

## VII. Système financier : analyse sectorielle

### Faits marquants

Le système financier des économies industrialisées n'a pas connu de changement majeur durant la période examinée. Les résultats sont demeurés positifs pour la plupart des métiers sous l'effet de trois facteurs : hausse de la demande de crédit et d'autres services liés aux marchés des capitaux ; abondance de l'offre de liquidités ; environnement très favorable au crédit. Dans les cas où des risques se sont matérialisés, les établissements concernés ont été capables d'y faire face et les volants de fonds propres apparaissent suffisants pour amortir l'impact d'éventuelles évolutions défavorables dans le futur proche.

Les sources potentielles de vulnérabilité restent inextricablement liées aux évolutions macroéconomiques à venir et au rythme de la correction des déséquilibres financiers. Des signes laissent augurer un ralentissement dans certains types d'activité et une augmentation des risques dans d'autres. Tous les établissements restent confrontés aux risques associés à une probable remontée des taux d'intérêt à un niveau plus normal et à un possible retournement du cycle du crédit. L'exposition des banques au risque immobilier s'est accrue et l'éventualité d'un fléchissement de la progression des prêts pourrait peser sur leurs bénéficiaires.

De manière générale, les années à venir risquent d'être plus difficiles que celles qui viennent de s'écouler. Il importe donc de bien gérer les risques et de se préparer à réagir à des sources de tensions, prévues ou non. Du point de vue du système financier dans son ensemble, la gestion des risques dépend étroitement de la qualité des informations dont disposent les acteurs des marchés sur la situation financière de leurs homologues et contreparties. Une relation harmonieuse entre normes de communication financière, pratiques de gestion du risque financier dans les entreprises et cadre prudentiel peut renforcer la solidité du système financier. La dernière partie du présent chapitre traite ces questions plus en détail.

### Résultats

Les résultats généralement positifs des institutions financières se sont confirmés. À de rares exceptions près, leur rentabilité est demeurée élevée et les secteurs confrontés à des conditions défavorables ont été capables d'y faire face sans tensions excessives. Des pressions concurrentielles toujours plus vives ont cependant entraîné une nouvelle compression des marges, compensée par une augmentation rapide des volumes d'activité – qu'une évolution défavorable de l'environnement macroéconomique pourrait toutefois remettre en question.

## Banques commerciales

Les banques ont enregistré de bons résultats dans la plupart des régions, confirmant la tendance des dernières années. La marge d'intérêts a continué de rétrécir sous l'effet de la concurrence et de l'aplatissement de la courbe des rendements, surtout aux États-Unis. L'augmentation des revenus d'intérêts s'explique donc par l'expansion rapide du crédit. Le rendement de l'actif a peu évolué : les charges d'exploitation ont diminué et les dotations aux provisions ont été très faibles, tandis que les revenus de commissions sont demeurés stables (tableau VII.1).

Importants  
bénéfices malgré  
une baisse de la  
marge d'intérêts

Les banques des États-Unis ont enregistré des bénéfiques records en 2005, leurs taux de rentabilité (sur actif et sur fonds propres) ayant atteint des niveaux à peine inférieurs à leur sommet historique de 2003. Les résultats des grandes banques européennes ont également été très bons, même s'il est difficile de comparer les chiffres de 2005 avec ceux des années antérieures en raison de l'adoption des normes internationales d'information financière IFRS. Le passage aux nouvelles règles comptables a modifié les chiffres déclarés (notamment marge d'intérêts, créances compromises et fonds propres), mais il n'a pas entraîné de variation excessive dans les états financiers.

L'activité de détail est demeurée essentielle à la rentabilité des banques. Dans de nombreux pays, l'expansion du crédit a été dominée par les prêts immobiliers. En Espagne et en France, le rythme rapide auquel ont été octroyés les crédits hypothécaires a accru les revenus des banques dans le contexte d'un marché de l'immobilier résidentiel en forte hausse. En outre, la gestion d'actifs et la vente de produits de retraite et d'assurance ont contribué

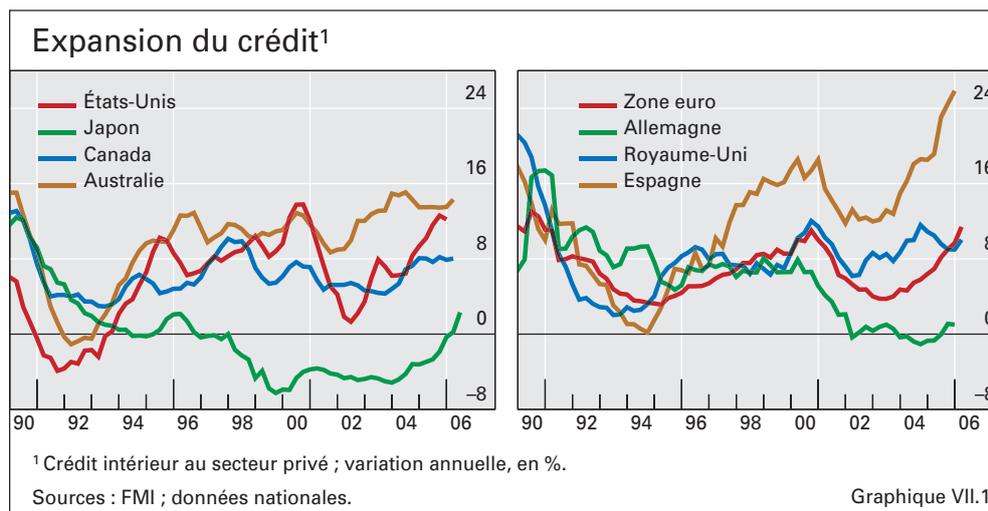
Expansion de la  
banque de détail

Grandes banques : rentabilité <sup>1</sup>													
En % du total de l'actif moyen													
		Bénéfice avant impôt			Dotations aux provisions			Marge d'intérêts			Charges d'exploitation		
		2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003	2004	2005
États-Unis	(12)	2,20	1,81	2,06	0,37	0,24	0,23	2,99	2,86	2,65	3,77	3,75	3,32
Canada	(5)	1,08	1,23	1,01	0,25	0,06	0,10	2,16	1,99	1,79	3,26	2,93	3,00
Japon <sup>2</sup>	(15)	0,11	0,26	0,84	0,81	0,47	0,22	1,08	0,98	1,07	2,14	1,59	1,42
Australie	(4)	1,63	1,48	1,76	0,23	0,18	0,16	2,33	2,09	2,06	2,39	2,18	2,08
Royaume-Uni <sup>3</sup>	(9)	1,24	1,16	0,99	0,43	0,30	0,29	2,12	1,78	1,44	2,62	2,25	1,80
Suisse <sup>3, 4</sup>	(5)	0,42	0,67	0,67	0,03	-0,01	-0,01	0,99	0,87	0,65	2,78	2,46	2,39
Suède <sup>3</sup>	(4)	0,87	1,04	0,91	0,11	0,03	0,00	1,61	1,43	1,02	1,63	1,40	1,05
Autriche <sup>3</sup>	(3)	0,61	0,78	0,85	0,37	0,34	0,31	1,86	1,83	1,64	2,58	2,41	2,09
Allemagne <sup>3, 4</sup>	(9)	0,04	0,17	0,41	0,28	0,23	0,08	0,81	0,73	0,66	1,58	1,48	1,25
France <sup>3, 4</sup>	(7)	0,68	0,80	0,70	0,19	0,11	0,07	1,17	1,03	0,85	2,07	1,80	1,36
Italie <sup>3</sup>	(6)	0,80	0,87	1,07	0,51	0,42	0,21	2,12	1,92	1,63	2,99	2,65	1,99
Pays-Bas <sup>3, 4</sup>	(4)	0,69	0,51	0,60	0,21	0,08	0,06	1,69	1,30	1,11	2,12	1,56	1,35
Espagne <sup>3, 4</sup>	(5)	1,61	1,37	1,46	0,49	0,35	0,30	3,02	2,29	2,07	3,17	2,49	2,17

<sup>1</sup> Entre parenthèses : nombre de banques de l'échantillon. <sup>2</sup> 2005 : ratios annualisés calculés sur la base des rapports des banques à mi-exercice. <sup>3</sup> 2005 : chiffres établis selon les normes IFRS. <sup>4</sup> 2005 : chiffres préliminaires.

Source : Fitch Ratings.

Tableau VII.1



aux revenus de commissions. La progression des opérations de détail ne semble pas près de se démentir et pourrait bien se poursuivre dans les pays, comme l'Italie, où le taux d'endettement des ménages reste peu élevé.

Le crédit a progressé à un rythme variable selon les pays, comme le montre le graphique VII.1. On a observé une certaine amélioration dans les pays où son expansion était faible et un léger ralentissement ailleurs, notamment en Australie, au Canada et au Royaume-Uni. Dans la zone euro, la vive croissance globale (11 %) masque d'importantes différences selon les États membres. Les concours bancaires sont restés pratiquement inchangés en Allemagne, mais, en Espagne, leur accélération a été si forte que la collecte de dépôts en a difficilement assuré le financement ; les banques espagnoles ont connu une croissance soutenue chez elles et en Amérique latine. Le crédit aux entreprises s'est développé des deux côtés de l'Atlantique. Les conditions d'octroi se sont assouplies pour les entreprises et sont demeurées quasiment identiques pour les ménages. Aux États-Unis, le crédit aux entreprises a progressé au même rythme que les prêts immobiliers, tandis que les crédits à la consommation se sont ralentis.

En ce qui concerne les coûts, les banques ont continué de tirer profit des restructurations et rationalisations passées, tandis que l'environnement favorable au crédit a permis de réduire encore le ratio de prêts non productifs, surtout pour le crédit aux entreprises et les prêts immobiliers. Par conséquent, les provisions pour pertes sur prêts sont tombées à des niveaux historiquement bas dans plusieurs pays où les banques n'ont pas connu d'incident de crédit majeur. Ainsi, aucune faillite bancaire n'a été recensée aux États-Unis depuis 2004, ce qui n'était pas arrivé sur une aussi longue période depuis plus de soixante-dix ans. En diversifiant leurs implantations géographiques et leurs métiers, les établissements ont mieux surmonté des défis aussi variés que catastrophes naturelles, poursuites judiciaires et aplatissement de la courbe des rendements. Aux États-Unis, les pertes sur prêts ont surtout concerné les crédits à la consommation, notamment sur cartes de crédit. La modification de la législation sur la faillite n'explique qu'une partie de l'augmentation spectaculaire des cas de faillite personnelle enregistrés fin 2005, car la situation financière des ménages est généralement

Progression de la demande de crédit

Faible coût du crédit

tendue. Au Royaume-Uni, le cycle du crédit semble s'être déjà inversé. La hausse des taux d'intérêt et des tarifs des services collectifs, conjuguée au ralentissement du marché de l'immobilier résidentiel, a pesé sur les consommateurs britanniques, très endettés. Le nombre de faillites personnelles s'est accru et, avec lui, les créances en souffrance et les provisions au titre des crédits à la consommation, y compris sur cartes de crédit. Cependant, la bonne rentabilité des banques du pays, leur maîtrise des coûts et leur diversification devraient leur permettre de faire face à toute détérioration éventuelle.

Au Japon, la baisse du coût du crédit a revigoré les établissements financiers. Avec les meilleurs résultats de leur histoire récente, ils ont mis fin à plus de dix années d'atonie. La réduction des pertes sur prêts a permis un résultat largement positif. L'amélioration de la situation des entreprises a également réduit le problème des prêts non productifs, dont le ratio au total de l'actif a continué de diminuer pour les grandes banques. Les bénéfices non distribués leur ont aussi permis d'accroître la qualité de leurs fonds propres, la part des capitaux publics dans les fonds propres de base étant revenue au-dessous de 20 %. Ce retour à la rentabilité a été favorisé par les plus-values non matérialisées sur les portefeuilles d'actions, qui devraient compenser d'éventuelles pertes sur les portefeuilles obligataires en cas de hausse des taux d'intérêt (chapitre IV). Enfin et surtout, la reprise économique générale laisse augurer un redémarrage des bénéfices sur les prêts, dont le rythme de croissance est positif pour la première fois depuis 1994.

La recherche de la croissance par le biais des activités de détail ainsi que les perspectives d'économies d'échelle ont maintenu l'attrait de la concentration au sein du secteur bancaire. Aux États-Unis, la précédente vague de concentration entre grands établissements a laissé un potentiel d'opérations de moindre envergure, visant à une meilleure diversification géographique. En Europe, le phénomène a été plus varié. En Allemagne et en France, l'intégration aux réseaux coopératifs de petites banques de détail domestiques s'est poursuivie. La nouveauté provient d'importants regroupements transfrontières. Les banques italiennes en ont souvent été les principaux acteurs, en tant que cibles ou acquéreurs, mais plusieurs opérations ont concerné des établissements à la périphérie de la zone euro.

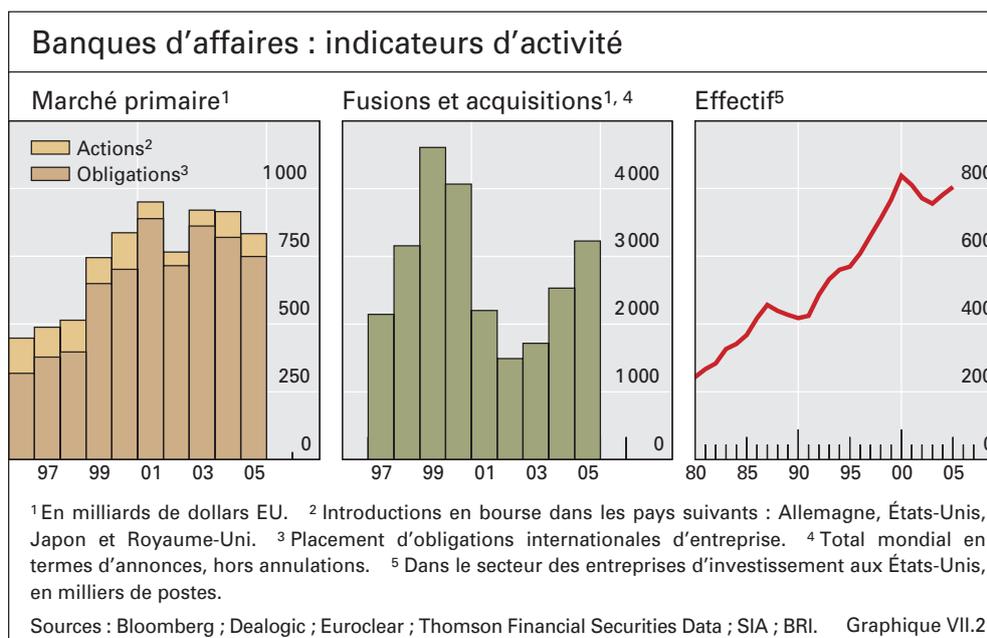
### *Banques d'affaires*

Les banques d'affaires ont enregistré des résultats exceptionnels. Leur rentabilité sur fonds propres s'est située dans une fourchette de 15–30 % du fait de bénéfices très élevés dans toute une série de lignes de métier. Outre les revenus de leurs activités traditionnelles, de nombreux établissements sont parvenus à générer d'importants bénéfices sur des opérations de négoce. Du côté des activités traditionnelles, les fusions-acquisitions ont contribué à la fois à l'activité de conseil et au placement des obligations finançant ces opérations (graphique VII.2 ; voir aussi le chapitre VI). Les analystes pensent que ce dynamisme se poursuivra étant donné le niveau des bénéfices des entreprises et le nombre de projets en préparation, dans lesquels la taille et la tolérance pour l'effet de levier semblent augmenter.

Renforcement des bilans au Japon

Concentration en Europe

Les fusions-acquisitions stimulent les bénéfices



Expansion du secteur

Les commissions sur les services de placement et de conseil en fusions-acquisitions ont surtout bénéficié aux grandes banques d'affaires. Ces établissements ont aussi davantage recouru au financement par pensions que les années précédentes. Ils se sont procuré de nouvelles sources de revenus importantes en se livrant au négoce sur produits de base et énergie ainsi qu'en s'engageant dans des activités de capital-investissement. Les banques d'affaires ont également enregistré des bénéfices sur d'autres types d'opérations, notamment le placement de produits de crédit et les services de courtage aux fonds spéculatifs. Alors qu'il réduisait ses effectifs au début de la décennie, le secteur, actuellement en pleine expansion, recrute activement.

#### *Fonds spéculatifs*

Après une expansion rapide durant la première moitié de la décennie, les fonds spéculatifs ont connu un repli l'an dernier : les résultats financiers se sont dégradés et les placements ont ralenti. En réponse à l'attention des investisseurs institutionnels, leur cadre opérationnel a de nouveau été modifié.

Résultats en baisse...

Les résultats ont baissé pour tous les profils de fonds en 2005, ce qui traduit sans doute l'encombrement croissant du secteur, de nombreux gestionnaires cherchant à exploiter une gamme limitée d'opportunités de placement rentables (graphique VII.3). Cet encombrement semble confirmé par la réduction de la fourchette des résultats selon les profils.

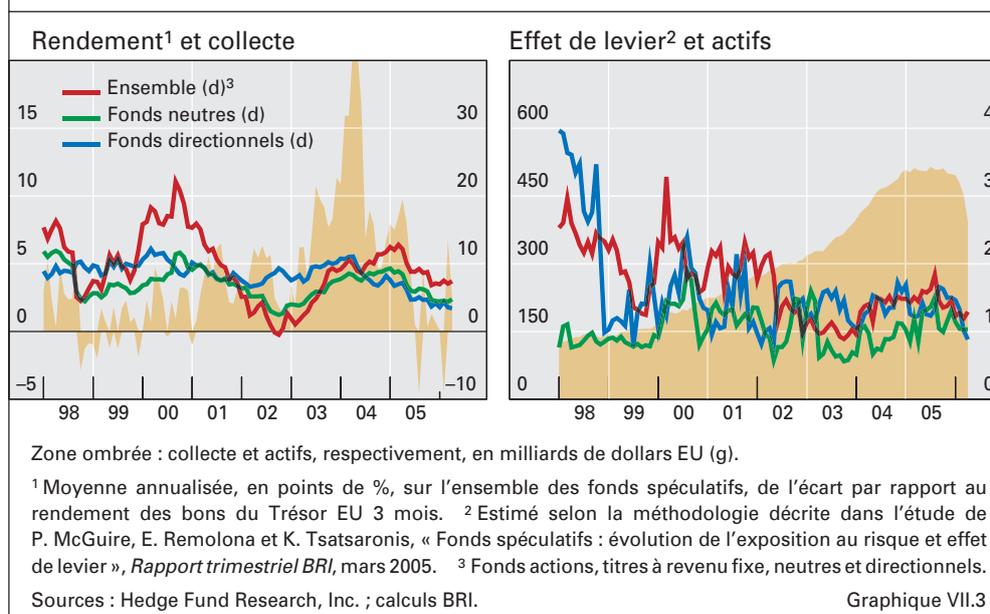
...ralentissement des apports de fonds...

La faiblesse de ces résultats a découragé les investisseurs, comme le montre la baisse de la collecte. En 2005, le secteur a connu des sorties nettes pendant plusieurs mois, pour la première fois depuis l'épisode LTCM. Son expansion s'est ralentie avec la diminution du nombre de fonds créés en remplacement d'anciens.

...et profil plus conventionnel

Malgré la baisse des résultats, des signes de plus en plus nombreux font penser que les fonds spéculatifs sont devenus une forme de placement

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



acceptable pour les grands investisseurs institutionnels. Les liens avec des sociétés bien établies dans la gestion d'actifs ou la banque privée ont continué de se renforcer : ces sociétés incluent souvent des placements en fonds spéculatifs dans la palette de produits qu'elles proposent à leur clientèle ; dans de nombreux cas, elles ont directement acheté des fonds de fonds. Le rétrécissement de la plage de volatilité des rendements des différents fonds, ces dernières années, s'explique par les apports des investisseurs institutionnels, qui ont des exigences plus élevées en matière de gestion des risques, de déclaration et de constance dans la stratégie de placement.

### *Capital-investissement*

Ces dernières années, les fonds de capital-investissement ont enregistré une forte croissance, qui s'est manifestée dans la collecte de fonds et dans leur contribution à des prises de participation. Ce renouveau tient principalement à la déception des investisseurs en bourse après l'explosion de la bulle technologique, à la faiblesse des rendements et à l'abondance des liquidités. Simultanément, cet essor a suscité des préoccupations quant à ses possibles implications pour la stabilité financière, étant donné le rôle important de l'effet de levier dans les stratégies de capital-investissement.

Les fonds de capital-investissement sont spécialisés dans le financement de fonds propres d'entreprises à haut risque et pour lesquelles l'information est une ressource essentielle. Il existe deux grands types de fonds. Les premiers procurent des financements à des sociétés n'ayant pas accès à la bourse, comme de jeunes entreprises à fort potentiel de croissance mais sans véritable palmarès, ou des entreprises de taille moyenne ayant besoin de fonds pour surmonter une crise financière, modifier la structure de leur capital ou acquérir une société. Les seconds sont spécialisés dans le rachat de

Les structures  
de capital-  
investissement...

sociétés faisant un appel public à l'épargne, qu'ils retirent ensuite de la cote. Habituellement, ces rachats sont financés en partie par endettement, ce qui fait notablement augmenter l'effet de levier dans le bilan de la société rachetée. Les avantages financiers de ces opérations sont les dividendes, à moyen terme, et, *in fine*, le revenu procuré par la revente de la société, soit de gré à gré, soit par introduction en bourse.

...récompensent la prise de risque

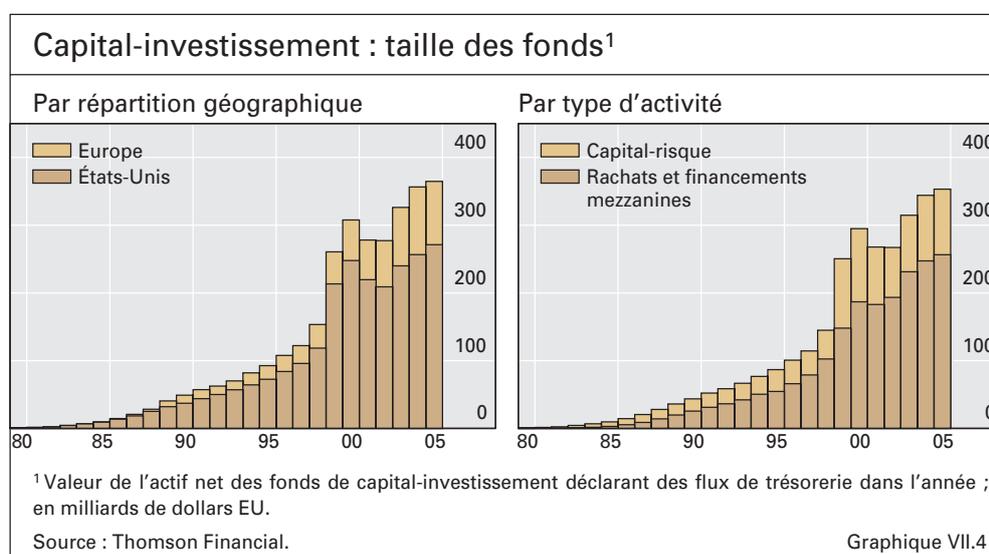
Les fonds de capital-investissement sont des regroupements d'investisseurs agissant comme partenaires, dont la responsabilité est limitée et dont le système d'incitation ressemble à celui d'autres structures de placement à la stratégie audacieuse, tels les fonds spéculatifs. La stratégie de ces fonds accorde une grande importance au sens de la finance, aux compétences en gestion et à l'esprit d'entreprise, puisque les partenaires participent activement à la gestion des sociétés dans lesquelles le fonds investit. Le talent est rémunéré par de généreuses commissions, un salaire lié à la performance et la perspective de partager avec les autres investisseurs un objectif élevé de taux de rendement interne sur les actifs placés. Ces fonds lèvent des capitaux auprès de particuliers fortunés et de divers investisseurs institutionnels comme les fonds de pension et d'assurance ainsi que d'autres sociétés, financières ou non.

Essor récent de l'activité...

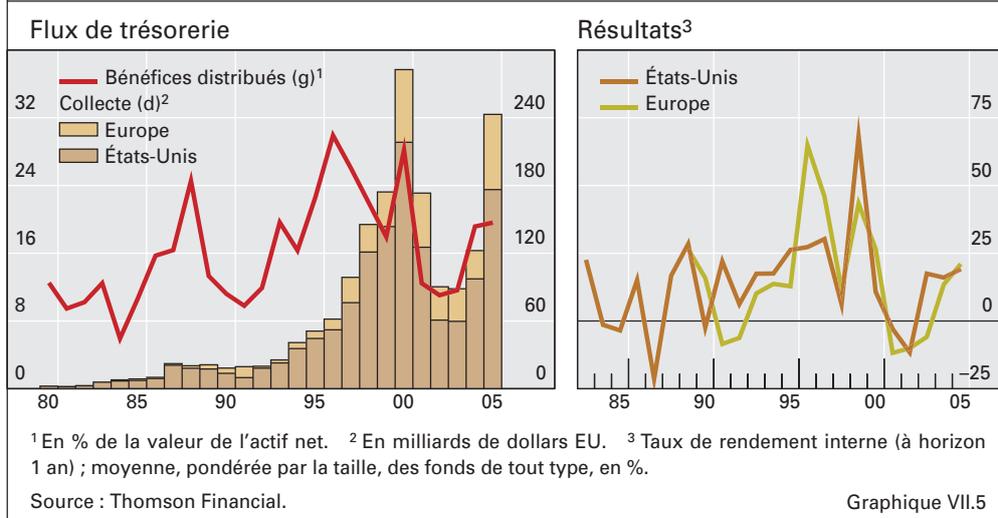
Le secteur s'est fortement développé depuis la fin des années 90. Pendant le boum technologique, toutes les catégories de fonds ont connu une expansion rapide des actifs sous gestion ; ensuite, cette tendance s'est un peu ralentie, avant de reprendre en 2003 (graphique VII.4). Si la majorité des fonds se trouvent aux États-Unis, ceux d'Europe ont connu la plus vive progression dernièrement. Ce sont les fonds de rachat d'entreprises qui détiennent traditionnellement la majorité des actifs du secteur ; après avoir légèrement diminué autour du pic de la bulle internet, leur part est remontée avec la reprise récente des fusions-acquisitions (chapitre VI).

...de la collecte de fonds...

Ces deux dernières années, le total des capitaux levés par ces fonds a fortement augmenté. En 2005, il a atteint \$240 milliards, niveau qui n'a été dépassé qu'en 2000, au plus fort du boum du secteur technologique



## Capital-investissement : flux de trésorerie et résultats

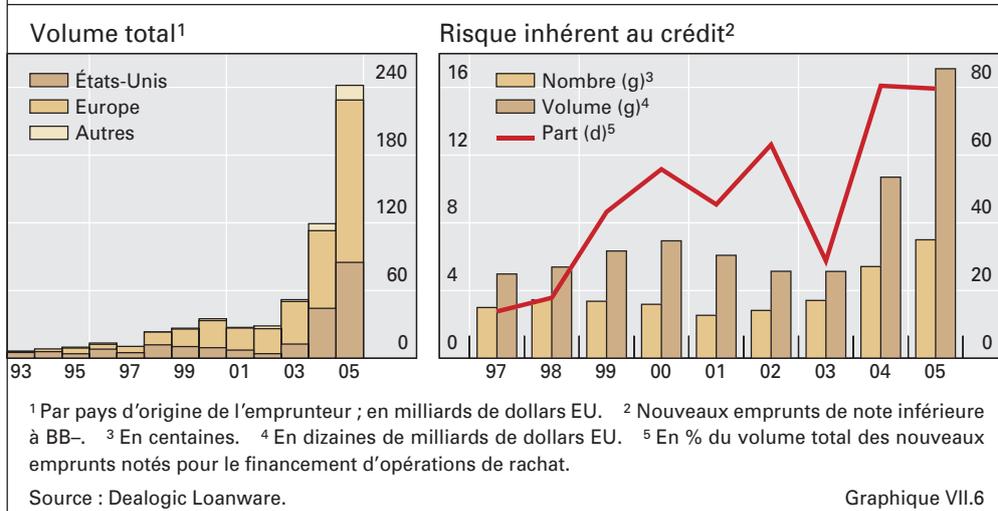


(graphique VII.5, cadre de gauche). La rémunération des investisseurs, quoiqu'un peu plus volatile, a suivi une évolution semblable. Certaines informations montrent toutefois que les fonds pourraient actuellement accélérer la distribution des bénéfices aux investisseurs et aux partenaires, au lieu de la retarder jusqu'à la cession finale des actifs. Le niveau élevé du rendement moyen des fonds explique l'intérêt qu'ils suscitent parmi les investisseurs, malgré la volatilité des résultats et le relatif manque de liquidité du placement (graphique VII.5, cadre de droite).

Les cycles d'activité des fonds de capital-investissement sont liés à la disponibilité et au coût des financements, ainsi qu'aux tendances générales des bilans des entreprises. Les rachats avec effet de levier sont favorisés par de faibles taux d'intérêt et ont normalement pour cibles des sociétés dont le rendement des actions est faible en raison d'une structure du capital conservatrice. Dans le passé, les périodes de pointe pour les rachats avec effet de levier ont coïncidé avec des innovations sur le marché, comme l'essor des

...et des financements liés aux rachats avec effet de levier

## Rachats à effet de levier : volume emprunté et degré de risque



obligations à haut risque à la fin de la décennie 80 et le boum du capital-risque dans les technologies internet à la fin des années 90. Dans le cycle actuel, la faiblesse des coûts de financement et une plus grande tolérance pour le risque et l'effet de levier semblent aussi jouer un rôle important. Parmi les crédits consortiaux internationaux, les facilités en faveur de rachats avec effet de levier ont connu une expansion impressionnante : en 2005, leur volume a dépassé \$240 milliards ; elles étaient en majorité consenties à des emprunteurs européens (graphique VII.6). La baisse de la qualité du crédit de ces facilités a été tout aussi forte : il s'agit, pour environ 80 %, d'emprunts à haut rendement, soit six fois la proportion enregistrée pour l'ensemble du marché des crédits consortiaux.

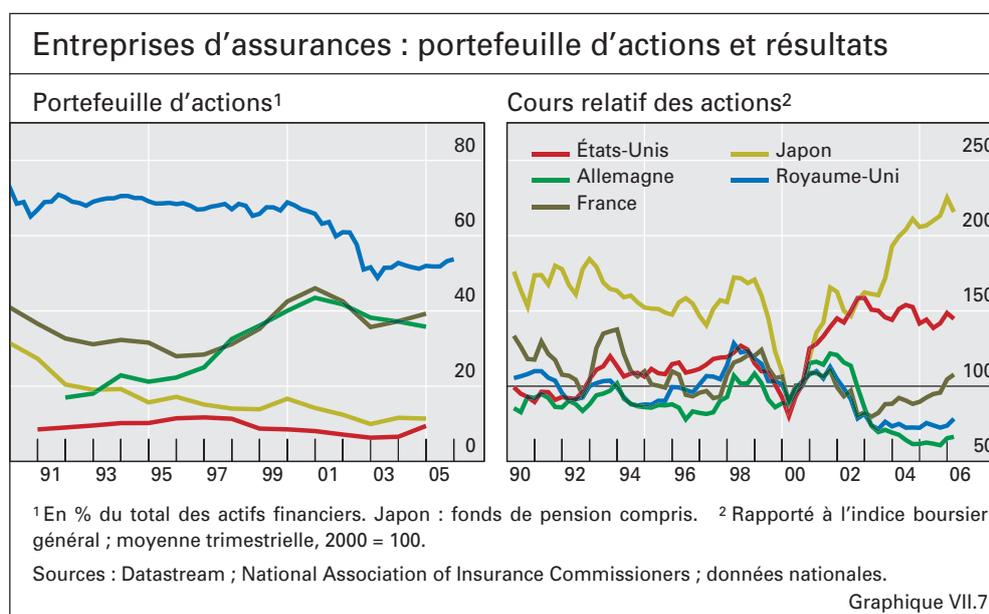
### Entreprises d'assurances

Les résultats de l'assurance vie ont profité des conditions favorables sur le marché financier. En revanche, pour les secteurs non-vie et la réassurance, 2005 a été l'année la plus onéreuse, essentiellement du fait d'importants sinistres causés par des catastrophes naturelles.

La situation financière des entreprises d'assurance vie a continué de s'améliorer. La bonne tenue des marchés des actions a accru les résultats des placements et permis d'étoffer les volants de fonds propres (graphique VII.7). Au Japon, la marge de solvabilité s'est élargie : les primes ont augmenté, les résiliations de polices ont diminué et la hausse des actions a entraîné des plus-values non matérialisées. Les produits en unités de compte avec participation aux bénéficiaires se sont répandus au Royaume-Uni et en France en raison des meilleures perspectives de gains boursiers. Cependant, la faiblesse des taux d'intérêt à long terme a encore pesé sur certains assureurs européens, qui s'étaient engagés sur des produits à taux de rendement garanti élevés, de sorte que les tensions sur la solvabilité n'ont pas entièrement disparu.

Dans la branche vie, une intense concurrence, une meilleure capitalisation et la recherche de l'efficacité opérationnelle ont favorisé la concentration. En

Vigueur non démentie de l'assurance vie



Europe, cette tendance a pris essentiellement la forme de fusions–acquisitions de faible ampleur, ces deux dernières années. Aux États-Unis, en revanche, les grands groupes financiers et non financiers ont filialisé leur activité d'assurance vie ou l'ont cédée à d'autres assureurs.

Dans cette branche, la lenteur avec laquelle les bilans tiennent compte des projections annonçant une augmentation de la longévité pourrait poser problème. En outre, les mécanismes de transfert de risque doivent encore être développés : la demande d'obligations liées à la longévité reste limitée, de même que la capacité du secteur de la réassurance à couvrir ce risque.

La branche non-vie a dû indemniser un nombre record de sinistres en 2005 – environ deux fois plus qu'en 2004. La majorité des pertes assurées dans le monde ont été causées par trois ouragans aux Caraïbes. Du fait de ces catastrophes, les assureurs multirisques américains ont enregistré les pertes les plus importantes (rapportées à la taille du secteur) depuis le tremblement de terre de San Francisco en 1906. Malgré la baisse des bénéfices techniques sur les contrats souscrits qui en a résulté, ils ont bien résisté, aidés par l'augmentation des revenus sur leurs placements et le transfert de risque vers la réassurance.

La branche non-vie est confrontée à un nombre record de sinistres...

Le niveau élevé des revenus des placements ainsi qu'une diversification satisfaisante ont permis à la plupart des réassureurs de faire face au gros volume d'indemnisations l'an dernier. Cependant, plusieurs réassureurs spécialisés des Bermudes ont subi une détérioration de leurs fonds propres et leur note a été abaissée. L'élévation tendancielle des pertes assurées (en raison de la gravité des tempêtes, de la plus forte densité de population et de la hausse des prix de l'immobilier dans les zones côtières) constitue une difficulté permanente pour le secteur.

...mais résiste bien

En Europe, des changements du cadre institutionnel placent les entreprises d'assurances devant plusieurs défis. Le projet Solvabilité II continue de progresser grâce à des discussions actives entre les autorités et la profession. Il vise à renforcer la gestion des risques dans le secteur. La mise en œuvre de ce nouveau cadre réglementaire concernant les exigences de solvabilité applicables aux entreprises d'assurances européennes devra être reliée à celle des modifications proposées des normes de communication financière. Les normes comptables IASB ont commencé d'être appliquées en Europe en 2005 et il est encore trop tôt pour juger de leur impact. Au stade actuel de leur mise en œuvre, elles risquent d'entraîner une certaine variabilité des bénéfices, étant donné que la comptabilisation à la juste valeur sera étendue à d'autres actifs, alors que les passifs conserveront la méthode de comptabilisation antérieure. En prévision de l'extension possible aux passifs du principe de la juste valeur, les entreprises d'assurances s'efforcent de faire concorder leurs actifs et passifs en augmentant leurs placements en obligations à long terme et en réduisant leur exposition aux actions (chapitre VI).

Défis de la réglementation européenne

### *Fonds de pension*

Ces dernières années, une série d'évolutions concernant les systèmes de retraite d'entreprise ont retenu l'attention des analystes et des autorités de

Sous-capitalisation

réglementation. Les niveaux de financement ont diminué en raison de la faiblesse générale des rendements au début des années 2000. Les mauvais résultats des portefeuilles d'actifs ont été aggravés par le fait que le bas niveau des taux d'actualisation a gonflé la valeur des passifs. En outre, nombre d'entreprises, profitant du contexte très propice aux placements durant la deuxième moitié des années 90, avaient abaissé les cotisations en se fiant à des extrapolations optimistes prévoyant des taux de rendement très élevés.

Des modifications  
du cadre  
réglementaire...

Diverses modifications importantes du cadre institutionnel régissant les retraites professionnelles devraient avoir une influence durable sur le profil et la stratégie d'investissement des fonds. Dans plusieurs juridictions, de nouvelles réglementations en cours d'application réduisent le niveau de sous-capitalisation du fonds au-dessous duquel l'entreprise est tenue d'augmenter les cotisations. En outre, de nouvelles normes comptables étendent l'évaluation à la valeur de marché actuelle des actifs et passifs liés aux prestations postérieures à l'emploi. Cela réduit la liberté de l'entreprise d'utiliser des projections pour le rendement des actifs et de lisser dans le temps les taux d'actualisation des passifs.

...pourraient  
influencer  
la composition  
des actifs...

Ces changements ont immédiatement renforcé la prise de conscience, de la part des entreprises et de leurs actionnaires, de l'ampleur des problèmes liés aux passifs de retraite non capitalisés. Les nouvelles normes comptables insistent sur l'importance d'une saine gestion des risques liés à ces passifs et devraient rendre plus transparents les liens entre résultats du fonds de pension et bénéfices de l'entreprise. Elles semblent avoir également influencé les décisions de placement. Les fonds acquièrent de plus en plus des obligations à moyen et long terme afin de se protéger contre la variabilité des passifs de retraite résultant des fluctuations des taux d'intérêt (chapitre VI).

...et la structure  
des fonds

Ces changements structurels vont sans doute accélérer l'abandon des régimes à prestations définies et le passage à des régimes à cotisations définies, observé déjà depuis quelque temps dans de nombreux pays. Cela amène à s'interroger, d'abord, sur les conséquences de cette évolution pour la demande des diverses catégories d'actifs et la dynamique du marché et, plus généralement, sur la modification possible des schémas de financement dans l'économie et des types de placements privilégiés par les marchés.

## Sources de vulnérabilité

Les principales sources de vulnérabilité pour l'avenir tiennent à la rapidité avec laquelle le contexte actuel de liquidités abondantes pourrait changer. Une correction pourrait avoir des répercussions sur la soutenabilité des bilans des ménages et des entreprises si elle entraînait des variations brutales des prix des actifs, pouvant à leur tour affecter la solidité des institutions financières.

### *Sources potentielles de pressions sur la rentabilité des banques*

Baisse tendancielle  
de la marge  
d'intérêts

Le niveau constamment élevé de la rentabilité globale des banques ces dernières années, en présence de liquidités abondantes et d'un environnement économique favorable, soulève la question de sa viabilité à long terme, surtout si l'on tient compte d'éventuels relèvements des taux d'intérêt ou de

conditions moins favorables sur les marchés financiers. Dans les prochaines années, l'évolution de la marge d'intérêts et du risque de crédit produira sans doute davantage d'incertitude sur les résultats des banques. Depuis les années 90, la marge d'intérêts baisse dans de nombreux pays, en partie du fait de l'intensification des pressions concurrentielles. Simultanément, les revenus de commissions s'accroissent, grâce au développement des activités de détail. Outre ces tendances longues, les composantes des bénéfices des banques fluctuent en fonction des variations cycliques des revenus et du crédit ainsi que de l'environnement de taux d'intérêt.

Les relations historiques entre composantes de la rentabilité des banques et grands indicateurs macroéconomiques peuvent aider à cerner les risques que l'évolution économique future peut représenter pour les bénéfices des banques (tableau VII.2). En général, la marge d'intérêts réagit positivement à une hausse des taux et à une pentification de la courbe des rendements, car les taux pratiqués par les banques sur leurs prêts s'ajustent plus rapidement que ceux appliqués à leurs passifs (tableau VII.2). La marge des banques d'Amérique du Nord et du Royaume-Uni semble moins sensible aux variations de la pente des taux que celle de leurs homologues d'Europe continentale. Cela pourrait s'expliquer par la plus forte concurrence qui existe en Amérique du Nord sur les produits bancaires traditionnels et par la prépondérance des prêts à taux variable au Royaume-Uni. Une augmentation des taux et un ralentissement de l'activité économique sont associés à des coûts de crédit plus élevés, en général avec un certain retard (tableau VII.2).

Ces tendances pourraient servir de base pour examiner l'effet potentiel des évolutions macroéconomiques probables sur les bénéfices des banques dans les années à venir. Une hausse des taux d'intérêt renforcera sans doute la marge d'intérêts, surtout en Europe continentale, et un aplatissement de la courbe des rendements aura l'effet inverse. Dans le même temps, toutefois,

La hausse des taux d'intérêt étouffe la marge d'intérêts...

...mais fait aussi augmenter les provisions

Sensibilité du revenu à la situation conjoncturelle <sup>1, 2</sup>							
	Marge d'intérêts			Revenus de commissions <sup>3</sup>	Provisions pour pertes sur prêts <sup>3</sup>		
	Pente des taux <sup>4</sup>	Taux à 1 mois	Croissance du PIB	Volume du négoce sur actions/PIB	Taux à 1 mois <sup>5</sup>	Croissance du PIB <sup>5</sup>	Rendement des fonds propres
États-Unis (12)	19,4**	11,7*	-5,4	0,3**	3,9**	-2,6	-0,9**
Canada (5)	15,8**	7,0**	-5,7**	1,1**	5,3**	-3,5**	-0,6**
Royaume-Uni (9)	8,6**	10,0**	4,3	-0,1**	6,0**	-7,1**	-0,3**
Allemagne (9)	22,2**	23,3**	-4,0*	0,1	0,8	-1,7*	-0,2**
France (8)	26,7**	27,6**	-4,5	0,8**	4,3**	-0,5	0,2**

Les coefficients représentent la variation du revenu correspondant, en points de base, pour toute variation de 1 point de % de la variable considérée ; \* et \*\* : statistiquement significatif au seuil de 10 % et 5 % respectivement.

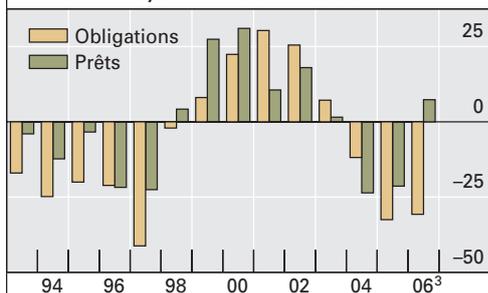
<sup>1</sup> Entre parenthèses : nombre des grandes banques de l'échantillon. <sup>2</sup> Régression de panel avec effets fixes sur une constante, un ratio prêts/actifs spécifique à chaque banque et les variables macroéconomiques indiquées. Période échantillon : 1990/91 à 2004/05 (exercices). Variables macroéconomiques : moyenne annuelle. <sup>3</sup> Normalisé(e)s par le total des actifs. <sup>4</sup> Rendement de référence 10 ans moins rendement 1 mois. <sup>5</sup> Avec décalage de 1 an.

Sources : Fitch Ratings ; données nationales ; calculs BRI.

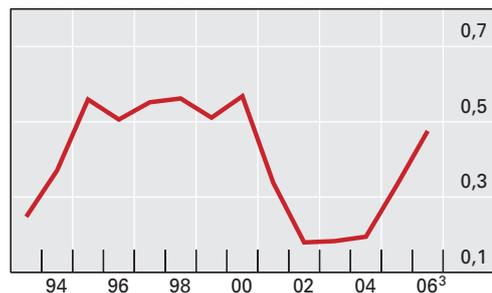
Tableau VII.2

## Crédits consortiaux et obligations : tarification du risque

Erreur moyenne de tarification<sup>1</sup>



Sensibilité relative de la tarification<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Moyenne, pondérée en fonction du montant des facilités, des écarts (en points de base) entre primes du marché (sur obligations ou crédits) et primes implicites dans un modèle intégrant taux d'intérêt à court terme, notation, échéance résiduelle, garanties, sûretés, risque de change et montant. Une valeur négative indique que les primes du marché sont inférieures à celles du modèle. <sup>2</sup> Sensibilité relative variable dans le temps de la tarification des crédits et des obligations au risque de crédit, calculée comme le coefficient de régression des taux des crédits sur l'indice des rendements des obligations d'entreprise de même notation, avec prise en compte de la taille et de la durée des facilités. Une valeur de 0,5 montre que l'écart de prime entre deux facilités de note différente est moitié moins élevé pour les crédits que pour les obligations. <sup>3</sup> T1.

Sources : Dealogic ; données nationales ; calculs BRI.

Graphique VII.8

une hausse des taux risque également d'alourdir les provisions pour pertes sur prêts, ce qui annulera en partie l'augmentation possible des revenus d'intérêts. En règle générale, les dotations aux provisions s'accroissent lors d'un ralentissement économique, ce qui pourrait créer des difficultés dans toutes les catégories d'activité.

De plus, après une période de tarification généreuse des prêts, les marges auxquelles ont été consentis les prêts en portefeuille risquent de ne pas couvrir complètement l'augmentation des provisions qui se produira si la qualité du crédit se dégrade. L'évolution récente du marché des crédits consortiaux laisse penser que la tarification est désormais mieux adaptée au risque et se rapproche de la moyenne sur le cycle du crédit (graphique VII.8). Toutefois, les prêts montés durant la période 2002–04 (où les marges de crédit étaient particulièrement faibles) parviennent au stade où l'occurrence du risque de défaut s'élève, et ceci pourrait peser sur les bénéfices des banques. La prudence est donc de mise si l'on veut projeter les résultats actuels dans le futur proche.

### *Exposition à la conjoncture de l'immobilier*

Aujourd'hui, les prêts immobiliers forment une composante dynamique de l'activité et des bénéfices des banques. Leur rythme de croissance a dépassé celui des prêts aux entreprises ou à la consommation dans de nombreux pays. Cela pourrait entraîner des risques, soit du fait d'une expansion excessive de l'immobilier d'entreprise, soit en raison d'une accalmie dans l'immobilier résidentiel – lequel donne d'ailleurs des signes d'essoufflement après des années d'essor exceptionnel.

Dans la plupart des pays, l'immobilier commercial s'est repris, après une période de fondamentaux défavorables. Ainsi, les taux d'inoccupation ont diminué et les prix sont remontés par rapport à 2004 (tableau VII.3). Simultanément, rapportée aux fonds propres et aux actifs, l'exposition des

Exposition plus forte à l'immobilier commercial...

Prix de l'immobilier commercial <sup>1</sup>							
	Variation nominale <sup>2</sup>			Niveau <sup>6</sup>	Taux d'occupation des bureaux <sup>7</sup>		
	1996–2004	2004	2005	2005	2003	2004	2005
États-Unis	2,5	4,0	12,0	38,6	16,7	16,0	14,5
Japon	-9,0	-9,6	-7,0	29,0	8,5	7,2	3,9
Allemagne	-1,2	-4,1	-5,0	38,6	9,8	11,4	11,6
Royaume-Uni	3,0	7,6	13,4	37,8	11,3	9,8	7,3
France	2,6	1,5	5,8	63,0	6,0	6,6	6,5
Canada	3,8	2,3	9,3	78,5	15,6	14,4	12,1
Espagne	1,8 <sup>3</sup>	5,1	8,0	98,6	7,7	8,4	6,1
Pays-Bas	2,9	-1,7	0,1	78,4	9,7	12,0	13,6
Australie	3,7	1,0	10,9	54,4	10,3	11,5	7,2
Suisse	0,7	0,4	2,1	61,5	10,8	9,0	11,5
Suède	2,6	-1,7	5,6	45,0	18,3	17,6	16,8
Norvège	0,8 <sup>4</sup>	1,7	6,3	96,8	11,0	11,0	9,0
Danemark	1,3 <sup>4</sup>	-1,5	5,8	97,5	9,0	10,3	7,9
Finlande	1,1 <sup>5</sup>	-2,2	0,1	90,4	7,0	9,5	9,0
Irlande	12,1	1,3	16,7	93,9	17,5	16,7	15,2

<sup>1</sup> Australie : immeubles de qualité dans les grandes villes ; Japon : prix des terrains. <sup>2</sup> Variation annuelle, en %. <sup>3</sup> 2000–04. <sup>4</sup> 1999–2004. <sup>5</sup> 1997–2004. <sup>6</sup> Pic des prix, en termes réels=100. <sup>7</sup> Espaces immédiatement disponibles (sous-locations comprises), en % du parc total. États-Unis et Suisse : ensemble du pays ; Allemagne, Australie, Espagne, France et Pays-Bas : moyenne des grandes villes ; autres pays : capitale.

Sources : CB Richard Ellis ; Investment Property Databank Ltd ; Japan Real Estate Institute ; Jones Lang LaSalle, *Asia Pacific Property Digest* ; National Council of Real Estate Investment Fiduciaries ; Wüest & Partner ; données nationales.

Tableau VII.3

banques envers ce secteur s'est rapidement accrue dans de nombreux pays. Aux États-Unis, par exemple, les prêts à ce secteur ont augmenté de 80 % ces cinq dernières années et représentent aujourd'hui 13,5 % du total de l'actif des banques commerciales, soit le niveau atteint au maximum du cycle précédent, en 1988. Au Royaume-Uni, près de 40 % des crédits bancaires aux entreprises non financières sont octroyés à des sociétés immobilières, contre quelque 20 % seulement il y a cinq ans. Même les établissements japonais ont enregistré un bond extraordinaire (44 %) de leurs prêts aux sociétés immobilières au troisième trimestre 2005 (à ¥2 700 milliards), un taux de croissance qui rappelle le boum de la fin des années 80.

Aux États-Unis, les crédits à l'immobilier commercial sont fortement concentrés sur certains groupes de banques. Ils ont le plus augmenté pour les établissements de petite et moyenne taille, dont ils représentent désormais environ 30 % de l'actif. L'exposition des grandes banques est plutôt faible, avec un taux moyen de 8,6 %.

...et plus concentrée

Cette forte exposition à l'immobilier commercial pourrait constituer une menace pour la stabilité financière, surtout compte tenu de son haut degré de concentration. La faiblesse des taux d'intérêt, ces dernières années, a réduit le montant des remboursements et gonflé les trésoreries, de sorte que le taux de défaut a été exceptionnellement bas. Si les taux d'intérêt devaient augmenter, la qualité des prêts pourrait en souffrir. De fait, les régulateurs des

États-Unis et du Japon ont déjà exprimé leurs préoccupations à propos des critères de certaines banques pour l'octroi des prêts à l'immobilier d'entreprise.

Malgré certaines similitudes avec le début des années 90, il est peu probable que la situation présente entraîne les mêmes tensions. Premièrement, à l'époque, le cycle de l'immobilier commercial était à un sommet, alors qu'il se relève actuellement d'un minimum conjoncturel, laissant prévoir un faible risque de défaillance généralisée en cas de baisse des prix. Deuxièmement, le développement ininterrompu des marchés des titres immobiliers négociés en bourse permet de répartir plus largement une partie du risque de crédit entre investisseurs, ce qui a sans doute atténué l'ampleur des cycles de l'immobilier commercial.

En ce qui concerne l'immobilier résidentiel, la demande de financements s'est ralentie dans certains pays, mais demeure soutenue dans d'autres, ce qui correspond à une évolution contrastée des prix (tableau VII.4). Au Royaume-Uni et en Australie, les prix ont légèrement progressé en 2005, alors qu'en Allemagne et au Japon, pays qui ne sont pas encore sortis du creux précédent, ils ont continué de diminuer (chapitre II). Dans la plupart des autres pays d'Europe, en revanche, le dynamisme s'est prolongé. La même vigueur a été observée aux États-Unis pendant la majeure partie de 2005, même si, depuis la fin de l'année, certains signes – comme un ralentissement des demandes de prêts hypothécaires et des ventes de logements anciens – laissent augurer une baisse imminente.

Un repli possible de l'immobilier résidentiel...

Immobilier résidentiel : prix et emprunts hypothécaires					
	Prix <sup>1</sup>				Emprunts hypothécaires 2005 <sup>2</sup>
	Variation annuelle		Variation depuis le maximum (2005)	Date du maximum	
	1996–2004	2005			
États-Unis	7,1	13,0	0,0	2005 T4	4,6
Japon	-3,9	-4,7	-40,0	1991 S1	-0,0
Allemagne	-0,9	-2,1	-9,7	1995	0,4
Royaume-Uni	12,3	2,2	-0,5	2005 T3	4,7
France	9,2	9,0	0,0	2005 S2	3,1
Italie	6,4	7,2	0,0	2005 S2	2,0
Canada	5,5	10,5	0,0	2005 T4	1,7
Espagne	11,1	12,9	0,0	2005 T4	9,4
Pays-Bas	9,0	6,4	-0,6	2005 T3	6,0
Australie	10,1	2,3	0,0	2005 T4	3,9
Suisse	1,6	1,5	-10,0	1989 T4	2,8
Suède	8,6	10,5	0,0	2005 T4	4,0
Norvège	7,9	7,5	-0,7	2005 T2	1,6
Danemark	6,7	21,3	0,0	2005 T4	7,2
Finlande	7,2	9,0	0,0	2005 T4	3,4
Irlande	14,0	9,4	0,0	2005 T4	9,6

<sup>1</sup> Chiffres de fin de période, en termes nominaux, en % ; Japon : prix des terrains. <sup>2</sup> Variation d'encours, en points de PIB.

Sources : OCDE ; associations immobilières ; données nationales ; estimations BRI. Tableau VII.4

Les caractéristiques du financement du logement ont changé récemment dans plusieurs pays. L'assouplissement des critères de prêt, sous l'effet de la concurrence et d'un recours accru à la titrisation, a contribué à un net accroissement des crédits à des ménages présentant un risque plus élevé. Aux États-Unis, le montant de prêts hypothécaires de qualité inférieure accordés en 2005 a été sept fois supérieur à celui de 2000. Au Royaume-Uni également, les prêts de moindre qualité ont fortement progressé. En outre, le volume des produits hypothécaires à option de remboursement variable a connu une croissance exceptionnelle. Environ un tiers des hypothèques montées aux États-Unis en 2005 étaient assorties d'une clause de remboursement « intérêts seulement », contre 1,5 % en 2001.

Le rythme d'évolution des prix de l'immobilier résidentiel et des taux d'intérêt déterminera probablement l'incidence de l'ajustement attendu dans les pays où ces prix apparaissent le plus exubérants. Les prêteurs semblent suffisamment protégés contre l'impact direct d'une hausse du taux d'incidents qu'entraînerait l'expiration de la période de grâce prévue dans les prêts hypothécaires à remboursement variable, si elle se conjugait à une augmentation des taux d'intérêt. Cependant, l'effet indirect d'un éventuel ralentissement économique, en cas de contraction de la dépense des ménages et de l'activité de construction, risque d'être plus important, bien que plus difficile à évaluer (chapitre II). Et ce risque est encore plus prononcé pour les économies connaissant un volume élevé de dette hypothécaire.

...aura un effet indirect sur les banques

## Communication financière et gestion du risque financier

Plusieurs éléments, durant la période examinée, ont mis en évidence l'influence que les normes de communication financière exercent sur le processus de décision des entreprises et des investisseurs. Des analystes de marché ont évalué de manière contrastée l'incidence probable des normes comptables internationales sur la volatilité des revenus et du cours des actions, après une année d'application de ces normes par des sociétés de l'Union européenne cotées en bourse. Pareil débat avait eu lieu aux États-Unis dans des circonstances analogues. Par ailleurs, comme on l'a vu, la mise en œuvre de nouvelles règles de comptabilité pour les systèmes de pension, dans certains pays, est apparue avoir un effet important sur les décisions d'allocation des actifs et de prise de risque des fonds de pension d'entreprise.

Les nouvelles règles comptables...

Pour l'essentiel, la réforme visait à recourir davantage à la comptabilisation aux prix du marché, et non plus au coût historique, dans le bilan et le compte d'exploitation. Les discussions entre organes de normalisation comptable et utilisateurs ont principalement concerné l'incidence possible de ces nouveautés sur les méthodes de gestion des risques dans les entreprises. Du point de vue de la stabilité financière, le débat portait sur les répercussions, dans l'économie tout entière, sur la disponibilité et l'utilisation du capital-risque ainsi que sur la dynamique des prix des actifs.

...suscitent un débat

Ces questions ont trait aux deux principales fonctions économiques de la communication financière : fournir des informations sur l'emploi des ressources et en faciliter la gouvernance. La gestion des ressources nécessite

La communication financière...

une mesure fiable des intrants et des résultats finaux. Les parties prenantes externes – investisseurs et superviseurs notamment – attendent de toute entreprise qu'elle établisse des états financiers précis et fidèles, pour se faire un avis indépendant de sa situation et de ses perspectives et pour pouvoir comparer ses performances à celles de ses pairs et concurrents. En outre, les textes régissant le transfert de contrôle sur les ressources reposent généralement sur l'information comptable. C'est le cas, par exemple, pour les droits respectifs des créanciers et des actionnaires en cas de défaillance. De même, les autorités prudentielles fondent leur action sur les évaluations comptables des actifs et passifs de la société et sur les mesures de risque associées.

...influence les comportements...

Il y a interaction entre règles comptables et comportements. Les données comptables constituent le repère fondamental sur la base duquel les parties prenantes externes, y compris les superviseurs, jugent les résultats de l'entreprise. Elles conditionnent donc inévitablement les décisions des dirigeants. À l'inverse, l'ensemble des incitations qui influencent le comportement des dirigeants guident également leur attitude envers le risque. L'impact global des changements des règles et des comportements peut, à son tour, agir sur les prix et valorisations du marché. Ce raisonnement est particulièrement vrai pour les éléments des états financiers qui sont plus prospectifs et qui reposent sur des estimations du risque.

...et la mesure des risques...

La mesure de la valeur n'est pas un calcul scientifique infaillible, car elle comporte souvent une part de jugement concernant les développements futurs et l'évaluation des arbitrages risque/rendement sur un élément donné. Néanmoins, la capacité des états financiers à mesurer la valeur à partir de l'information disponible s'est améliorée, au cours des trente dernières années, sous l'effet d'évolutions complémentaires : d'un côté, l'expansion des marchés d'instruments de transfert du risque et, de l'autre, les progrès des techniques dans le domaine de la mesure du risque.

...par le biais des prix du marché...

Les marchés de transfert du risque se sont développés, avec un accroissement du volume du négoce et un considérable élargissement de la gamme d'instruments disponibles pour adapter le risque financier aux besoins et à la situation spécifiques des divers intervenants : les marchés dérivés, par exemple, où les dernières innovations sont les instruments de transfert du risque de crédit ; les structures de titrisation, aussi, de plus en plus utilisées pour restructurer et redistribuer le risque financier (chapitre VI). L'important, du point de vue de la communication financière, c'est que ces innovations ont permis de publier des prix du marché pour des tranches de risque toujours plus fines, ce qui a fortement amélioré la tarification d'éléments jusque-là difficiles à évaluer.

Bien qu'utiles pour fournir des évaluations prospectives, les prix du marché présentent un inconvénient majeur : leur relative opacité concernant les déterminants de la valeur. Ils contiennent une prime de risque directement liée à l'opinion des intervenants sur les risques pour les flux de trésorerie futurs et à leur attitude envers la prise de risque. Faire la part de ces deux influences, à un moment donné, est un exercice qui requiert un haut degré de jugement, d'autant plus qu'elles varient dans le temps (chapitre VI). Les

évaluations du risque sont sujettes à révision en fonction des nouvelles informations disponibles. L'attitude des investisseurs envers le risque peut changer suivant les conditions du marché, la disponibilité et le coût des financements externes ainsi que les résultats publiés. Aussi la variabilité des prix du marché peut-elle refléter, au moins en partie, des fluctuations temporaires du goût pour le risque et non des modifications fondamentales des flux de trésorerie escomptés. En outre et surtout, les variations des prix du marché peuvent agir en retour sur l'attitude des investisseurs envers le risque, entraînant un effet plus durable sur les évaluations.

Parallèlement à ce développement des marchés de transfert du risque, les progrès des techniques de mesure du risque ont également contribué à affiner l'évaluation des postes du bilan complexes et peu liquides (évaluation par modélisation). Des innovations dans la tarification des titres structurés ont été transposées avec succès, par exemple à l'évaluation du risque de crédit et des clauses optionnelles des contrats financiers. De nouvelles techniques de modélisation procurent de précieux outils de mesure et de gestion des risques pour l'ensemble de l'entreprise. De plus en plus, les décisions de placement et de couverture sont étayées par une analyse actifs-passifs reposant sur des modèles prospectifs de valeur et de risque calibrés sur les prix observés, mais souvent extrapolés pour couvrir une plus large gamme d'instruments. Quel que soit le degré de sophistication de ces modèles, la justesse de leurs résultats dépend très fortement de la validité des hypothèses sous-jacentes. En outre, si l'influence de certains facteurs variables dans le temps est éliminée pour les prix du marché, elle ne l'est pas pour les évaluations fournies par les modèles, puisqu'elles se fondent sur les relations historiques entre prix observés et sont normalement calibrées de façon à refléter les fluctuations récentes de ces prix. Malgré ces imperfections, cependant, ces modèles ouvrent la voie à une meilleure compréhension des déterminants du risque, puisqu'ils se prêtent mieux à l'identification et à l'analyse des primes de risque.

...et des modèles de risque

Les diverses méthodes d'évaluation se fondent sur le coût historique, les prix du marché, les modèles internes ou les évaluations internes. En adoptant des perspectives différentes, elles visent, chacune à sa manière, à concilier plusieurs exigences : les états financiers doivent être précis, vérifiables, fiables et comparables. Le principe du coût historique, par exemple, produit des évaluations hautement prévisibles sur la durée, et étroitement liées à des événements passés bien identifiables. À l'inverse, les principes reposant sur une approche prospective peuvent mieux réagir à des événements contemporains, mais ils entraînent une plus forte variation de la valeur dans le temps. Le traitement des instruments financiers montre bien cela : les variations journalières des prix du marché peuvent, par moments, donner lieu à de substantiels gains ou pertes non matérialisés s'ils sont enregistrés au coût historique. De surcroît, alors que certains principes comptables permettent d'évaluer divers éléments spécifiques d'actif ou de passif à l'aide de données internes (estimation de gains futurs, taux d'actualisation ajusté aux caractéristiques du portefeuille, synergies entre actifs, etc.), d'autres, comme la juste valeur et le coût historique, sont destinés à produire des valeurs qui

Les principes d'évaluation comptable...

tendent à être identiques, indépendamment du contexte spécifique. Les premières méthodologies fournissent des valeurs mieux adaptées au processus interne de décision, mais elles supposent une plus grande dépendance à l'égard des modèles internes, construits sur des hypothèses peut-être parfois opaques. Le débat autour de la comptabilisation des dépôts à vue au passif des banques illustre ce point.

Les normes comptables visent à fournir un cadre de déclaration neutre à l'égard des décisions économiques. Cependant, comme noté ci-dessus, le choix du principe d'évaluation a d'importantes répercussions sur les comportements, aux niveaux micro et macroéconomiques, surtout quand il s'applique au traitement des informations sur le risque.

...jouent un grand rôle dans la gouvernance des ressources...

Le traitement des informations sur le risque dans les normes de communication financière joue un grand rôle dans la gouvernance des ressources économiques. Le degré d'estimations prospectives de valeur et de risque comprises dans les évaluations peut biaiser l'application des dispositions réglementaires ou contractuelles régissant le transfert de contrôle. À titre d'illustration, considérons la situation paradoxale qui peut naître lorsque la valeur de marché des passifs d'une entreprise est utilisée pour prononcer sa faillite. Dans ce cas, la détérioration de la qualité du crédit aura généralement tendance à accroître la valeur de l'entreprise, puisqu'elle réduit la valeur de ses passifs. Autre exemple : les provisions pour pertes sur prêts, selon qu'elles sont constituées en fonction de signes tangibles (rétrospectifs) de difficultés financières sur des prêts spécifiques ou d'après des évaluations de pertes anticipées (prospectives) sur l'ensemble du portefeuille. La nature de l'approche choisie aura, tout au long du cycle économique, un effet sur le bénéfice déclaré et les fonds propres de la banque, dont dépendra l'évaluation de sa solidité financière par les autorités prudentielles.

...et la stabilité financière

Ces influences prennent une dimension encore plus importante dans une perspective systémique, qui rend le caractère endogène du risque plus évident. Un comportement rationnel du point de vue d'une entreprise (qui considère les prix du marché comme des invariants) peut conduire à des résultats d'ensemble indésirables lorsque toutes les entreprises agissent dans le même sens. On peut citer en exemple la récente compression des taux à long terme des obligations d'État britanniques ; elle a résulté d'une demande accrue des fonds de pension, qui cherchaient à se couvrir contre le risque que le bas niveau des taux d'actualisation fait peser sur la valeur de marché de leurs passifs (supra et chapitre VI). De même, la variation procyclique des provisions sur prêts reposant sur des estimations contemporaines du risque de crédit peut entraîner un comportement d'octroi du crédit qui amplifie la volatilité du cycle conjoncturel et accroît la vulnérabilité du système financier.

Aucune méthode d'évaluation ne prime sur les autres

En résumé, on peut tirer trois enseignements de l'analyse de l'interaction entre communication financière, d'une part, et mesure et gestion du risque, de l'autre. Tout d'abord, aucune méthode d'évaluation ne prime sur les autres. La valeur dépend souvent de la perspective de la mesure, et parfois du contexte. En outre, même considérées dans une seule perspective, les évaluations peuvent fluctuer du fait que les primes de risque varient dans le temps au rythme de l'attitude changeante des investisseurs envers le risque (elle-même

sans lien direct avec les anticipations de flux de trésorerie). Ces problèmes s'aggravent dans le cas d'instruments complexes pour lesquels les marchés ne sont ni profonds ni liquides, et c'est précisément là que la méthode de comptabilisation prend toute son importance.

Le deuxième enseignement est que les estimations du risque jouent un rôle clé. Le lien entre mesure du risque et évaluations est explicite lorsque des modèles sont utilisés, mais il est implicite lorsqu'on emploie directement les prix du marché. En outre, les pratiques de mesure et de gestion du risque ont une incidence indirecte sur les valeurs déclarées, puisqu'elles influencent les comportements et les prix des actifs. De plus, si les normes comptables ont un effet sur l'attitude vis-à-vis du risque, elles agissent aussi sur les évaluations.

Les évaluations sont influencées par la gestion des risques...

Le troisième enseignement est que l'approche d'évaluation la plus adaptée à un objet précis risque de ne pas convenir à d'autres objets. Étant donné la diversité des utilisations externes des états financiers, cela peut être source de tensions, notamment entre autorités n'ayant pas les mêmes objectifs. Nous examinons ces questions ci-après.

...et se différencie par leur perspective

#### *Communication financière et politique des autorités prudentielles*

L'analyse qui précède fait apparaître plusieurs questions relatives aux normes de communication financière, mais qui intéressent aussi les autorités prudentielles. Ces problèmes sont liés à la fois au contenu informatif des états financiers et à la gouvernance prudentielle des sociétés financières.

Premièrement, il convient de noter que le contenu informatif des comptes déclarés pourrait être amélioré par l'inclusion de renseignements plus systématiques sur le risque et l'incertitude. Les présentes normes, quel que soit le niveau d'information prospective qu'elles requièrent, ont essentiellement pour but de fournir des estimations ponctuelles sur la valeur et le bénéfice actuels. Il serait possible d'y ajouter deux autres types d'informations. D'abord, des estimations, sous forme de fourchette, de la variation future de la valeur et du bénéfice (« informations sur les risques »). Il s'agirait, par exemple, de mesures statistiques synthétiques telles que la valeur en risque ou les résultats de simulations de crises et d'autres analyses de sensibilité ; ensuite, des mesures de l'incertitude inhérente aux hypothèses de la méthodologie d'évaluation (« informations sur les erreurs de mesure »). De toute évidence, ce deuxième type d'informations serait proportionnel au recours aux hypothèses et aux modèles dans les estimations ponctuelles. Avec ces deux améliorations, les états financiers offriraient à leurs lecteurs une vision plus exhaustive de la situation et des perspectives de la société et éviteraient de leur donner l'illusion de la précision. De tels états financiers faciliteraient également la comparaison de la société avec ses pairs par les investisseurs, dans une optique d'optimisation des portefeuilles, et par leurs superviseurs, dans une perspective de stabilité financière.

Enrichissement de l'information sur les risques dans les états financiers...

Deuxièmement, il importe de chercher à harmoniser la méthode d'évaluation comptable et les principes de saine gestion des risques pour les banques. Des divergences apparaissent, par exemple, dans le traitement des dépôts à vue, entre états financiers et pratiques de gestion de trésorerie et des risques. Pour les normes comptables, l'enregistrement de ces dépôts suit le

...plus grande cohérence avec les outils de prise de décision...

critère de l'échéance contractuelle ; du point de vue de la trésorerie bancaire, de la gestion des liquidités et de la stratégie de couverture associée, ils sont affectés d'une échéance effective plus longue, ce qui est plus conforme au comportement des déposants.

...et découplage des objectifs comptables et prudentiels :

Troisièmement, et sur un plan plus général, il est possible de rapprocher les objectifs poursuivis par les autorités prudentielles et les organes de normalisation de la communication financière grâce à une meilleure compréhension de leurs perspectives propres. De ce point de vue, les normes de communication financière s'attacheraient à fournir une présentation fidèle de la situation financière actuelle de l'entreprise et de son profil de risque, alors que le dispositif de régulation et de contrôle viserait à favoriser un comportement prudent reposant sur cette présentation. En pratique, un tel découplage impliquerait trois mesures : une nouvelle définition des volants de fonds propres et de liquidités, sur la base de relevés comptables exempts de tout conservatisme intentionnel ; l'application de « filtres prudentiels » aux données comptables incorporant les informations sur le risque ; la détermination de nouveaux critères d'intervention des superviseurs en cas de difficultés manifestes.

...malgré les avancées...

Des avancées ont été réalisées dans ces trois directions au cours des dernières années. La communication d'informations quantitatives sur le risque financier – telles que les mesures de valeur en risque pour les portefeuilles de titres de dette – a déjà été incluse dans les déclarations prudentielles exigées des sociétés financières, pour lesquelles ce type de risque est plus important. Sans aller aussi loin, les instances de normalisation comptable, elles aussi, accordent désormais une plus grande attention, en matière de risques, à la communication d'informations compatibles avec celles qui sont requises par les autorités prudentielles. Les prescriptions de l'IFRS 7 en sont une illustration. En outre, des progrès ont été accomplis en ce qui concerne les informations sur les erreurs de mesure : les éléments évalués à la juste valeur sont à affecter à diverses catégories représentant différents degrés de fiabilité, avec une indication sommaire de la sensibilité des mesures aux hypothèses sous-jacentes. Enfin, la mise au point des critères de provisionnement, de l'option de comptabilisation à la juste valeur et d'une norme de mesure des passifs d'assurance, grâce à une coopération étroite entre autorités de normalisation comptable et responsables prudentiels, n'est que le dernier exemple en date de ce qu'apporte une plus grande attention à la gestion des risques.

...des progrès restent à faire

Malgré les avancées accomplies à ce jour, il faudra, à l'avenir, disposer d'une stratégie à long terme reconnaissant la nécessité d'une coopération à tous les stades intermédiaires. Étant donné la complexité des questions et le nombre de parties prenantes à ce processus, le découplage des objectifs et le recalibrage des moyens d'action ne sont envisageables qu'à horizon lointain. À moyen terme, les progrès ne peuvent se faire que pas à pas, en veillant à ne pas compromettre involontairement l'objectif fondamental de stabilité financière. Le dialogue en cours entre instances de normalisation comptable et autorités prudentielles est de bon augure pour l'avenir.