

III. Tensions sur les marchés financiers

Les entreprises financières ont été soumises à des tensions extrêmes sur la période examinée, les turbulences issues du marché hypothécaire à risque (*subprime*) début 2007 s'étant progressivement transformées en une véritable crise atteignant des proportions historiques à la mi-septembre 2008. Ces acteurs sont entrés dans une longue période d'illiquidité à la fois pour leurs actifs et leurs ressources et ont accusé de lourdes pertes, certains devant même déposer leur bilan. La faillite de Lehman Brothers, acteur clé, a joué un rôle de catalyseur de la crise (chapitre II). D'autres établissements ont frôlé la faillite avant d'être repris par des structures plus grosses ou d'être nationalisés. L'ampleur et la nature des interventions publiques ont été sans précédent.

À moyen terme, la santé des établissements financiers dépendra de l'interaction entre leurs réponses aux pertes encourues et la dynamique macroéconomique, interaction d'autant plus forte que la marge de fonds propres du secteur se tarit. Durant la première phase de la crise, les capitaux levés auprès des investisseurs privés ont permis de couvrir les dépréciations sur les portefeuilles de titres. Par la suite, ces fonds privés ont dû être largement complétés par des ressources publiques afin de réagir à la hausse des pertes sur portefeuilles de prêts liée à la rapide dégradation du contexte économique. Le rythme et la tournure de la reprise seront conditionnés par la capacité des entreprises financières à gérer leurs niveaux de fonds propres et leur effet de levier dans un environnement difficile, sans restreindre excessivement le flux des crédits accordés à l'économie.

À plus long terme, la crise est riche d'informations quant à la structure et la stabilité du système financier. Les événements des deux dernières années ont montré à quel point les interdépendances au sein du système financier pouvaient se renforcer. Les acteurs du marché, voire les autorités prudentielles, ont sous-estimé la complémentarité des rôles des différents acteurs de la chaîne de titrisation, les liens étroits entre les établissements et les marchés financiers ainsi que les interactions entre marchés d'actifs et financements liquides.

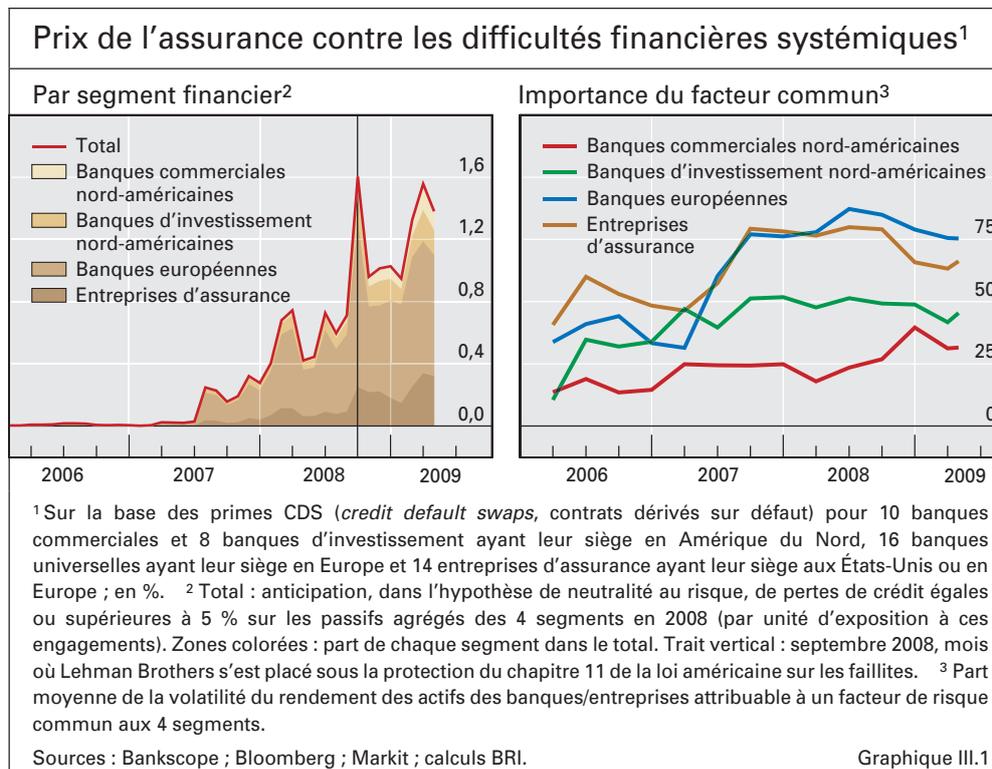
Les décisions prises par les acteurs de marché et les autorités pour gérer la crise contribueront aussi à façonner le système financier de demain. Ainsi, leurs actions influenceront non seulement la vitesse d'adaptation du mécanisme d'intermédiation à la disponibilité courante des capitaux, mais aussi le type d'établissements qui naîtront de la crise. Ces mêmes décisions détermineront également si la tendance séculaire à l'internationalisation se poursuivra ou non.

Tensions sur les entreprises financières

Les performances des entreprises financières se sont nettement dégradées l'année dernière. Les dépréciations se sont encore intensifiées par rapport à la première phase de la crise, avant mars 2008. Les recettes se sont effondrées et le coût des ressources s'est envolé. La crise a touché un large éventail d'établissements dans un grand nombre de pays. Aux tensions pesant sur le système financier se sont ajoutées les répercussions de la chute rapide de l'activité économique mondiale, d'où des pressions supplémentaires sur les bilans et les recettes.

Une crise systémique

L'inquiétude grandissante du marché quant à la solvabilité du secteur financier s'est traduite par l'essor du coût de l'assurance contre le défaut des grands établissements et plus généralement du système. Les primes CDS (*credit default swaps*, contrats dérivés sur défaut) de ces établissements se sont élargies pour une multitude de secteurs et de juridictions. Le prix de marché de l'assurance contre les pertes d'ampleur systémique du secteur financier s'est accru par vagues successives. Il a atteint de nouveaux sommets durant la troisième phase de la crise, la plus aiguë, à compter de mi-septembre 2008, sa valeur doublant par rapport à celle du précédent pic, six mois auparavant (graphique III.1, cadre de gauche). La nature systémique de cet épisode apparaît dans l'importance accrue du facteur commun des risques de défaut entre les différents segments du système financier mondial. Celle-ci est particulièrement notable pour les entreprises d'assurance et les banques européennes (graphique III.1, cadre de droite).



Rentabilité des banques

Les résultats des banques ont chuté...

La rentabilité des banques s'est inscrite en très nette baisse l'année dernière en raison des pertes réalisées sur les portefeuilles (titres) valorisés aux prix du marché et de la dégradation progressive des prêts dans un contexte de repli économique accéléré. Si le recul des bénéfices des banques a été général, l'incidence de la crise a varié selon la situation sur leurs marchés nationaux respectifs.

...aux États-Unis...

En 2008, le bénéfice avant impôt des banques aux États-Unis était inférieur de plus de moitié à celui de l'année précédente (tableau III.1). Les résultats annuels dissimulent toutefois la vive dégradation observée au second semestre. Ainsi, une banque sur trois aux États-Unis a affiché des pertes au quatrième trimestre 2008, et le secteur dans son ensemble a alors enregistré son premier résultat négatif depuis 1990. Les marges d'intérêt ont été aussi soumises à pression, notamment dans les petits établissements pour lesquels il était difficile de réduire les taux d'intérêt sur les dépôts. Les faillites bancaires se sont multipliées en 2008, touchant 25 établissements de dépôt dont les actifs cumulés représentaient \$372 milliards, soit pratiquement dix fois plus que lors du précédent pic de défaillances bancaires en 1993. De ce total, \$307 milliards sont imputables à la faillite de Washington Mutual, la plus grosse faillite jamais enregistrée dans le secteur bancaire américain (tableau II.1). L'établissement a été repris par JPMorgan Chase, autre grande entreprise du secteur, avec l'aide des autorités de surveillance. Outre les banques défaillantes, la liste des établissements à problèmes établie par l'organisme américain d'assurance des dépôts bancaires s'est allongée pour atteindre 252 noms, avec un actif total d'environ \$159 milliards. D'autres grandes faillites bancaires ont été évitées grâce au rachat par des établissements au bilan plus solide.

...et en Europe

En Europe, le tableau général des performances bancaires en 2008 n'est guère différent. Les bénéfices ont accusé une baisse généralisée et les plus grosses banques aux Pays-Bas, au Royaume-Uni et en Suisse ont enregistré des pertes nettes. Le tassement dans l'immobilier, succédant au boom du secteur résidentiel en Espagne, en Irlande et au Royaume-Uni, a constitué un défi de taille pour les banques de ces pays. Certaines banques allemandes ont été également touchées par le renversement dans ce segment de marché, bien qu'indirectement, à travers des positions sur titres et des expositions à l'immobilier commercial. Davantage tournées vers le marché de détail national, les banques françaises et italiennes ont subi moins de pertes sur leurs investissements en titres structurés. Contrairement à leurs homologues britanniques, les banques d'Europe continentale ont partiellement compensé leurs pertes par un relèvement de leurs marges d'intérêt.

Faillites bancaires

Un certain nombre de prêteurs européens ont évité la faillite caractérisée grâce au soutien direct du secteur public (voir le chapitre VI pour une présentation des plans de sauvetage du secteur financier). Le groupe de bancassurance Fortis a constitué un cas particulièrement intéressant, la scission de ses importantes activités transfrontières étant le résultat de l'intervention des autorités prudentielles et de la nécessité de recourir aux fonds publics. En Allemagne, la crise a incité le secteur bancaire à se

Grandes banques : rentabilité ¹													
En % du total de l'actif moyen													
		Bénéfice avant impôt			Marge d'intérêt nette			Provisions pour créances irrécouvrables			Charges d'exploitation		
		2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Allemagne	(6)	0,43	0,25	-0,41	0,51	0,51	0,63	0,05	0,05	0,19	0,96	0,88	1,18
Australie	(4)	1,54	1,42	0,95	1,87	1,70	1,66	0,12	0,13	0,26	1,56	1,38	1,51
Autriche	(3)	1,48	1,12	0,66	1,72	1,95	2,10	0,34	0,24	0,45	2,17	2,11	2,29
Canada	(5)	1,22	1,12	0,48	1,52	1,48	1,42	0,09	0,13	0,21	2,37	2,27	2,00
Espagne	(5)	1,37	1,44	1,10	1,64	1,72	1,83	0,31	0,37	0,53	1,75	1,77	1,89
États-Unis	(9)	1,71	0,98	0,36	2,35	2,28	2,16	0,19	0,51	1,11	2,95	3,31	3,44
France	(5)	0,73	0,41	0,05	0,59	0,49	0,70	0,05	0,09	0,21	1,20	1,19	1,23
Italie	(5)	1,05	0,88	0,29	1,77	1,68	1,94	0,25	0,25	0,42	2,18	1,99	2,31
Japon	(13)	0,46	0,29	0,12	0,48	0,49	0,50	0,04	0,11	0,19	0,49	0,55	0,65
Pays-Bas	(4)	0,48	0,30	-0,79	1,03	0,85	0,96	0,10	0,09	0,27	1,13	1,01	1,33
Royaume-Uni	(9)	0,90	0,74	-0,10	1,16	1,02	0,81	0,25	0,22	0,40	1,56	1,37	1,28
Suède	(4)	0,96	0,89	0,67	0,98	0,97	0,99	-0,02	0,02	0,11	0,99	0,96	1,00
Suisse	(6)	0,80	0,38	-1,94	0,51	0,53	0,49	0,00	0,03	0,07	1,53	1,78	2,55

¹ Entre parenthèses : nombre de banques de l'échantillon 2008 (pour le total de l'actif moyen). 2008 : chiffres de fin septembre pour 1 banque autrichienne (UniCredit Bank Austria) et toutes les banques japonaises.

Source : Bankscope.

Tableau III.1

restructurer, ce qui s'est traduit par un certain nombre de fusions, y compris de banques publiques régionales (*Landesbanken*), tandis que les pouvoirs publics encourageaient de nouveaux rapprochements, condition préalable à l'octroi d'un soutien financier.

Ayant résolu leurs problèmes de prêts de la décennie précédente, les banques japonaises paraissaient en mesure de tirer parti de la faiblesse de leurs concurrents internationaux. Début 2008, elles ont relativement bien résisté aux difficultés de leurs homologues dans les autres économies avancées, en raison d'expositions plus modestes aux produits *subprime* et structurés. Certains gros prêteurs ont participé à quelques opérations de recapitalisation de banques étrangères. Toutefois, la rentabilité des banques japonaises ne s'est pas améliorée, notamment à cause de leurs marges d'intérêt structurellement étroites, d'où une faiblesse persistante de leurs fonds propres. Tous les projets d'expansion à l'international ont été interrompus au second semestre lorsque l'économie du pays est entrée en récession et que les pertes se sont intensifiées.

Composition des pertes bancaires

À mesure que la situation macroéconomique empirait courant 2008, les établissements bancaires ont été confrontés à des pressions grandissantes sur leurs bénéficiaires et à une intensification des pertes sur leurs expositions au risque de crédit. L'évolution de la composition des pertes bancaires a reflété celle de la nature des problèmes du secteur.

Durant la première phase de la crise, les dépréciations étaient étroitement liées au portefeuille négociable de produits financiers structurés et

Pertes bancaires annoncées : composantes ¹				
En milliards de dollars ²				
	2007 T3-T4	2008 T1-T2	2008 T3-T4	2009 T1
Titres	120,5	97,0	106,1	21,0
Provisions	39,2	96,9	149,3	43,9
Immobilier	3,2	11,6	55,9	3,0
Prêts à effet de levier	8,3	16,4	10,4	2,0
Rehaussement de crédit	7,4	26,5	13,7	13,3
Autres	27,4	47,7	100,4	10,6
Total	206,0	296,0	435,8	93,7

¹ La répartition s'appuie sur les données publiées par les grandes banques internationales ; ces données ne sont pas nécessairement tout à fait comparables d'un établissement à l'autre.
² Les dépréciations d'actifs en monnaie initiale sont converties en dollars aux cours de change de fin de période.

Sources : Bloomberg ; calculs BRI. Tableau III.2

Les pertes de valorisation initiales...

d'expositions titrisées au marché hypothécaire *subprime*. L'illiquidité de ces instruments, qui a conduit à des réductions notables de leur valorisation aux prix du marché, a exacerbé les pertes (chapitre II et tableau III.2). Une grande incertitude planait sur l'ampleur des pertes et leur répartition au sein du système, mais il était généralement admis qu'elles se limiteraient à quelques catégories d'actifs seulement.

...sont devenues des pertes sur crédit avec l'aggravation de la récession

Le ralentissement économique général dans les phases ultérieures de la crise, notamment après la crise de confiance mondiale en septembre et octobre 2008, signifiait que les pertes bancaires devenaient désormais plus étroitement liées aux performances macroéconomiques. Sur cette période, la majorité des dépréciations découlaient plus directement de la forte augmentation des défauts d'emprunteurs (graphique II.6, cadre de gauche ; graphique IV.5, cadre de droite) et de l'anticipation des défaillances, comme en témoignent la hausse du volume et l'importance relative des provisions.

En 2008, partout dans le monde, la proportion des provisions pour créances irrécouvrables dans les actifs bancaires a été supérieure à celle des années précédentes (tableau III.1). Celles-ci ont au moins doublé par rapport à 2007 en Australie, en France, aux États-Unis et en Suisse, et davantage encore en Allemagne, aux Pays-Bas et en Suède. Le coût du crédit devrait poursuivre sa tendance à la hausse, l'affaiblissement des économies pesant probablement sur la capacité du secteur privé à assurer le service de sa dette. Selon les agences de notation, les taux de défaut sur obligations d'entreprise devraient continuer de croître. En outre, la performance des crédits aux ménages dépendra de la durée et de l'ampleur de la contraction des revenus. Les premiers signes de difficultés dans le domaine des cartes de crédit aux États-Unis indiquent que la relation entre chômage et défaut de paiement est plus forte qu'on ne le pensait au vu des épisodes précédents. La forte interdépendance entre les performances du secteur financier, l'offre de crédit et la capacité des emprunteurs à honorer le service de leur dette rend les perspectives générales des banques encore plus incertaines.

Banques d'investissement

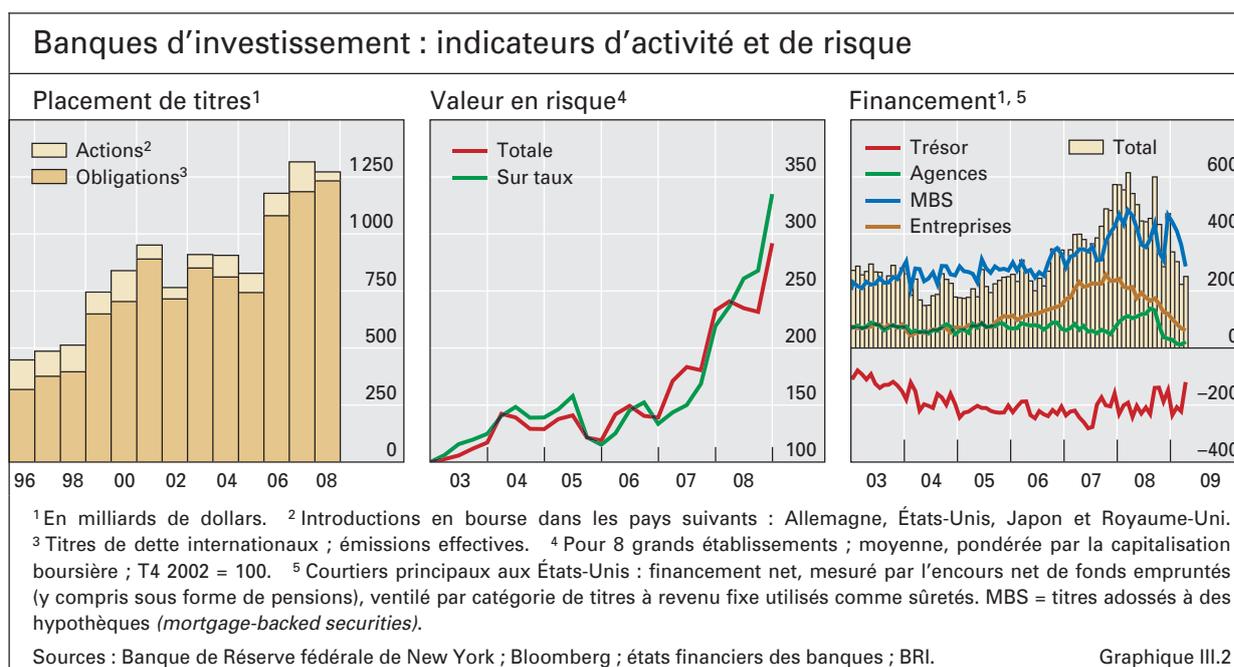
Les banques d'investissement, profondément marquées par la crise, constituent le secteur probablement le plus durement touché. La conjonction de pertes massives et d'un contexte de négoce et de financement délicat s'est révélée particulièrement éprouvante. Les portefeuilles de ces établissements étaient fortement exposés aux catégories d'actifs qui ont le plus souffert. La détention de volumes importants de titres structurés, dont ceux présentant le risque le plus élevé, et d'expositions non couvertes dans la chaîne de titrisation a été très fortement sanctionnée. Le modèle de banque d'investissement a été particulièrement ébranlé par le manque de liquidité sur les marchés des actifs et du financement. Les établissements ne pouvaient plus compter sur un volume toujours plus important de transactions pour accroître leurs recettes ou sur un financement à court terme bon marché et rapidement disponible pour soutenir des niveaux d'endettement élevés.

L'hostilité de l'environnement de marché...

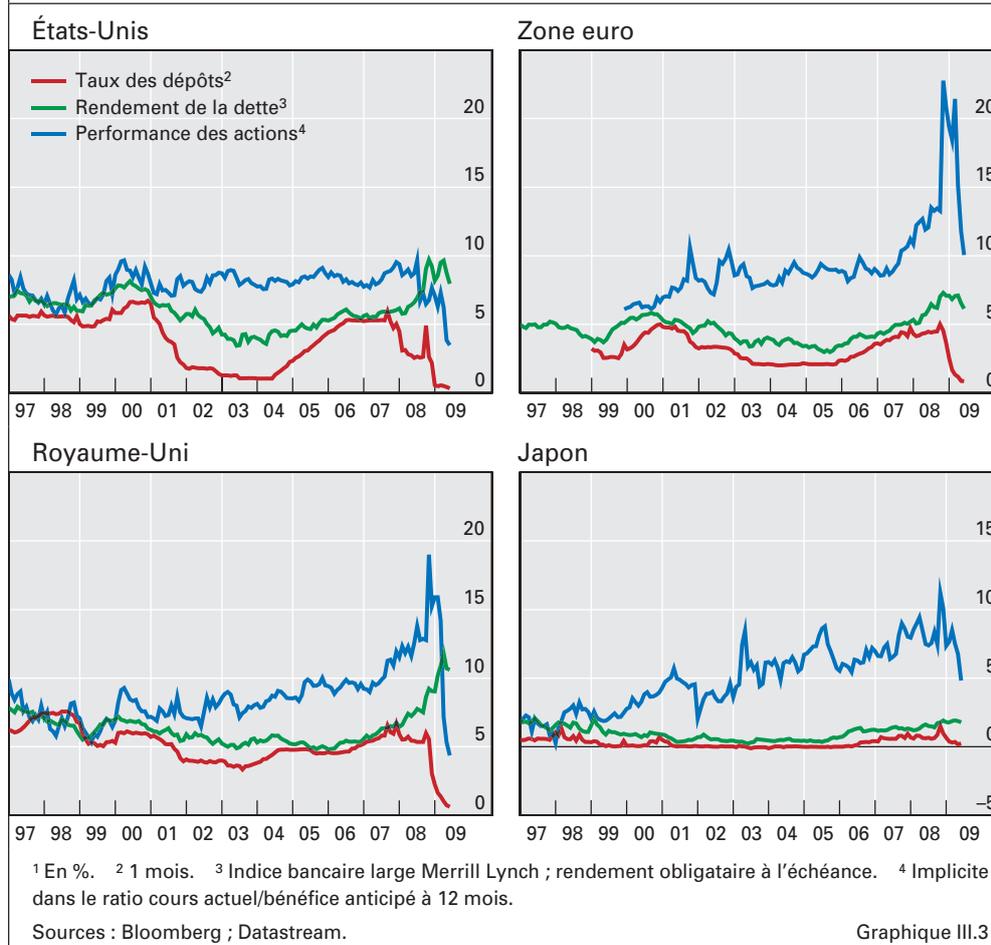
Compte tenu du ralentissement des transactions, les recettes nettes découlant des plus grosses opérations de banques d'investissement ont, selon les observateurs, chuté de plus de 90 % au troisième trimestre 2008 par rapport à la même période de l'année précédente. Toutes les lignes de métier ont été affectées. Le placement de titres a diminué sur l'année, à mesure que les émissions nouvelles ralentissaient et que les recettes associées refluaient (graphique III.2). L'activité de conseil en fusions-acquisitions s'est mieux tenue, mais a subi un ralentissement au premier trimestre 2009.

La disparition du modèle de banque d'investissement constitue l'une des caractéristiques de la crise, dont la deuxième phase s'étend de la quasi-faillite de Bear Stearns, en mars 2008, au dépôt de bilan de Lehman Brothers en septembre 2008 ; notons qu'il s'agissait de deux des principales banques de ce type (chapitre II). Durant ces six mois, les autres grands établissements de Wall Street en difficulté ont été absorbés par des institutions bancaires plus grandes

...a conduit à la fin du modèle de banque d'investissement...



Coût des actions et de la dette¹



ou ont accepté une charte d'établissement de crédit leur offrant un meilleur accès au filet de sécurité prudentiel. Les opérations des banques d'investissement ont été systématiquement réduites, indépendamment de leur affiliation institutionnelle. Les effectifs ont subi des coupes claires, tels que ceux de Bear Stearns et de Lehman Brothers, plus que divisés par deux lors de la reprise de leurs activités par d'autres banques. Les compressions de personnel opérées ailleurs sont dans l'ensemble le reflet des pertes réalisées.

Toutefois, la restructuration du secteur ne se limite pas à des considérations de personnel. Les établissements grevés par les pertes ont procédé à un recentrage de leur bilan tout en réorganisant et en réorientant leurs opérations pour réagir à la baisse de leurs commissions et tenter de réduire leur ratio d'endettement et leur risque. À des fins de diversification, certains ont choisi de se réorienter vers des sources de financement plus coûteuses mais *a priori* plus stables, telles que la collecte de dépôts. En conséquence, les opérations de refinancement de titres, notamment sous forme de pensions, se sont raréfiées (graphique III.2, cadre de droite).

Alors que les grands établissements diminuaient en taille, tout en conservant leur complexité, de petites structures spécialisées ont fait leur apparition. Certaines ont été créées par des cadres fuyant les premiers, soit pour cause de restructuration, soit par anticipation d'une baisse de leurs

...et à des restructurations forcées

rémunérations, compte tenu des réactions négatives suscitées par ces dernières. Ces établissements plus petits rompent avec la stratégie traditionnelle selon laquelle la rentabilité passe essentiellement par la consolidation. En cas de réussite, ils pourraient concurrencer les entreprises de grande taille plus intégrées, notamment les banques universelles qui ont absorbé les grosses banques d'investissement en difficulté.

Fonds propres des banques et désendettement

La crise a pesé sur la situation financière des banques. Les pertes ont grevé leurs fonds propres, les contraignant à procéder à de nouvelles augmentations de capital ou à préserver leurs fonds propres existants en réduisant leurs activités.

Durant toute la crise, les banques se sont efforcées de maintenir leur capitalisation à un niveau jugé adéquat par les marchés et les superviseurs. Pendant la première phase, elles ont eu recours à des financements de marché, augmentation de capital pour certaines, apports d'investisseurs privés ou de fonds souverains étrangers pour d'autres. Alors que les pertes ne cessaient d'augmenter au cours des deuxième et troisième phases de la crise, ces sources sont devenues de plus en plus onéreuses, voire indisponibles. Ainsi, le coût des fonds propres s'envolait au fur et à mesure que la valeur de leurs actions s'effondrait (graphique III.3). Ce coût accru du financement traduisait les incertitudes quant à la résilience des bilans des banques ainsi que les craintes que le ralentissement économique pèse encore plus sur les bénéficiaires. Des fonds publics, à travers des injections de capital et l'octroi de garanties sur le passif des banques, se sont substitués aux sources privées dans les phases ultérieures de la crise (chapitre VI).

On attendait généralement des banques qu'elles relèvent leur niveau de capitalisation, même si, fin 2008, leur ratio de fonds propres restait légèrement meilleur que ceux enregistrés avant 2007, pendant les années de rapide expansion des bilans (tableau III.3). Les marchés et superviseurs ont examiné de près leur niveau de fonds propres disponibles, ainsi que leur capacité d'absorber des pertes. Savoir qu'ils étaient à peine conformes aux exigences réglementaires n'a pas vraiment rassuré les opérateurs, investisseurs et contreparties. Les marchés ont considéré que les instruments hybrides (qui peuvent être partiellement protégés des pertes) et que les fonds publics ne constituent pas de véritables substituts au capital privé, pour plusieurs raisons dans ce second cas. Premièrement, le soutien public des banques perturbe les conditions de concurrence tout en émoussant la discipline de marché. Deuxièmement, pour les investisseurs, les injections de fonds publics n'apportent probablement pas une protection optimale si, comme c'est souvent le cas, elles se présentent sous la forme d'actions préférentielles, prioritaires sur les actions ordinaires et associées à davantage de droits, et n'offrent donc pas la même capacité d'absorption des pertes. Enfin, sur le plan de la gestion des banques, le soutien public est assorti de restrictions implicites ou explicites dans leur processus de prise de décisions.

Affaiblissement de la capitalisation des banques...

...alors que le marché est devenu plus exigeant

Grandes banques : ratios de fonds propres et de liquidité ¹										
		Fonds propres de base/ actifs pondérés des risques			Prêts improductifs/ total des actifs			Prêts nets/total des dépôts		
		2006	2007	2008	2006	2007	2008	2006	2007	2008
Allemagne	(6)	8,3	7,8	8,9	0,9	0,7	0,4	29,4	28,0	25,2
Australie	(4)	7,2	6,8	7,8	0,2	0,2	0,3	89,8	83,2	80,0
Autriche	(3)	8,9	7,9	7,5	2,1	2,3	...	58,1	63,2	65,7
Canada	(5)	10,4	9,6	9,6	0,2	0,2	0,4	56,2	57,2	60,2
Espagne	(5)	7,6	7,9	8,3	0,5	0,6	1,7	76,7	75,9	73,1
États-Unis	(9)	8,6	8,3	9,0	0,3	0,6	1,0	63,2	61,9	54,8
France	(5)	8,0	7,6	8,0	1,1	0,9	1,0	32,8	33,4	31,9
Italie	(5)	6,9	6,5	7,3	3,7	3,0	3,5	68,9	71,5	71,9
Japon	(13)	7,6	8,1	7,9	1,0	0,9	1,0	54,8	56,0	57,9
Pays-Bas	(4)	9,0	10,0	10,2	0,6	0,4	0,9	50,4	49,7	58,0
Royaume-Uni	(9)	7,8	7,6	7,6	0,8	0,8	1,1	59,6	55,1	40,7
Suède	(4)	7,2	7,2	8,0	0,4	0,3	0,5	74,2	74,9	70,3
Suisse	(6)	11,6	11,4	13,7	0,4	0,3	0,3	35,3	34,3	39,6

¹ Moyenne pondérée par les actifs des banques. Entre parenthèses : nombre de banques de l'échantillon 2008 (pour le total des actifs). 2008 : chiffres de fin septembre pour 1 banque autrichienne (UniCredit Bank Austria) et toutes les banques japonaises.
Source : Bankscope. Tableau III.3

Certaines banques ont perçu une occasion à saisir

Un certain nombre de banques ont saisi cette occasion pour pratiquer une gestion active de leurs fonds propres. Rompant avec la tradition, certaines d'entre elles ont surpris les investisseurs en n'appelant pas en remboursement des titres subordonnés avant l'augmentation contractuelle des versements d'intérêts, préférant supporter des coûts accrus plutôt que de recourir à une nouvelle émission. D'autres ont tiré parti du bas niveau des prix pour racheter d'anciennes obligations : la différence entre le prix de marché de ces éléments du passif et leur valeur comptable leur a permis d'accroître l'importance des fonds propres de base. En réponse aux insuffisances de fonds propres qu'ont fait apparaître les tests de résistance menés par les grandes banques des États-Unis à l'initiative des superviseurs, un certain nombre d'établissements ont annoncé des plans de recapitalisation pour le second semestre 2009.

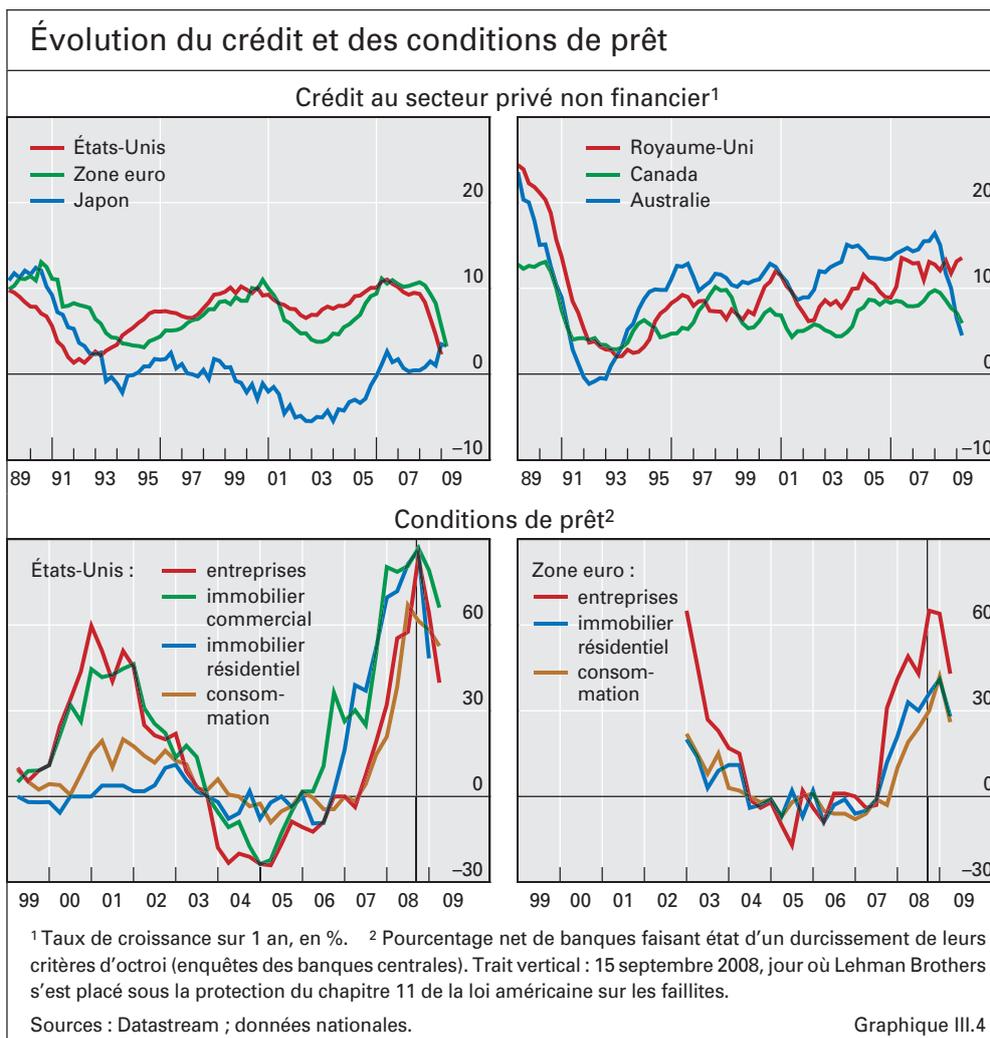
Les difficultés auxquelles se sont heurtées les banques pour maintenir leurs fonds propres à un niveau satisfaisant pour les investisseurs, les contreparties et les superviseurs, prouvent que les interactions entre la disponibilité des fonds propres et l'incertitude quant aux risques naissants peuvent se révéler extrêmement procycliques. L'évolution incertaine des bénéfices et les inquiétudes suscitées par la poursuite éventuelle des pertes ont conduit à rechercher des niveaux de protection supérieurs, alors que les banques devaient faire face à une vague de dépréciations d'actifs. Cette même incertitude limite également l'offre de capital aux banques en période de tension systémique, précisément au moment où ce financement est le plus nécessaire. Ces expériences montrent à quel point il serait opportun d'inciter les établissements à constituer, en période faste, des volants de fonds propres susceptibles d'être utilisés durant les périodes plus difficiles (chapitre VII).

Désendettement

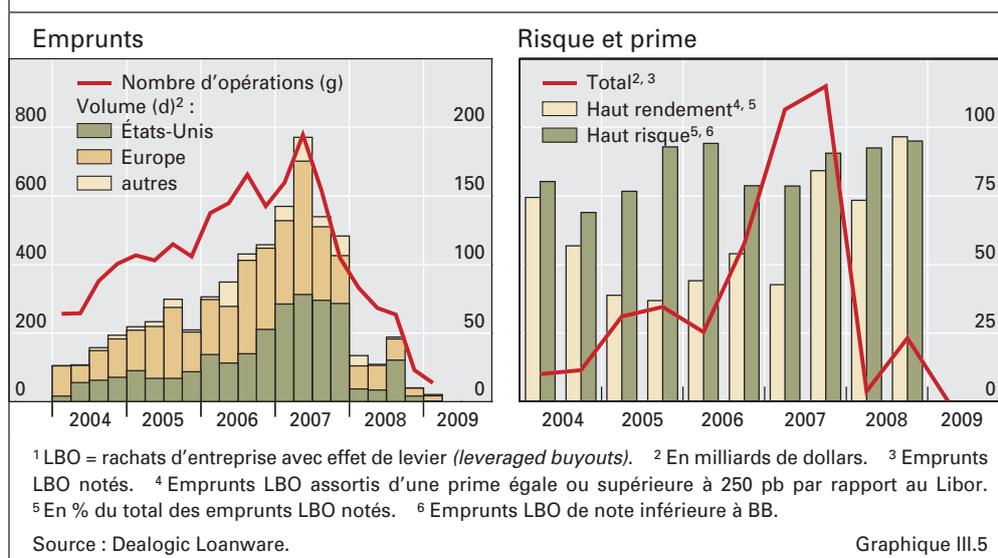
Le coût élevé du financement a contraint les banques à réduire l'actif de leur bilan. Le degré d'endettement effectif des banques est revenu des sommets atteints avant 2007, même si l'effet sur le total des crédits octroyés est peu perceptible dans les statistiques agrégées.

Les flux de crédit constituent un indicateur retardé des répercussions de la crise sur l'intermédiation financière. Les statistiques font apparaître un net ralentissement de la croissance des prêts au secteur privé vers la fin de la première phase de la crise (graphique III.4, cadres supérieurs). Ces chiffres, influencés par la clôture effective de nombreux marchés de la titrisation, masquent néanmoins des changements plus marqués dans l'attitude des prêteurs. Tout au long des trois premières phases de la crise, les banques ont durci leurs conditions sur tous les types de prêts, plus particulièrement, il est vrai, sur ceux aux ménages, parmi lesquels les crédits hypothécaires (graphique III.4, cadres inférieurs), ce qui a affecté les nouveaux crédits. Si la croissance du crédit, selon les chiffres rapportés, est restée solide en début de crise, ce phénomène reflétait essentiellement des circonstances particulières. La première a trait aux pressions exercées sur les banques par le marché et les autorités de surveillance pour faire inscrire au bilan les expositions aux

Le total des crédits, un indicateur retardé



LBO¹ : emprunts, risque et prime



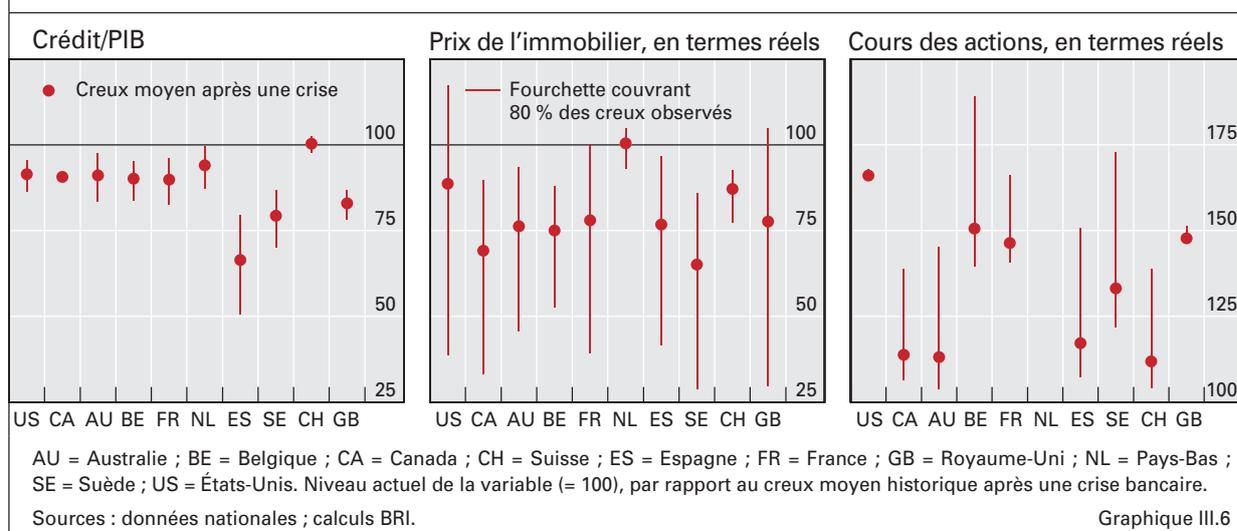
instruments titrisés, auparavant comptabilisées hors bilan. Le gonflement des bilans qui en est résulté ne correspondait donc pas à de nouveaux crédits. De même, anticipant un durcissement du crédit, des emprunteurs ont par précaution tiré sur leurs lignes de crédit accordées avant la crise à des conditions souvent très favorables. Plus tard, alors que les problèmes du secteur financier se propageaient à l'économie réelle, la baisse de la croissance des agrégats de crédits a peut-être également reflété un tassement de la demande. Les entreprises et les ménages ont alors privilégié la préservation de leur capital ainsi que la gestion des capacités excédentaires et des niveaux élevés d'endettement. La conjonction du renchérissement continu du crédit et de l'augmentation du nombre des défauts de paiement laisse à penser que le processus d'ajustement est loin d'être achevé. Il est également possible que la croissance du crédit poursuive sa tendance baissière lors des premières phases de la reprise à venir.

L'incidence des apurements de bilan est perceptible dans la diminution des émissions obligataires liées aux LBO (*leveraged buyouts*, rachats avec effet de levier). Dans les années qui ont précédé la crise, la croissance rapide de l'activité des fonds de capital-investissement s'était accompagnée d'un essor des emprunts, qui avait culminé début 2007. Dans un contexte d'endettement excessif, de conditions de crédit plus difficiles et d'une révision à la baisse des prévisions de bénéfice des entreprises, le marché des LBO s'est pratiquement asséché (graphique III.5). Certains fonds de capital-investissement en mal d'activités rentables ont restitué les capitaux à leurs investisseurs. D'autres ont cherché à gérer leur niveau d'endettement par des concessions de la part des créanciers.

Les conséquences des crises financières précédentes peuvent servir de référence dans l'évaluation des effets potentiels de la crise actuelle sur le crédit (graphique III.6). Dans un certain nombre de pays, le recul du ratio crédit/PIB par rapport à son récent sommet correspond actuellement à environ quatre cinquièmes de la baisse moyenne enregistrée après les crises antérieures. Les

Les comparaisons historiques peuvent induire en erreur

Crédit et prix des actifs après une crise bancaire



marchés immobiliers, facteur essentiel dans la dynamique actuelle, ne semblent pas non plus avoir diminué dans des proportions analogues à celles des épisodes passés. En revanche, le repli de certaines places boursières s'est avéré supérieur aux moyennes enregistrées lors des crises précédentes. Il convient cependant de souligner le caractère international de la crise actuelle. Les problèmes du système financier se sont avérés profonds et synchronisés au sein du monde industrialisé. De même, le ralentissement de l'activité économique est de nature mondiale, ce qui laisse à penser que le présent épisode pourrait être plus durable et le processus de reprise économique plus lent que lors d'autres crises, moins internationales.

Entreprises d'assurance et fonds de pension

La crise a affecté les entreprises d'assurance et les fonds de pension de diverses manières. La baisse des prix des actifs et des taux d'intérêt à long terme ont pesé à la fois sur leurs actifs et sur leurs passifs. Pour certains assureurs, le marché de la protection contre le risque de crédit – dans lequel ils s'étaient fortement engagés – s'est avéré source de tensions majeures.

Pour la majorité des entreprises d'assurance, la crise a touché davantage les performances financières que les revenus tirés des primes. Aucune incidence immédiate majeure n'était perceptible sur la vente de produits d'assurance. Les gains sur les assurances vie ont progressé, quoiqu'à un rythme plus modéré que les années précédentes, tandis qu'ils stagnaient sur le non-vie. Cette tendance pourrait s'interrompre si les clients en manque de trésorerie annulaient leur police d'assurance. La chute du marché des actifs a eu des incidences notables sur la performance des portefeuilles. Les assurances ont essuyé des pertes lorsque la baisse des valorisations s'est généralisée, pertes encore plus massives pour celles détenant des actifs liés à l'hypothécaire *subprime*. Dans le cas des assurances vie, le recul des rendements à long terme a également induit une augmentation des

Pertes d'investissement pour les entreprises d'assurance...

engagements liés aux polices à échéance longue. Les annonces de pertes ont été plus tardives dans le secteur de l'assurance que dans le secteur bancaire, notamment en raison de pratiques comptables différentes qui retardent la comptabilisation des résultats des portefeuilles d'investissement dans l'assurance.

Les entreprises proposant des assurances contre le risque de crédit ont été les plus touchées par la crise. Les rehausseurs de crédit offrant des garanties aux emprunteurs sont restés confrontés à des difficultés, et seule l'intervention des autorités prudentielles a permis d'éviter des faillites à grande échelle. Alors que la solvabilité des emprunteurs diminuait, la capacité des rehausseurs de crédit à honorer leurs garanties a été de plus en plus mise en doute, d'où d'importantes pertes de valorisation aux prix du marché pour les banques acheteuses de protection (tableau III.2). La quasi-faillite du conglomérat d'assurance AIG était directement liée à la souscription de risques de crédit. Ses dépréciations d'actifs ont pris des proportions impressionnantes, parallèlement au gonflement des primes CDS. Compte tenu de l'ampleur de ses engagements et de son rôle central comme contrepartie sur le marché des dérivés de crédit de gré à gré, des interventions répétées et exceptionnelles des autorités prudentielles, sous forme d'un large soutien financier, ont été nécessaires.

...et pour les fonds de pension

Les actifs des fonds de pension auraient perdu environ 20 % de leur valeur sur 2008. Alors que celle des engagements s'inscrivait en hausse, le ratio de couverture de ces fonds chutait, parallèlement à leur goût pour le risque. De nombreux fonds ont par conséquent accru la part des emprunts d'État dans leurs portefeuilles. Dans une perspective d'avenir, la décision de se retirer des placements plus risqués pourrait contribuer à peser sur les places boursières et retarder ainsi la reprise de ces dernières. De même, la contraction du patrimoine des ménages participants à des régimes de retraite à cotisations définies et des employeurs initiateurs de tels régimes de retraite n'est pas sans conséquence pour les dépenses globales (chapitre IV).

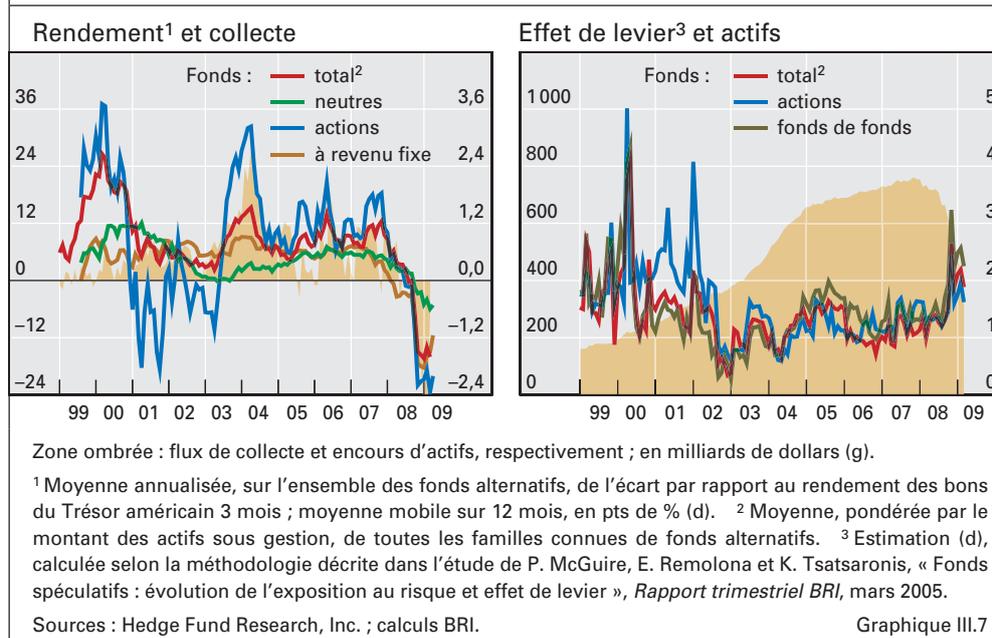
Fonds alternatifs

S'ils n'ont pas joué un rôle central dans la dynamique de la crise, les fonds alternatifs ont été largement pénalisés par les événements. Le rendement de leurs actifs a été durement touché et leurs conditions de financement se sont nettement détériorées, de sorte que plusieurs d'entre eux se sont trouvés dans une situation très difficile.

Mauvais résultats et retraits de capitaux

2008 a été une des années les plus médiocres jamais enregistrées pour la performance des fonds alternatifs. Les résultats financiers ont été négatifs pour pratiquement toutes les stratégies de placement, ainsi que pour les fonds de fonds (graphique III.7), en raison de la chute des rendements sur les marchés d'actifs et de l'envolée du coût des ressources empruntées. En outre, la pénurie générale de liquidité alliée à l'aversion des investisseurs pour le risque a pesé lourdement sur le secteur, qui a souffert par ailleurs des appels de marges de la part des contreparties et du désengagement sans précédent des souscripteurs. Selon les estimations, les actifs sous gestion ont inscrit une

Fonds alternatifs : collecte, résultats et effet de levier



baisse de plus d'un tiers au second semestre 2008, imputable tout autant aux piètres résultats qu'aux retraits de la clientèle. Plusieurs fonds ont fermé. De nombreux gestionnaires ont tenté de protéger leur capital en limitant les retraits, allongeant ainsi la période effective d'immobilisation des fonds pour les investisseurs.

La crise est de nature à accentuer la tendance – sensible depuis un certain temps déjà – vers un accroissement de l'institutionnalisation et de la transparence. Pour éviter le sort des fonds de petite taille liquidés suite aux retraits des investisseurs, plusieurs grands fonds ont davantage ciblé les investisseurs institutionnels, ce qui suppose des exigences accrues de transparence quant à la stratégie de placement et de surveillance des procédures de gestion des risques. L'annonce retentissante de la fraude massive d'un grand fonds basé à New York aura probablement les mêmes effets. S'il convient de ne pas généraliser à partir de ce cas isolé, les procédures de vérification préalable, exécutées par les gestionnaires de patrimoine de la clientèle haut de gamme, s'intensifieront. Face aux défis d'un environnement moins favorable, certains grands fonds ont réduit leurs barèmes et instauré des procédures plus ciblées sur les besoins des gros investisseurs institutionnels. Enfin, un certain nombre de recommandations officielles en faveur d'une réforme du cadre prudentiel supposent une surveillance plus étroite du secteur. Parmi les mesures de réforme figurent l'immatriculation de tous les fonds alternatifs, des normes de communication financière plus exigeantes pour les grands fonds et la surveillance directe des fonds dont les opérations ont des incidences sur la stabilité systémique.

Institutionnalisation
accrue

Conséquences à long terme de la crise pour le secteur financier

La crise a déjà profondément ébranlé le système financier mondial et l'ampleur des pertes a laissé de lourdes séquelles. Néanmoins, les efforts d'assainissement des établissements auront des conséquences non seulement pour leur performance à court terme mais, au-delà, pour la structure même du système financier, tout comme, probablement, les initiatives publiques visant essentiellement à résoudre la crise.

La crise conditionnera inévitablement la perception du risque financier tant au niveau de l'entreprise qu'au niveau du système. Le présent épisode a notamment permis de prendre la mesure des erreurs d'appréciation quant aux interactions entre les composantes du système financier, ainsi qu'entre le système financier et l'économie réelle. Au niveau individuel, il a mis en évidence les déficiences dans le fonctionnement des marchés de la titrisation qui, faute d'être prises en compte, peuvent annuler les avantages qu'ils procurent en termes de diversification. De la même manière, il a démontré que le recours au financement de marché par les établissements financiers peut être source de vulnérabilité, surtout en association avec un puissant effet de levier. Au niveau systémique, la crise a révélé que l'interdépendance entre marchés et établissements financiers pose une limite naturelle à la réduction possible du risque systémique par des modes d'intermédiation multiples.

Déficiences de la titrisation

La crise a mis en évidence les imperfections du modèle d'intermédiation d'octroi puis cession de crédits (*originate-to-distribute*). Initialement, certains observateurs la considéraient comme une simple contre-performance naturelle au stade initial de l'ère de la titrisation. Si un tel point de vue exagère sans doute l'influence de la titrisation, il montre bien que les premières pertes accusées par le secteur financier étaient, pour l'essentiel, imputables aux expositions aux prêts titrisés. Les défaillances dans les flux d'information, à toutes les étapes de la titrisation, ont joué un rôle déterminant dans la dynamique de la crise.

Les avantages potentiels de la titrisation sont faciles à comprendre. En séparant l'octroi du crédit de l'acceptation du risque ultime et en permettant une dispersion accrue des risques, la titrisation peut améliorer l'efficacité globale de l'intermédiation financière. Les acteurs peuvent dans le processus optimiser leurs avantages comparatifs, surtout en matière de traitement de l'information ou de gestion de risques bien précis.

Les événements entourant la crise ont montré comment ces avantages peuvent pâtir des faiblesses liées aux interactions entre incitations individuelles et qualité des informations tout au long de la chaîne de titrisation. Les établissements cédants, les intermédiaires, les investisseurs et les évaluateurs externes du risque ont tous des responsabilités et des perspectives spécifiques. L'intégrité de l'ensemble du processus est tributaire de leurs intérêts croisés, censés inciter davantage l'ensemble des parties à demander des informations et à en faire usage. En l'occurrence, la course au volume comme source de revenu par les établissements cédants et les

Les avantages potentiels de la titrisation...

...ont été contrés par la détérioration des flux d'information

intermédiaires l'a emporté sur le risque de réputation résultant de procédures déficientes d'évaluation et de suivi des risques. Les incitations à l'autoprotection des investisseurs ont, semble-t-il, été émoussées dans un environnement où la présomption de liquidité poussait à la hausse la valorisation des portefeuilles de titres déjà émis en s'appuyant sur le prix des nouvelles émissions. La complexité des structures de titrisation y a encore contribué en occultant la relation entre garantie ultime et risque sous-jacent. Rares sont ceux qui ont pris toute la mesure des conséquences de ces montages sur le couple risque-rendement et, en particulier, sur la sensibilité des valorisations aux hypothèses sous-jacentes. En outre, la complexité des transactions conjuguée à la rapide expansion du marché a incité les investisseurs à trop se fier aux évaluations des agences de notation. Tout compte fait, la qualité douteuse des notations a contribué à la mauvaise tarification des produits titrisés.

La crise a montré clairement qu'il est d'une importance capitale que toutes les parties disposent d'une information de qualité, que les responsabilités des parties concernées soient claires et que la discipline soit renforcée en veillant à la conservation par chacun d'une part suffisante d'exposition au risque global. Une grande leçon de la crise a été que la dispersion des expositions peut ne fournir aux divers acteurs du processus de titrisation qu'une diversification illusoire des risques si le système tout entier est exposé à des concentrations de risque mal tarifé.

Interdépendance entre établissements et marchés

Un système financier efficace achemine les ressources des épargnants aux investisseurs et impute, au moindre coût, le risque à ceux qui sont le plus à même de l'assumer. L'existence de marchés qui, pour ce faire, s'appuient sur des transactions effectuées dans des conditions de concurrence normale, aux côtés d'établissements qui portent les opérations d'intermédiation à leur bilan, a été une particularité souhaitable des systèmes financiers avancés. La substituabilité des deux modes d'intermédiation financière a été considérée comme source de stabilité et de robustesse : cette double diversification permettrait de réduire le risque de difficultés systémiques.

La crise a attesté une fois encore que cette optique ne met pas suffisamment l'accent sur la forte interdépendance entre l'intermédiation de bilan et l'intermédiation de marché. Les établissements dépendent des marchés pour leurs revenus, leur gestion des risques et leur financement, tandis que les seconds dépendent des premiers pour les services de tenue de marché, les placements de titre et les lignes de crédit. Cette interdépendance a été mise en évidence par les difficultés auxquelles les établissements se sont heurtés pour se financer sur des marchés illiquides et par les problèmes de fonctionnement des marchés quand les établissements ont connu des tensions. L'exacerbation des craintes concernant le risque de contrepartie a entraîné le grippage des marchés et nuï à la liquidité des portefeuilles et des stratégies individuelles de financement, entraînant de lourdes pertes. La crise signale bien que la stabilité des deux modes d'intermédiation financière s'appuie sur une base en capital commune. Le tableau III.4 illustre le rôle

L'interdépendance
des marchés et des
établissements...

Concentration, par métier			
En %			
Activité des 5 premiers établissements, par métier	Part de marché des 5 établissements ¹		
	Placement d'obligations internationales	Placement d'actions internationales	Montage de crédits consortiaux
Placement d'obligations			
1991–1996	39,5	35,4	.
1997–2002	45,7	38,1	48,6 ²
2003–2008	40,2	30,8	40,4
Placement d'actions			
1991–1996	28,1	53,8	.
1997–2002	34,0	52,3	18,2 ²
2003–2008	29,0	44,8	24,1
Montage de crédits consortiaux (chefs de file)			
1998–2002	42,4	27,8	78,3 ²
2003–2008	33,6	24,8	84,8
Négoce de dérivés			
1994–1996	26,1	25,9	.
1997–2002	37,8	28,4	48,1 ²
2003–2008	32,1	32,5	28,4

¹ Part des 5 premiers établissements pour un métier donné (lignes) dans le total de l'activité pour 3 métiers (colonnes). Par exemple, en 1991–1996, les 5 premiers opérateurs pour le placement d'obligations internationales s'adjudgeaient 39,5 % du volume total du placement d'obligations internationales et 35,4 % du volume total du placement d'actions internationales. ² 1998–2002.

Sources : Dealogic ; Dealogic Loanware ; Swaps Monitor ; calculs BRI. Tableau III.4

déterminant joué par les grands établissements financiers tant dans l'intermédiation de bilan que dans l'intermédiation de marché en montrant que ce sont les mêmes qui remplissent les deux fonctions.

De tels phénomènes d'interdépendance présentent d'importants défis pour la politique prudentielle qui vise à assurer que des difficultés au plan individuel n'engendrent pas de déséquilibres systémiques. Afin de maîtriser efficacement le risque systémique, il convient d'élaborer et de calibrer les instruments des politiques publiques en tenant compte des liens entre les différentes composantes du système financier et, plus généralement, d'adopter une approche systémique pour leur mise en œuvre (chapitre VII).

Limites à la diversification internationale ?

La tendance à l'internationalisation de l'activité bancaire a été une importante constante du système financier. Les banques concernées ont développé leurs portefeuilles de placement et renforcé leur présence à l'étranger. Entre 2000 et mi-2007, l'encours de créances étrangères des banques déclarantes BRI est passé de \$11 000 milliards à plus de \$30 000 milliards, une expansion majeure même à l'échelle des mesures de l'activité économique. La recherche de diversification a été une importante incitation. La crise a cependant remis en cause le degré perçu de diversification des actifs et des passifs des opérations internationales des banques. Les dispositions prises par chaque établissement

...présente des défis pour la surveillance prudentielle

La tendance à la mondialisation du secteur bancaire...

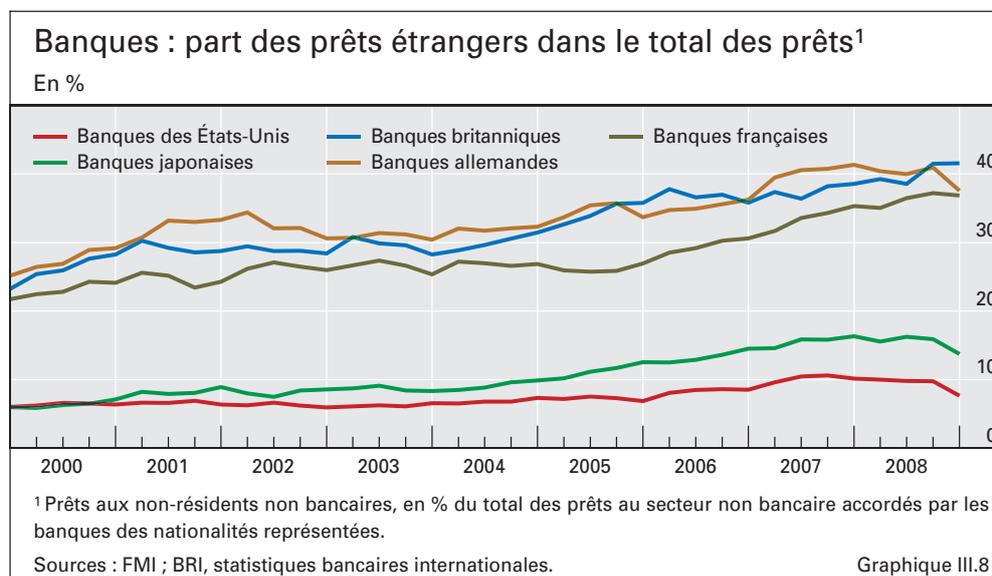
ainsi que l'évolution du cadre des politiques publiques augurent peut-être d'un ralentissement de cette tendance.

Côté actifs, un sens aigu du risque associé aux expositions étrangères induira peut-être dorénavant une « préférence nationale » dans l'activité de prêt. Dans une crise systémique mondiale, les avantages de la diversification internationale sont réduits, car les établissements voient leurs expositions locales et étrangères se dégrader simultanément et les économies d'accueil importent les difficultés rencontrées par les banques étrangères sur leur marché d'origine, sous la forme d'une contraction de l'offre de crédit. En outre, la réduction des dépenses est peut-être plus facile pour les opérations à l'étranger que dans le pays d'origine où les pressions publiques et politiques sont plus fortes. Certains signes témoignent que l'inversion de l'effet de levier a eu une incidence asymétrique à l'étranger et sur le marché d'origine : les créances sur les entités non bancaires résidant hors du marché d'origine des banques ont fortement diminué ces derniers trimestres (graphique III.8). Les signes de désengagement international sont sensibles surtout chez les prêteurs américains et allemands, et l'effet est plus prononcé sur les expositions aux économies émergentes (chapitre V).

...a marqué le pas pendant la crise...

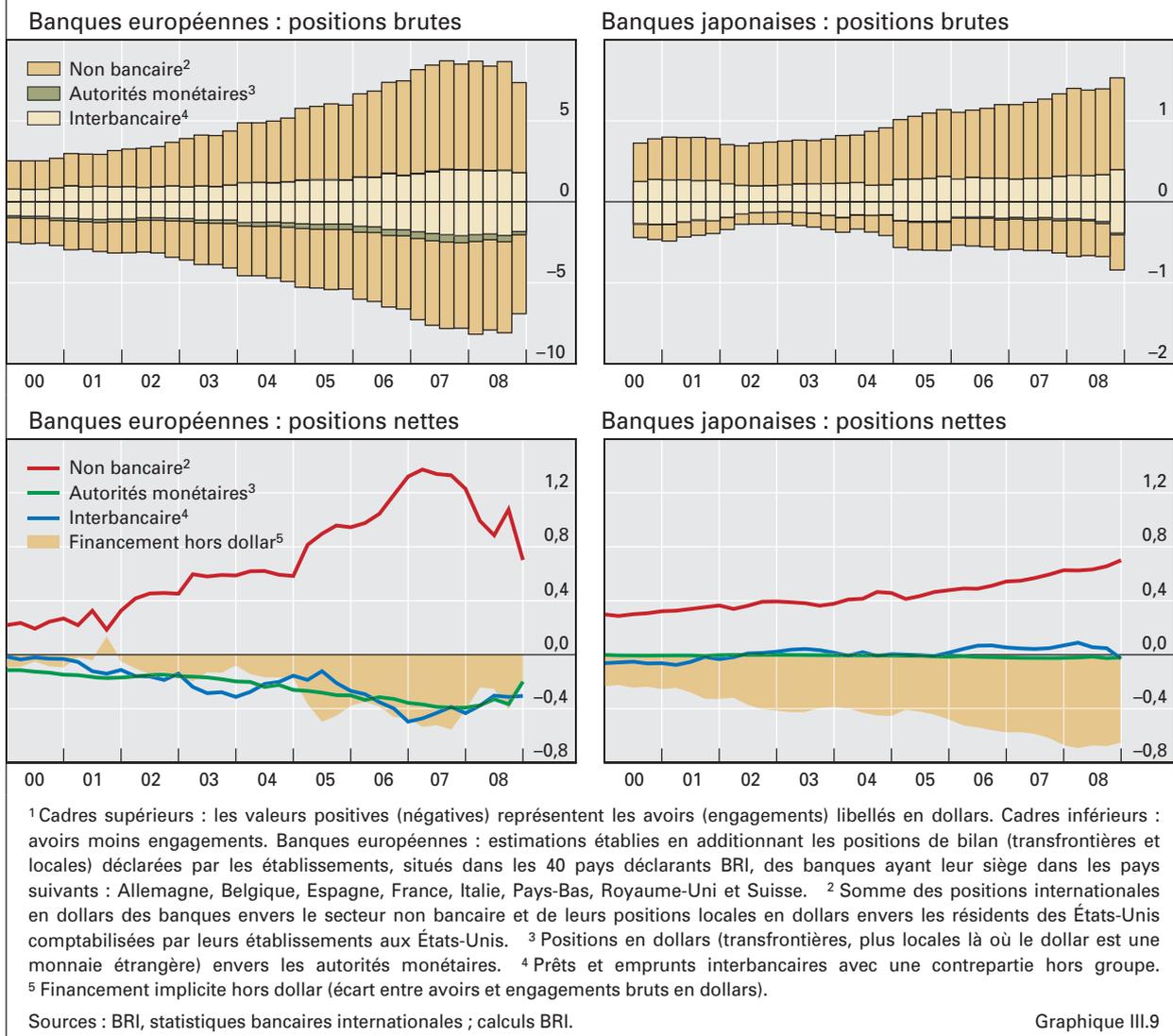
Côté passifs, les banques européennes désireuses de financer leurs expositions en dollars ont été particulièrement touchées par la pénurie de liquidité l'an passé. Les prêteurs européens avaient accumulé plus de \$5 000 milliards de créances sur le secteur privé, y compris des opérations en faveur d'entreprises et de particuliers ainsi que des produits structurés liés à des prêts hypothécaires octroyés aux États-Unis (graphique III.9, cadre supérieur gauche). Pour financer ces positions, ils ont emprunté des dollars sur le marché interbancaire mondial, auprès de banques centrales ayant accumulé des réserves et auprès d'entités non bancaires. Le solde des financements en dollars était constitué d'emprunts en monnaie nationale auprès de résidents du pays d'origine (graphique III.9, zone ombrée du cadre inférieur gauche). Le risque de change associé à un tel déséquilibre a probablement été largement compensé par le recours aux swaps cambistes

...tandis que de fortes tensions sur leurs financements secouaient les banques...



Banques internationales : positions en dollars et leur financement en devises¹

En milliers de milliards de dollars, par secteur de la contrepartie



par les banques, lesquelles ont ainsi été confrontées à une asymétrie d'échéances car les emprunts interbancaires tout comme les swaps cambistes étaient généralement assortis d'une durée plus courte que les investissements qu'ils soutenaient. Ce déséquilibre s'est trouvé exposé aux perturbations ressenties sur l'interbancaire et le marché des swaps depuis août 2007. Les problèmes des banques européennes se sont accentués, avec le retrait des fonds de placement monétaires suite à la faillite de Lehman Brothers (chapitre II). La pénurie de dollars qui en est résulté a incité la Réserve fédérale américaine à procéder à des swaps de devises avec d'autres banques centrales, lesquelles ont ainsi pu approvisionner en dollars les banques de leurs juridictions respectives (chapitre VI).

...et l'action des autorités a visé les systèmes bancaires nationaux

Les réactions des autorités à la crise peuvent aussi contribuer à une éventuelle interruption du processus d'internationalisation. La crise a mis en avant les limites des capacités des autorités nationales à gérer les banques internationales en difficulté et a révélé leurs insuffisances à résoudre les

problèmes causés sur le marché intérieur par la perturbation des mouvements internationaux de liquidité. Par conséquent, les nouvelles exigences destinées à renforcer les ressources des succursales et filiales locales pour leur permettre de traiter elles-mêmes de tels risques réduiront sans doute les avantages opérationnels de la gestion centralisée du risque et de la liquidité au sein des établissements exerçant des activités transfrontières.

Taille du secteur financier

Un événement de l'ampleur et de l'intensité de la crise actuelle est de nature à perdurer. Après la période de tensions aiguës en septembre et octobre 2008, le système financier doit désormais faire face aux conséquences structurelles de la crise. Les progrès accomplis par le secteur dans le traitement des dommages infligés ainsi que les vulnérabilités révélées par la crise non seulement influenceront la reprise mais en détermineront également le moment.

Une condition préalable indispensable à la sortie de crise est, depuis toujours, l'élimination de l'excédent de capacités qui se crée inévitablement au sein du secteur financier lors de la phase d'expansion antérieure. Dans la période qui a précédé la crise actuelle, diverses mesures ont attesté de la très vive expansion du secteur dans les économies avancées, notamment la taille des bilans des établissements financiers, leur capitalisation boursière, leur part dans les bénéfices en général et leur contribution globale au PIB. Pareil accroissement de la capacité financière s'explique par les anticipations d'une poursuite de la rentabilité, alimentées notamment, en phase terminale, par une hausse de l'effet de levier. La capacité des établissements à lever des fonds pour maintenir leur niveau d'activité sera limitée à court terme, et l'inversion de l'effet de levier qui en découlera cadre avec leurs mesures de rationalisation pour survivre dans l'environnement actuel. Dans le même temps, les marchés et les instances de surveillance ont relevé la norme d'adéquation des fonds propres, de sorte que les anticipations des investisseurs et les objectifs de rendement des établissements devront être ajustés à des niveaux moins ambitieux. L'élimination des capacités excédentaires dans le secteur est, dès lors, un élément indispensable à la réalisation de niveaux tenables de rentabilité.

Des ajustements à la capacité d'intermédiation seront nécessaires