles dispositions législatives et réglementaires adoptées au Japon, en Allemagne et aux États-Unis ont revu à la baisse l'appui de l'État, qui avait soutenu le bilan de certains établissements et faussé la concurrence.

En septembre 2004, le gouvernement japonais a défini un programme sur dix ans, à compter de 2007, pour privatiser Japan Post, le pôle banque et assurance du réseau postal. Japan Post est le plus gros établissement financier du monde : grâce notamment à son statut public, il détient ¥400 000 milliards d'actifs et une part prédominante des dépôts de détail. Bénéficiant d'importantes dérogations – exonération de l'impôt sur les sociétés et de la prime d'assurance des dépôts –, il possède un avantage concurrentiel sur les marchés du crédit, ce qui comprime les marges sur les prêts dans le pays. Il joue aussi un rôle majeur dans le financement de l'État : il détient plus de ¥160 000 milliards en dépôts auprès du fonds d'avances budgétaires et environ un quart de l'encours d'obligations d'État (soit plus du double des avoirs en emprunts d'État japonais du secteur bancaire privé). Sa privatisation constituera une étape cruciale vers l'amélioration de la compétitivité dans le système financier japonais, mais des incertitudes demeurent quant à ses effets transitoires.

Privatisation de Japan Post

En Allemagne, les passifs des *Landesbanken* émis après juillet 2005 ne seront plus garantis par l'État. Ces établissements, qui assurent une fonction de prêteur aux grandes entreprises et de chambre de compensation pour les caisses d'épargne des divers *Länder*, opéreront donc avec des coûts de financement reflétant davantage leur solidité financière intrinsèque. Pour se préparer, certaines petites *Landesbanken* ont fusionné et d'autres se sont attachées à renforcer leur bilan. Certes, la suppression de la garantie explicite ne met pas fin à l'actionnariat des pouvoirs publics ; bien souvent, l'assainissement des bilans passera même par une injection de fonds publics ; les prix du marché devraient d'ailleurs continuer de tenir compte de ce soutien implicite. Le processus remet néanmoins en cause la viabilité du modèle économique de ces établissements, reposant sur des coûts de financement peu élevés, car la notation des obligations non garanties est inférieure à celle des titres bénéficiant de la garantie de l'État.

Suppression de la garantie de l'État allemand pour les *Landesbanken*

Surveillance plus attentive des organismes de crédit hypothécaire aux États-Unis

Aux États-Unis, les grands organismes fédéraux de crédit hypothécaire ont suscité l'attention accrue des régulateurs. Suite à une enquête portant sur ses pratiques comptables, Fannie Mae a dû publier des résultats révisés, avec une progression du bilan corrigée en baisse. De plus, les discussions ont repris sur la réforme du cadre général régissant ces organismes : l'objectif est de rehausser le niveau de leur supervision, que certains proposent de confier à une nouvelle instance habilitée à procéder à une liquidation, relever les exigences de fonds propres et agréer les nouveaux produits. En outre, ce cadre contraindrait les organismes à respecter plus scrupuleusement leur mission officielle de pourvoyeurs de liquidités sur le marché des créances titrisées et éviterait les distorsions sur le marché hypothécaire primaire. Un plafonnement de leur portefeuille pourrait, le cas échéant, faciliter l'arrivée d'autres intervenants.

### *Compagnies d'assurances*

Sur la période étudiée, le secteur de l'assurance a connu une évolution plus mitigée. Globalement, la branche non-vie a été moins florissante que la branche vie, mais toutes deux ont démontré une capacité accrue à gérer les risques.

L'assurance vie en situation plus solide

La situation financière des sociétés d'assurance vie s'est redressée. La rentabilité a été accrue par une nette hausse des primes et par une amélioration des résultats sur leur portefeuille d'investissements, grâce à la remontée des cours des actions, à la compression des coûts et à des rendements garantis revus en baisse dans les nouvelles polices. Néanmoins, en raison du bas niveau des taux d'intérêt, les tensions sur la solvabilité n'ont pas disparu. L'augmentation de l'espérance de vie, défi à long terme, a de plus en plus amené les compagnies à acheter des obligations d'échéance longue ou liées à la longévité pour se couvrir.

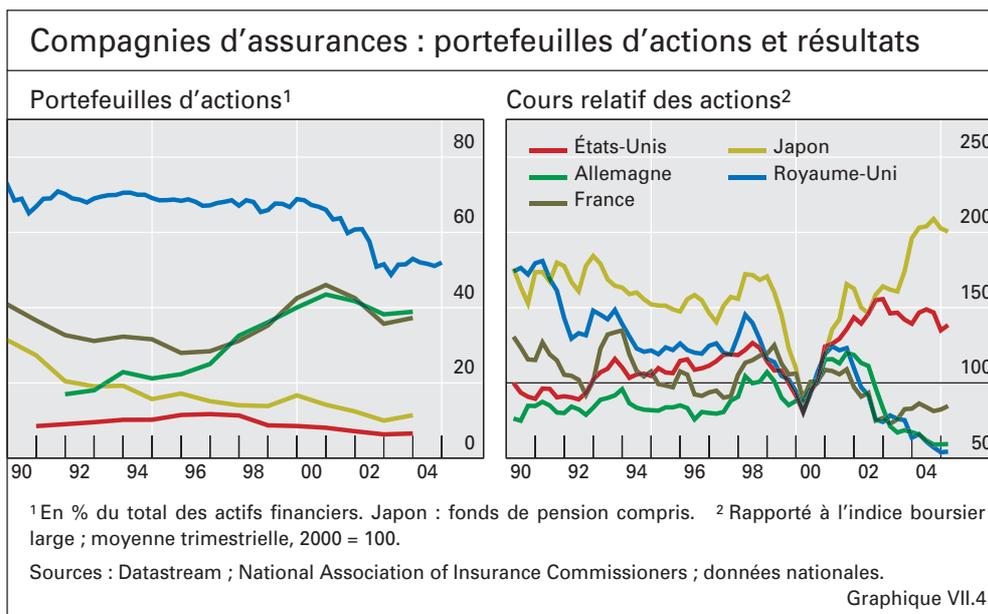
La concurrence entre établissements a favorisé la concentration. Aux États-Unis, les acquisitions ont été particulièrement nombreuses dans l'assurance vie et maladie en 2004. Au Canada, la concentration de la branche vie pendant la décennie passée a porté à plus de 70 % la part de marché des trois plus gros assureurs.

La branche non-vie résiste bien

En raison de multiples catastrophes naturelles, la branche non-vie a dû indemniser un nombre record de sinistres en 2004 : quatre ouragans aux Caraïbes ont donné lieu à la majorité des déclarations déposées auprès des sociétés d'assurances multirisques aux États-Unis. Le secteur a toutefois enregistré des résultats en faible hausse par rapport à 2003, notamment grâce au partage des coûts avec deux fonds publics en Floride. De plus, cette sinistralité accrue a été partiellement compensée par l'augmentation des primes ces dernières années. De son côté, la réassurance a, en général, connu une légère détérioration de la rentabilité des polices multirisques. Cependant, la hausse des produits de placement et le rebond de la branche vie ont un peu amélioré ses bénéfices globaux.

Difficultés résultant du contrôle réglementaire...

Des enquêtes récentes sur les courtiers en assurances ayant mis en cause nombre de pratiques bien établies, divers courtiers ont affiché des pertes et d'autres ont engagé une révision de leur modèle d'entreprise. De



même, l'attention portée aux pratiques comptables des assureurs a conduit à se demander s'ils n'avaient pas utilisé abusivement des contrats de réassurance avec transfert de risque limité pour lisser leurs résultats. Cela ne devrait toutefois guère porter atteinte à la valorisation des sociétés d'assurances, comme en témoigne l'évolution des cours de leurs actions (graphique VII.4).

La modification du cadre comptable et réglementaire n'est pas neutre pour les assureurs. La phase I de la mise en œuvre des normes de l'International Accounting Standards Board (IASB) imposera la comptabilisation des actifs à la juste valeur, tandis que les engagements resteront évalués au coût historique. Ce décalage pourrait, dans certains cas, accroître la volatilité des résultats, jusqu'à la phase II, qui étendra la méthode de la juste valeur aux engagements. Pour les compagnies d'assurance vie, la comptabilisation des options et garanties implicites liées aux polices de longue durée pourrait aussi influencer de manière significative sur la valeur des engagements. Le cadre Solvabilité II que prépare l'Union européenne définit des normes de fonds propres en fonction du risque. Il devrait donc conduire à renforcer les fonds propres, à privilégier les activités plus efficaces et à recourir davantage à la réassurance. Sous l'angle de son application, un lien clair doit être établi – comme c'est le cas pour les banques – entre la comptabilité financière, reposant sur les normes IASB, et la comptabilité réglementaire, conforme à Solvabilité II.

...des nouvelles règles comptables...

...et du nouveau cadre réglementaire pour les fonds propres

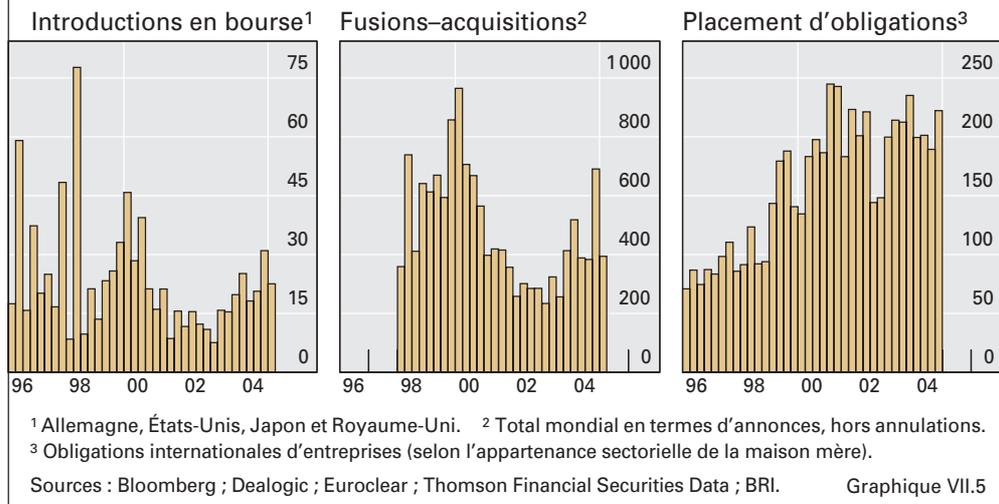
#### *Banques d'affaires*

Les grandes banques d'affaires ont continué d'enregistrer des bénéfices records. Le négoce de titres a d'abord fortement contribué à la croissance des résultats, mais s'est essouffé ensuite avec une baisse des volumes et de la volatilité, notamment sur l'obligataire. Ce repli a été compensé, les derniers trimestres, par la progression d'autres activités, comme le placement de titres et le conseil en fusions-acquisitions. Celles-ci, particulièrement nombreuses

Bénéfices records

## Banques d'affaires : indicateurs d'activité

En milliards de dollars EU



aux États-Unis, devraient continuer de se développer, car les entreprises cherchent à faire fructifier leur surcroît de liquidités (graphique VII.5).

Concurrence

L'internationalisation croissante du marché favorise les acteurs dotés d'une solide implantation mondiale et proposant un vaste éventail de services aux grandes entreprises, allant du financement au conseil. Les établissements plus modestes s'efforcent donc de consolider leur présence sur des segments spécifiques, tels les activités de marché ou le courtage – en pleine expansion grâce au secteur des fonds spéculatifs (infra). D'après les observateurs, les fonds spéculatifs, en raison de leur gestion dynamique, ont généré plus d'un huitième des recettes des courtiers principaux.

### Fonds spéculatifs

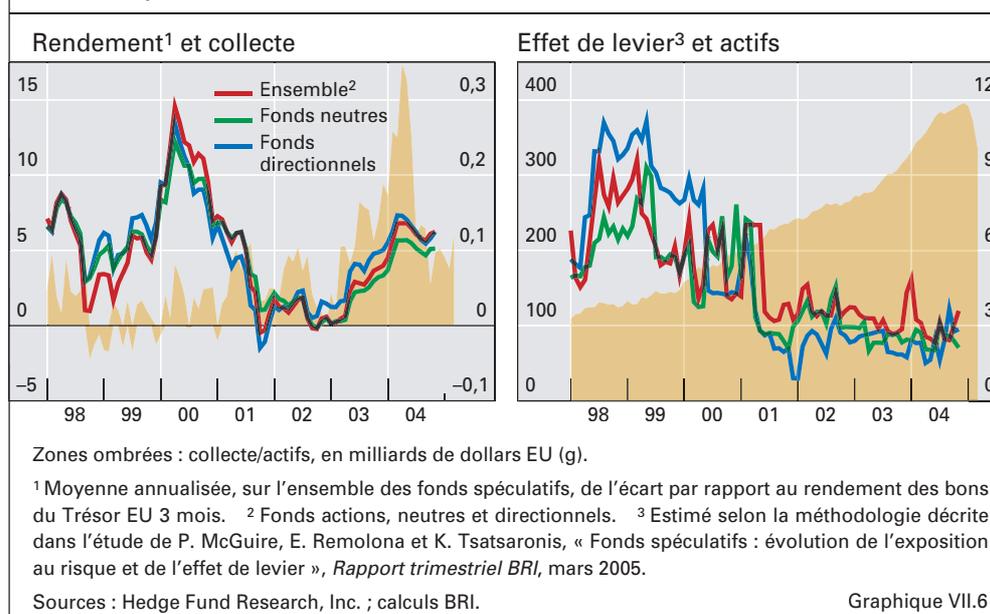
Collecte massive des fonds spéculatifs...

Les fonds spéculatifs étaient bien placés pour tirer parti de la forte liquidité du marché et de la faible rentabilité de certains actifs traditionnels, apparues après la chute des cours des actions en 2000. Mettant en avant la souplesse de leurs techniques d'investissement, capables de générer de bons rendements, même dans un contexte baissier, ces structures ont attiré un volume record de capitaux. Les particuliers fortunés ainsi que les fonds de pension et d'assurance ont alloué davantage de capitaux à ces « placements alternatifs », pour limiter la dévalorisation de leurs portefeuilles et en accroître la diversification. Les fonds spéculatifs ont continué à se multiplier durant l'essentiel de la période étudiée, créant une double attraction : auprès des opérateurs qui, séduits par la promesse d'une plus grande indépendance et d'une généreuse rétribution de leur savoir-faire, se sont détournés des entreprises financières traditionnelles et de la gestion d'actifs classique ; auprès des établissements traditionnels, qui ont saisi l'occasion d'établir des liens étroits avec des opérateurs externes aux compétences recherchées, d'accroître leurs rendements sur placements et d'étoffer leur offre de produits.

...mais baisse des rendements

Si les fonds spéculatifs surperformaient le marché dans les années qui ont immédiatement suivi l'effondrement boursier, ce n'est pas toujours le cas

## Fonds spéculatifs : collecte, résultats et effet de levier



depuis quelque temps (graphique VII.6). De plus, étant donné la remarquable similarité des performances de fonds qui s'annoncent axés sur des stratégies différentes, les avantages de la diversification risquent d'être illusoire. Le tassement des résultats explique en partie le ralentissement marqué de la collecte ces derniers mois. L'expansion des actifs sous gestion a eu pour conséquence indirecte la disparition des opportunités de gains dans les activités plus traditionnelles des fonds spéculatifs, sur actions et obligations d'État. Ce phénomène pousse les gestionnaires à s'engager dans des catégories d'actifs encore peu exploitées, notamment les titres d'entreprises, les dérivés de crédit et les financements structurés, ce qui accroît leur liquidité. L'amélioration de la gestion du risque de contrepartie aboutit, pour les courtiers principaux, à une exposition mieux contrôlée et, pour les fonds, à des ratios d'endettement inférieurs aux niveaux de 1998, lors du quasi-effondrement de LTCM. Cependant, avec l'essor des actifs sous gestion et l'intensification de la concurrence entre courtiers principaux, on peut penser que l'exposition globale des banques envers ce secteur s'est accrue et que l'information a perdu en transparence.

### Sources potentielles de vulnérabilité

Vu leur solidité actuelle, les établissements financiers devraient continuer à soutenir l'activité macroéconomique. Les risques immédiats pour le système financier mondial semblent faibles, car les établissements se sont suffisamment protégés pour y parer. En outre, nombre de pays ont engagé des mesures de restructuration qui devraient consolider le secteur domestique à moyen terme.

Les vulnérabilités à plus long terme sont moins faciles à évaluer. Un changement conjoncturel à l'échelle mondiale pourrait entraîner une

Le secteur financier peut résister aux risques à court terme...

...mais il existe des défis à long terme

correction durable des taux d'intérêt et des prix des actifs. Avec un fléchissement de l'activité, une augmentation des risques de marché et de crédit pourrait altérer la situation des établissements financiers. Les pressions structurelles sur les bénéfices des banques représentent elles aussi un défi. En outre, le transfert du risque sur les ménages pourrait avoir des conséquences en cas de ralentissement économique.

### *Pressions sur les bénéfices des banques*

Recours accru aux commissions...

Les banques ont tiré profit de leurs efforts de restructuration et de leur expansion dans de nouvelles activités, mais l'intensification de la concurrence continue de peser sur des bénéfices qui ont partout tendance à provenir des commissions plutôt que des marges d'intérêts (chapitre III). Cette diversification des revenus se traduit par une hausse des commissions nettes et des bénéfices tirés du négoce, comme au Royaume-Uni, par un recours accru aux prêts à la consommation, mieux rémunérés, comme en France et au Japon, et par un essor des prêts hypothécaires, dans de nombreux pays. Le produit d'intérêts net recule toutefois dans certains pays, et cela risque de perdurer dans un contexte d'augmentation des taux courts et d'aplatissement des courbes. En Allemagne et au Japon, les marges sont particulièrement faibles, à cause de l'atonie de la demande de prêts, mais aussi en raison de la concurrence d'intermédiaires bénéficiant de la garantie de l'État (supra).

...au prix d'une hausse de la volatilité ?

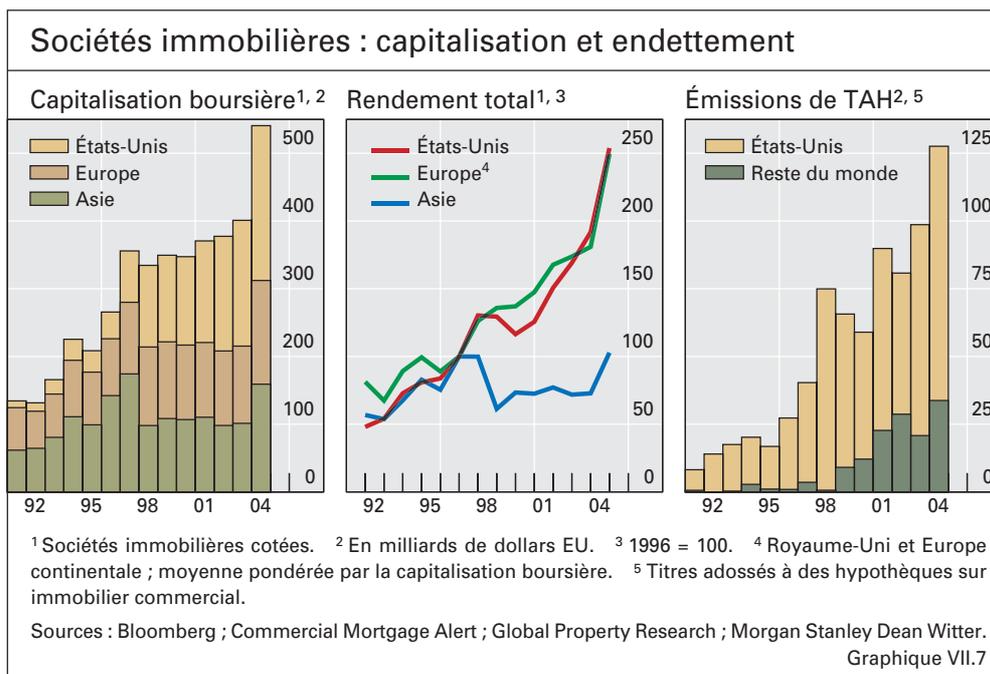
La stabilité à long terme des systèmes bancaires dépendra de leur capacité à tenir ces orientations sans dommage pour leur rentabilité. Un aspect clé de cette diversification des revenus est l'exposition croissante des banques aux risques de marché, au-delà du risque de taux plus classique. Le courtage et le négoce constituent des recettes notoirement volatiles pour les banques d'affaires, qui présentent pourtant des structures de coût plus souples que les banques commerciales. En outre, si, dans de nombreux pays, l'essor des prêts à la consommation est lié à deux phénomènes structurels – une libéralisation plus poussée et un reflux de l'inflation –, il découle aussi du niveau exceptionnellement bas des taux courts. De surcroît, l'euphorie immobilière montre déjà des signes d'inversion dans certains pays (infra). Il semble que le maintien du niveau de rentabilité actuel des banques dépendra autant de l'évolution de la gestion et de la réduction des risques que d'une nouvelle diversification des sources de revenus.

### *Immobilier*

La solidité du secteur bancaire est largement attribuable aux bons résultats de l'immobilier. Néanmoins, à la lumière du passé, une plus forte exposition directe et indirecte des banques à ce marché suscite des préoccupations pour le long terme.

Augmentation des prêts à l'immobilier commercial...

L'intérêt des investisseurs pour l'immobilier commercial s'est intensifié ces dernières années, sous l'effet conjugué du bas niveau des taux, de rendements boursiers décevants et de l'accessibilité accrue de ce segment, qui offre un marché de plus en plus profond d'instruments négociables (graphique VII.7). Cet intérêt a également été stimulé par



l'amplitude moindre des récents cycles de l'immobilier commercial (tableau VII.2) et par le très faible taux de défaut sur ce segment. En conséquence, l'exposition des banques a fortement augmenté. Ainsi, aux États-Unis, les prêts bancaires ont progressé de quelque 70 % sur les cinq dernières années ; ils représentent aujourd'hui environ un huitième de l'actif total des banques commerciales, voire 30 % pour les établissements de taille moyenne. De même, au Royaume-Uni, un tiers des prêts aux entreprises va à des sociétés immobilières, contre environ 20 % seulement il y a quatre ans.

L'exposition accrue à l'immobilier commercial pourrait constituer un risque pour le secteur bancaire, pas dans l'immédiat, mais à long terme. Le financement de projets d'immobilier commercial a toujours été l'un des éléments les plus volatils des portefeuilles des banques. Même si, à brève échéance, il est peu probable que la qualité des prêts se dégrade nettement, comme ce fut le cas au début des années 90 dans de nombreux pays industrialisés, un simple retour des taux de défaut vers leur moyenne historique pourrait engendrer des tensions. En outre, étant donné que l'activité récente est, en grande partie, tirée par une logique d'investissement, plutôt que par une réelle demande, on peut s'interroger sur la pérennité de rendements substantiels. Des taux d'inoccupation toujours élevés peuvent faire douter de la situation fondamentale du marché (tableau VII.2), et la rentabilité des bureaux de haut standing présente déjà des signes de faiblesse.

Le marché du logement est devenu l'une des principales sources de bénéfices pour les banques : depuis cinq ans, les prêts hypothécaires connaissent un vigoureux essor dans la plupart des économies, notamment au Royaume-Uni (160 %), en Australie (100 %), aux États-Unis (75 %), dans la zone euro (50 %) et au Japon (30 %).

...source de risques microéconomiques

Exposition à l'immobilier résidentiel...

Immobilier commercial : prix et taux d'inoccupation							
	Prix <sup>1</sup>				Taux d'inoccupation des bureaux <sup>4</sup>		
	Variation nominale <sup>2</sup>			Niveau <sup>3</sup>	2002	2003	2004
	1995–2003	2003	2004	2004			
États-Unis	2,5	-2,5	4,0	35,7	15,6	16,7	16,0
Japon	-8,9	-10,2	-9,6	31,2	8,0	8,5	7,2
Allemagne	1,0	-18,4	-13,2	43,2	7,1	9,8	11,4
Royaume-Uni	1,9	-4,0	7,6	34,0	8,0	11,3	9,8
France	1,0	0,0	1,5	60,3	5,9	6,0	6,6
Italie	9,4	-5,1	-3,2	73,8	4,7	5,4	7,5
Canada	3,0	-2,7	2,2	46,8	13,7	15,6	14,4
Espagne	9,2	-10,9	13,5	46,5	4,8	7,7	8,4
Pays-Bas	6,1	-3,0	6,2	85,9	7,4	9,7	12,0
Australie	4,2	4,0	1,0	50,5	8,3	10,3	11,5
Suisse	-0,1	-2,2	-2,3	56,9	8,0	10,8	9,0
Belgique	4,8	10,9	15,0	94,9	8,8	9,5	10,7
Suède	3,2	-8,0	5,6	49,7	12,5	18,3	17,6
Norvège	5,6	-2,1	1,5	56,3	8,3	11,0	11,0
Danemark	6,1	-1,2	4,9	85,4	2,5 <sup>5</sup>	9,0	10,3
Finlande	2,9	0,0	-2,3	57,2	1,7 <sup>5</sup>	7,0	9,5
Irlande	13,4	0,2	1,3	82,5	18,4	17,5	16,7

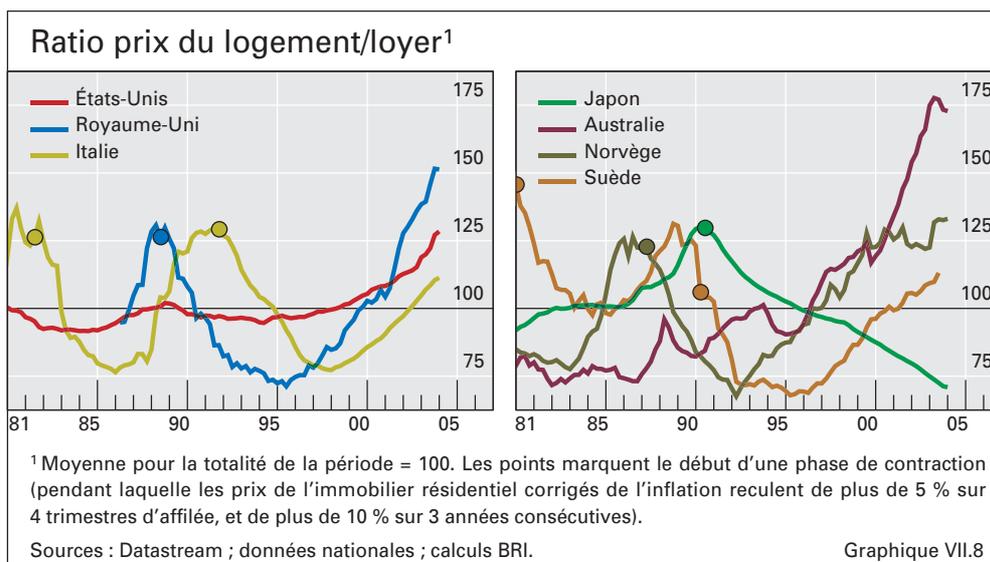
<sup>1</sup> Australie, Belgique, Espagne et Italie : immeubles de qualité dans les grandes villes ; Japon : prix des terrains. <sup>2</sup> Variation annuelle, en %. <sup>3</sup> Pic des prix, en termes réels = 100. <sup>4</sup> Espaces immédiatement disponibles (sous-locations comprises), en % du parc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

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

Tableau VII.2

...qui entraîne  
une vulnérabilité  
macroéconomique

Cependant, les incertitudes de ce marché pourraient aussi engendrer des risques directs et indirects pour le système financier. Dans nombre de pays (Royaume-Uni, États-Unis, Australie, Norvège et Espagne, notamment), les prix immobiliers ont augmenté beaucoup plus rapidement que les loyers, et les rendements locatifs sont tombés à des niveaux historiquement bas (graphique VII.8). Cela pourrait annoncer soit une correction en baisse des prix, soit une hausse des loyers, lesquels présentent une certaine rigidité. Si le renchérissement des logements se stabilise ou s'inverse, le marché hypothécaire pourrait se comprimer fortement (comme en Australie et au Royaume-Uni, récemment), ce qui se traduirait par un repli des commissions pour les banques. De plus, les pertes sur prêts immobiliers pourraient s'accroître, en particulier sur les marchés où l'endettement des ménages et les ratios prêts/valeur (prêts rapportés à la valeur des biens) sont élevés. Une diminution du patrimoine des ménages pourrait prélude à un ralentissement économique plus général, sous l'effet d'une réduction des dépenses de consommation. Si ces risques devaient se concrétiser, cet effet macroéconomique indirect, mais plus vaste et plus persistant, pourrait poser de sérieux défis au secteur bancaire.

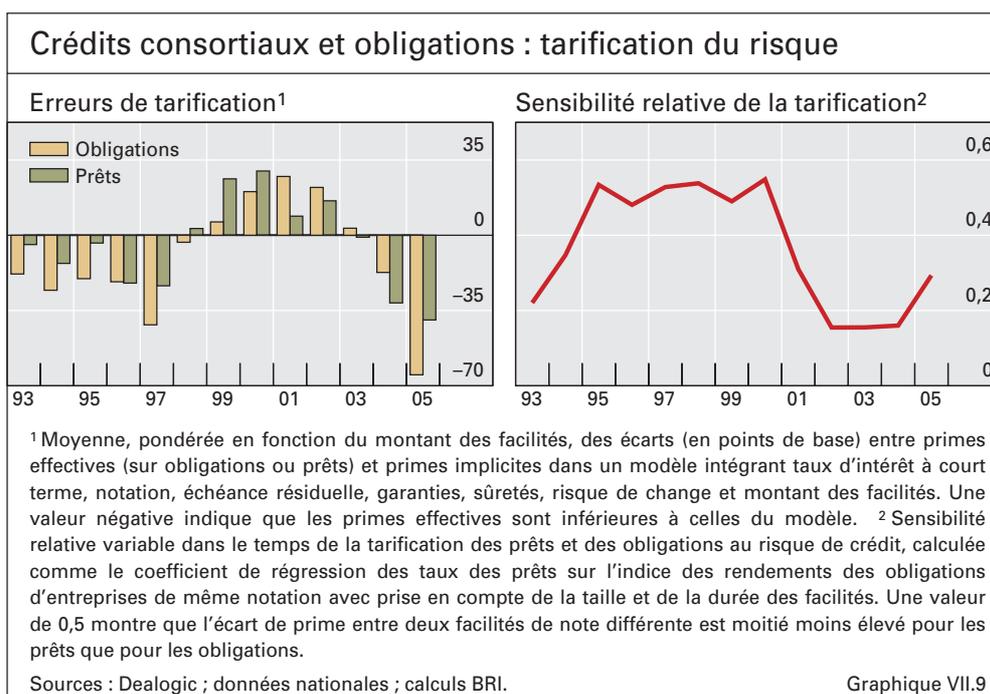


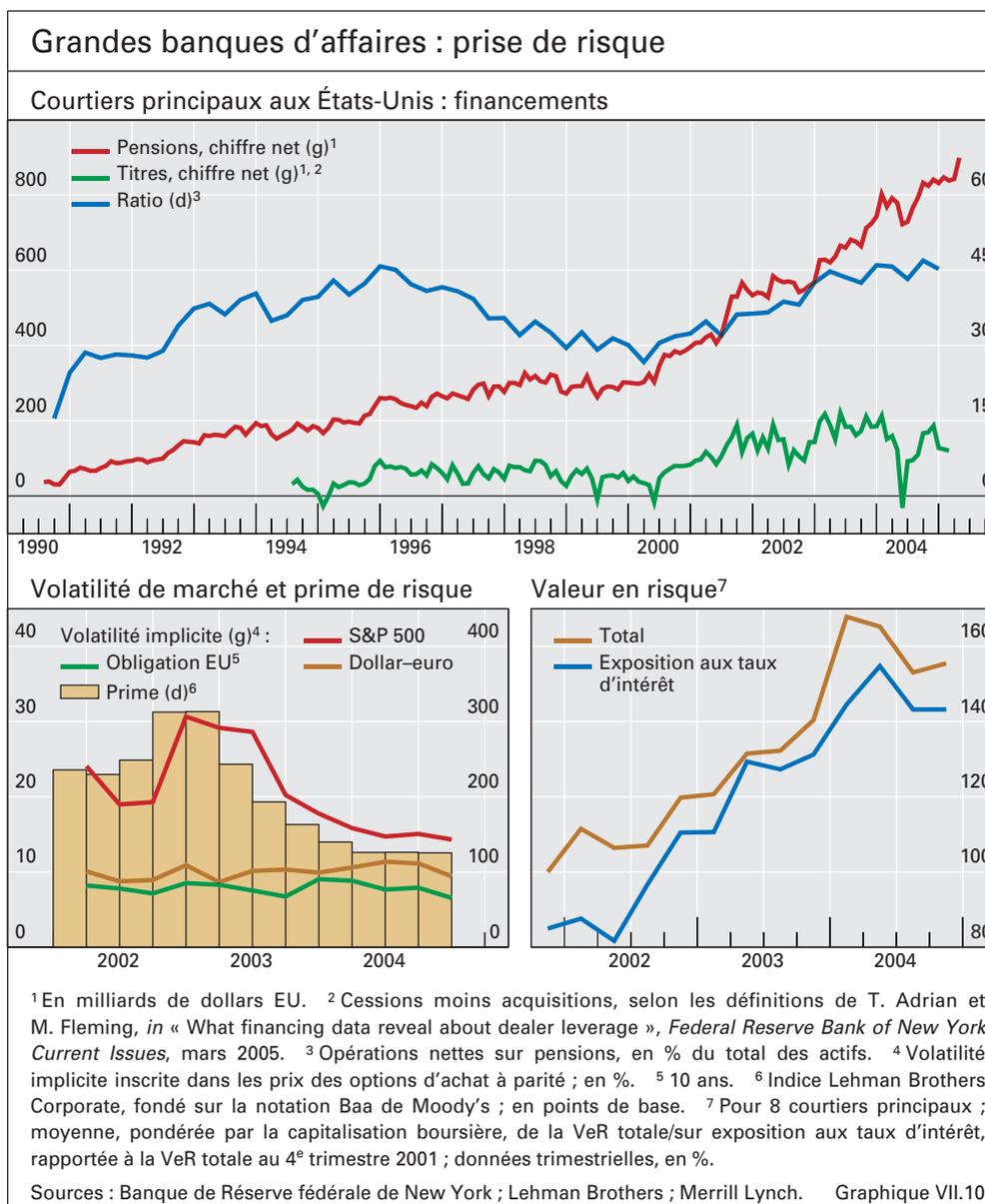
### Intensification de la « quête de rendement »

Le niveau durablement bas des taux d'intérêt et l'abondance des liquidités poussent les investisseurs vers des placements plus rémunérateurs mais plus risqués. Cette « quête de rendement » s'est intensifiée pendant la majeure partie de la période étudiée (chapitre VI).

Il apparaît que le risque reste sous-évalué sur les marchés des prêts consortiaux et des obligations. En 2004, le volume des prêts consortiaux signés aux États-Unis a atteint le record historique de \$1 300 milliards, dont 46 % en faveur d'entreprises notées au-dessous de BBB ; sur ces deux marchés, les marges montrent que la rémunération du risque de crédit est inférieure à son niveau de longue période (graphique VII.9, cadre de gauche).

Possible sous-tarification du risque de crédit





Récemment, la sous-tarifcation semble plus nette sur l'obligataire, car les marges des prêts consortiaux sont devenues quelque peu plus sensibles au risque de défaut (graphique VII.9, cadre de droite).

Forte exposition aux risques de marché

Les banques d'affaires ont, elles aussi, tendance à accroître leur prise de risque. Leur valeur en risque (VeR) totale a augmenté de plus de 50 % entre fin décembre 2001 et fin décembre 2004, ce qui indique une hausse notable des positions, car la volatilité a simultanément baissé sur les marchés des actions et de la dette (graphique VII.10, cadres du bas). Le léger recul de l'exposition globale en 2004 pourrait être lié à un retard d'ajustement de la prise de risque, ou bien à un resserrement de la liquidité (graphique VII.10, cadre du haut).

#### *Report du risque sur les ménages*

Accroissement du risque lié aux prêts hypothécaires...

Les tendances structurelles récentes montrent un report du risque des établissements et marchés financiers vers les ménages. Cette évolution est en partie recherchée par les ménages. Leur accès plus large à divers instruments

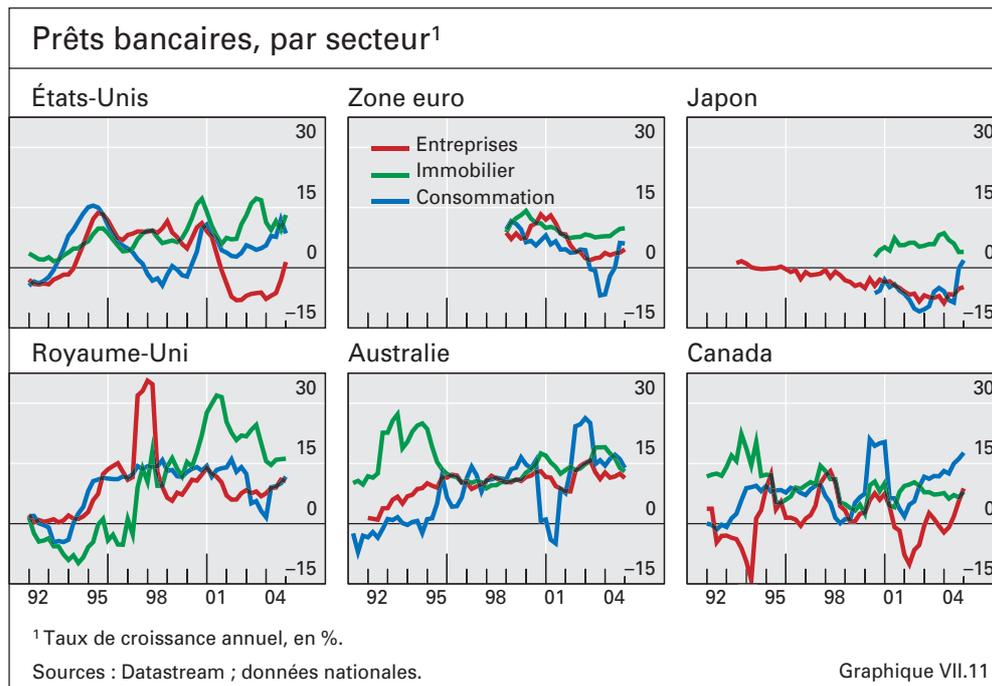
de financement augmente leur ratio dette/revenu (chapitre II). En 2004, les taux de croissance des crédits au logement et à la consommation ont dépassé ceux des prêts aux entreprises aux États-Unis, en Europe et au Japon (graphique VII.11). En outre, les ménages se tournent vers des instruments de placement plus sensibles aux fluctuations du marché. Les prêts hypothécaires à taux variable, traditionnellement prédominants en Australie, en Espagne, en Irlande, au Royaume-Uni et dans la plupart des pays nordiques, se répandent maintenant aux États-Unis. L'essor des produits d'assurance vie à capital variable montre également que les ménages sont plus enclins à prendre des risques.

Mais les ménages sont aussi plus exposés en raison d'évolutions institutionnelles. Premièrement, les projets de réforme du système de retraite, aux États-Unis et au Royaume-Uni, marquent le remplacement de régimes à prestations définies par des régimes à cotisations définies, ce qui accroît l'exposition des ménages aux risques de marché ; les employeurs y sont poussés par trois facteurs qui pèsent sur les budgets des entreprises : le vieillissement de la population, l'atonie des marchés des actions et le bas niveau des taux d'intérêt. Deuxièmement, avec la comptabilisation à la juste valeur, le coût des garanties de rendement minimum incorporées aux polices d'assurance va devenir plus visible, et les assureurs seront incités à les réduire. Enfin, la moindre sécurité de l'emploi dans de nombreux pays développés accentue les risques pour les ménages en ajoutant une incertitude quant à leurs revenus.

...et aux pensions de retraite...

Ces tendances pourraient-elles affaiblir la résistance de l'économie face au risque ? Certes, ce sont en fin de compte les ménages, intéressés à toute activité économique, qui supportent *in fine* tous les risques. Cependant, le niveau global de risque n'est pas indépendant de la structure financière, des caractéristiques institutionnelles et de la répartition de la prise de risque. Les

...qui peut affaiblir la résistance de l'économie



ménages disposent en général de liquidités grâce au revenu régulier de leur travail et à la nature de leurs placements. En outre, les pertes spécifiques qu'ils subissent ont peu de répercussions négatives. Par rapport aux établissements financiers, toutefois, ils sont moins aptes à comprendre, gérer et diversifier les risques, sont davantage dépendants de crédits garantis et supportent des coûts de transaction plus élevés. Du fait de ces limites, un accroissement de leur exposition directe au risque ne constitue pas forcément un gain d'efficacité.

L'amélioration de l'accès aux produits financiers permet aux ménages de devenir plus facilement propriétaires de leur logement et de lisser leur consommation dans le temps. Néanmoins, une baisse des prix immobiliers aurait des incidences sur le secteur financier et l'économie en général (supra). De surcroît, une hausse des taux d'intérêt, en renchérissant le service des emprunts à taux variable, pourrait affecter la consommation et la capacité de remboursement des ménages, et donc aussi la résistance de l'économie et du système financier.

## Vers une approche macroprudentielle

Les risques  
macroéconomiques  
imposent...

Ce qui précède souligne le rôle clé des vulnérabilités découlant des interactions entre secteur financier et économie réelle. Les principaux défis tiennent à la résorption des déséquilibres accumulés lors de l'envolée boursière de la fin des années 90 et à l'environnement macroéconomique apparu depuis le début de la décennie. Pour y répondre efficacement, il serait bon que le cadre prudentiel privilégie ces interactions, dans une approche systémique de la stabilité financière. C'est ce à quoi s'attache la tendance générale au renforcement de l'orientation macroprudentielle.

...des approches  
macroprudentielles

Cette orientation souligne l'importance des interactions entre établissements financiers, ainsi qu'entre système financier et macroéconomie. Complémentaire de l'approche microéconomique traditionnelle, centrée sur l'établissement, elle accorde une attention particulière à la concentration des expositions et aux vecteurs de risque communs aux différentes composantes du système financier ; l'analyse des effets potentiellement déstabilisateurs des interactions en constitue l'élément central.

Dans la pratique, cette orientation résolument systémique du cadre prudentiel revêt plusieurs aspects. Le plus visible, sans doute, est l'architecture des institutions et les mandats des instances officielles chargées de veiller à la stabilité financière. Mais la manière dont ces dernières s'en acquittent prend aussi une dimension plus macroprudentielle. Citons surtout les progrès des techniques de mesure du risque, qui permettent de mieux identifier les vulnérabilités, et le calibrage des dispositifs prudentiels (préventifs et curatifs).

### *Infrastructure institutionnelle*

L'infrastructure institutionnelle en charge de la stabilité financière répond de plus en plus à cette orientation macroprudentielle. Aux niveaux national et international, elle place l'accent sur le suivi des interactions entre institutions

et sur la mise en place d'un dispositif harmonisé de traitement des risques dans les différentes branches du secteur financier.

Au niveau national, la tendance à confier la surveillance prudentielle des banques, des assureurs et des autres intermédiaires financiers à une autorité unique s'accroît depuis que la Norvège a choisi cette voie à la fin des années 80. Y contribuent grandement les synergies liées à l'émergence de conglomérats financiers et la convergence des pratiques à la faveur de nouveaux marchés et de nouvelles technologies.

Regroupement des fonctions de surveillance

Ce changement institutionnel va généralement de pair avec la fixation d'objectifs de stabilité financière plus explicites pour les banques centrales. Concrètement, cette évolution se traduit souvent par la création d'une fonction spécifique, au sein de la banque centrale, et par la publication de rapports réguliers évaluant les résultats et les vulnérabilités potentielles du système financier. Il n'est pas rare que les banques centrales suivent cette voie en l'absence même de mandat explicite, en s'appuyant sur leur solide compétence dans la production d'analyses macroéconomiques plus traditionnelles.

Objectifs de stabilité financière pour les banques centrales

Au niveau international, plusieurs instances ont été créées afin de favoriser la communication et la coopération entre autorités prudentielles. Les comités travaillant sous l'égide des banques centrales du G 10 et divers groupements régionaux ont notamment pour objectif de suivre l'évolution des marchés et d'évaluer les éventuelles fragilités du système financier mondial. Le Forum sur la stabilité financière rassemble toutes les parties prenantes – autorités nationales, institutions financières internationales et certains organes internationaux –, en vue de renforcer le dialogue et la coordination. Il a notamment publié un ensemble de recommandations, à l'intention des autorités prudentielles, concernant les risques systémiques découlant de l'activité des institutions à fort effet de levier et, plus récemment, il a été à l'origine du renforcement de la surveillance des sociétés de réassurance (pages 177–178).

Instances internationales

### *Détection des vulnérabilités*

Pour que le traitement soit efficace, il faut au préalable un bon diagnostic. L'instauration d'un cadre macroprudentiel opérationnel présuppose donc la mise en place d'une technologie de mesure du risque systémique.

De manière générale, la mesure des risques financiers reste embryonnaire. Chacune de leur côté, les institutions se sont initialement attachées à quantifier certains risques et n'élaborent que depuis peu un cadre global de mesure à l'échelle du groupe. On peut citer, par exemple, l'extension à d'autres risques des indicateurs de type VeR (valeur en risque) conçus pour les risques de marché. Au niveau macroéconomique, la modélisation des interactions entre sphères financière et réelle manque encore d'expérience, par rapport à celle des relations entre production, dépense et prix agrégés.

Modélisation du risque systémique

L'élaboration d'outils de mesure du risque systémique et leur mise en œuvre dans divers contextes progressent notablement depuis peu. Les initiatives du FMI et de la Banque mondiale pour dresser une liste d'indicateurs de solidité financière et encourager les autorités nationales à collecter et publier systématiquement ces données visent à alimenter l'analyse. Le

Indicateurs macroprudentiels

Programme d'évaluation du secteur financier, déployé conjointement par ces deux organisations, étudie régulièrement les vulnérabilités systémiques de nature structurelle et conjoncturelle.

Simulation  
de crises  
macroéconomiques

S'inspirant des simulations de crise menées dans les établissements, de nombreuses banques centrales développent actuellement une méthodologie permettant d'évaluer la solidité de l'ensemble du système financier, en recourant à des indicateurs micro- et macrofinanciers. L'évaluation associe le plus souvent trois éléments : des modèles macroéconomiques, conçus pour guider les décisions de politique monétaire ; des modèles représentant la situation financière des ménages et des entreprises ; des enquêtes concernant l'incidence éventuelle de différents scénarios sur les résultats des établissements et marchés financiers. Dans certaines juridictions, cette méthodologie sert non seulement de base aux évaluations périodiques des vulnérabilités financières, mais aussi d'outil d'aide à la décision pour les autorités monétaires. Une fois en place, elle se prête également à des applications plus orientées sur l'analyse de risques spécifiques, tels ceux découlant d'une chute des prix des actifs.

#### *Calibrage des outils prudentiels*

L'attitude des autorités face aux risques identifiés intègre de plus en plus des considérations systémiques. C'est ce que l'on observe dans la manière dont elles conçoivent les normes prudentielles et dans leurs modalités d'action.

L'adoption  
d'une approche  
systémique...

L'intégration explicite d'objectifs systémiques dans les normes prudentielles est relativement récente, bien qu'il ait toujours été acquis que les normes limitant une prise de risque excessive par les différents établissements atténuent aussi les risques systémiques. Les aspects les plus nouveaux de l'approche macroprudentielle partent du constat qu'un comportement et des règles individuellement rationnels peuvent, généralisés, produire des résultats indésirables. Ainsi, pour un établissement soucieux de préserver ses fonds propres, il peut être prudent de dénouer des positions si les indicateurs font apparaître un niveau élevé de risques de marché. Mais, généralisé, ce mouvement de vente pourrait déclencher une réaction en chaîne qui engendrerait un accès de volatilité et une surréaction des prix des actifs.

...influe sur  
la conception  
des normes...

Le nouveau dispositif de fonds propres des banques, publié en 2004 par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, constitue une avancée majeure. Il consacre les initiatives du secteur privé pour concevoir et utiliser des outils de gestion du risque. En acceptant que les modèles internes servent à définir les niveaux de fonds propres réglementaires, il reconnaît qu'il importe d'inciter tous les opérateurs à recourir aux meilleures pratiques. La grande sensibilité au risque de ce dispositif a toutefois pu faire penser qu'il amplifierait le caractère procyclique de l'offre de crédit. En partie pour répondre à cette objection, le texte final, appuyé sur des études empiriques, limite expressément le renforcement des fonds propres requis en cas de dégradation des perspectives de solvabilité. Il reconnaît, en outre, que le niveau des fonds propres devrait dépendre des résultats des simulations de crise appliquées au portefeuille de risque et ne pas être uniquement lié à la conjoncture économique. Surtout, ce dispositif contribue à incorporer les grandes

améliorations de la gestion du risque dans la culture des établissements. Ceux-ci pourront plus rapidement détecter et corriger les problèmes, ce qui atténuera les tendances procycliques.

Une logique semblable sous-tend le « provisionnement statistique » adopté en Espagne, par lequel les banques constituent des provisions en fonction d'une moyenne estimée sur l'ensemble du cycle d'activité. Les provisions accumulées pendant la phase ascendante du cycle créent ainsi une réserve pour la période de repli conjoncturel, lorsque les conditions de crédit se détériorent. Ce lissage dans le temps limite la tendance à une contraction excessive des prêts durant un épisode de dégradation des perspectives économiques, ce qui atténue le risque d'une volatilité macroéconomique induite par la réglementation.

Outre la conception des normes, l'approche systémique influence de plus en plus les mesures discrétionnaires prises par les instances prudentielles devant l'apparition de tensions ou l'accumulation de vulnérabilités. On peut citer en exemple la récente réaction des autorités britanniques face aux difficultés des assureurs lorsque le recul des cours des actions les a exposés à de lourdes pertes sur leur portefeuille d'actifs. L'assouplissement temporaire du niveau des réserves obligatoires a permis d'endiguer les ordres *stop loss*, et donc de prévenir une spirale de baisse des cours des actions, qui aurait fragilisé encore plus les bilans. C'est une logique analogue qui a présidé à l'adaptation, dans certains pays, des règles applicables aux prêts hypothécaires (tel le ratio prêt/valeur), pour répondre aux préoccupations quant aux risques macroéconomiques suscités par l'expansion rapide du crédit. Certes, mieux vaut une constitution de réserves adéquates *ex ante* pour faire face aux tensions ; ces mesures *ex post* ne sont que des palliatifs, mais elles peuvent faciliter l'ajustement du système financier à des circonstances spéciales sans guère réduire le pouvoir d'incitation de la réglementation, si elles sont calibrées avec discernement et utilisées avec parcimonie.

...les décisions discrétionnaires des autorités...

Enfin, les préoccupations de stabilité systémique transparaissent largement dans l'attitude des instances prudentielles à l'égard des conglomérats financiers. Ceux-ci sont soumis, dans de nombreux pays, à un régime spécifique de suivi et d'analyse plus strict définissant les mesures dont ils doivent faire l'objet en cas de difficultés. Les aspects systémiques figurent parmi les premiers facteurs considérés avant d'autoriser toute fusion : les autorités ne veillent pas seulement à maintenir un degré de concurrence approprié, elles se préoccupent toujours plus des risques découlant d'une concentration accrue de l'exposition du système financier envers un petit nombre d'établissements liés entre eux. En outre, des plans de secours sont en place pour faire face au défaut de grands groupes ; ils prévoient une mise sous tutelle de l'établissement défaillant, dans le souci de préserver la continuité d'exploitation et la valeur pour l'actionnaire, et de limiter autant que possible les perturbations systémiques.

...et le régime prudentiel des grands établissements financiers

### *Défis*

L'analyse ci-dessus montre que d'importants progrès, en ce qui concerne la prise de conscience comme la mise en œuvre, ont permis de renforcer

Trois grands défis : l'orientation systémique des dispositifs prudentiels. Il reste toutefois trois grands défis à relever.

...améliorer la mesure du risque...

Premièrement, il faut améliorer les techniques de mesure du risque. Malgré des avancées récentes, les méthodologies actuelles sont surtout performantes lorsqu'il s'agit d'évaluer les risques respectifs à un moment donné, par exemple vis-à-vis de tels emprunteurs ou sur telles catégories d'actifs. Elles sont moins efficaces sur la durée, notamment pour le risque systémique ; au lieu d'être véritablement prospectives et de soutenir l'action en ciblant les horizons lointains, ces méthodologies réagissent plus souvent aux risques déjà matérialisés. De surcroît, lorsqu'elles analysent les prix de marché, elles ne permettent peut-être pas de distinguer entre les changements touchant l'appétit pour le risque et ceux relatifs à l'évaluation du risque lui-même (chapitre VI). Dans l'un ou l'autre cas, elles peuvent introduire fortuitement un degré excessif de procyclicité dans l'évaluation et l'action.

...assurer des incitations pour les instances prudentielles...

Deuxièmement, il faut s'assurer que les instances prudentielles ont les moyens et les incitations nécessaires pour utiliser dans une optique macroprudentielle les instruments à leur disposition. En dehors des cas exceptionnels évoqués plus haut, les réticences à agir sont encore vives quand les problèmes sont attribués à une cause macroéconomique. Cela peut naturellement s'expliquer par un manque de savoir-faire, surtout, peut-être, dans les cas où la surveillance n'est pas exercée par la banque centrale. Le problème peut aussi venir du mandat du superviseur, lorsque des objectifs de protection des consommateurs priment sur la prévention des crises systémiques.

...et coordonner l'action des autorités

Troisièmement, il faut, pour le secteur officiel, renforcer l'approche macrofinancière de la stabilité, grâce à une coordination plus poussée, qui reconnaisse les fortes interdépendances entre les missions des diverses instances concernées, incluant autorités monétaires, ministères des Finances, voire organes de normalisation comptable. Il existe à l'évidence des complémentarités entre les compétences de ces différents intervenants et les instruments dont ils disposent. Ainsi, les normes comptables peuvent beaucoup influencer la capacité à évaluer la solidité financière, les incitations à prendre des risques et les effets stabilisateurs ou déstabilisateurs des comportements individuels. Autre exemple : les tensions financières qui s'accompagnent de coûts macroéconomiques importants ne sont pas toujours dues à la défaillance d'opérateurs financiers. Elles peuvent aussi résulter de la dynamique des marchés ou de déséquilibres dans les comptes des ménages et des entreprises, même si les établissements financiers restent convenablement protégés, ce qu'illustrent bien les risques liés au financement hypothécaire. Tout cela plaide en faveur d'une coopération étroite entre les différentes autorités, qui passe par un accord sur le diagnostic.