

VI. Le système financier à la croisée des chemins

Près de six ans après le pic de la crise financière, ses conséquences se font toujours sentir et les établissements financiers se trouvent à la croisée des chemins. Le futur profil du secteur dépendra de l'évolution des attitudes à l'égard du risque dans le choix des modèles d'entreprise. De la rapidité de l'ajustement du secteur financier dépend sa capacité à retrouver son rôle de facilitateur de la croissance économique.

Le secteur bancaire a avancé sur la voie du rétablissement, mais l'assainissement des bilans reste inachevé. Même si la situation globale des fonds propres s'est renforcée grâce aux bénéfices non distribués, les progrès n'ont pas été uniformes. Une rentabilité durable sera donc essentielle pour mener la tâche à bien. C'est pourquoi nombre de banques ont adopté des modèles opérationnels plus prudents, laissant espérer une stabilisation des bénéfices, et qu'elles se sont en partie désengagées des activités sur les marchés financiers.

Pour ce qui est de l'avenir, le niveau élevé de l'endettement est la principale source de vulnérabilité des banques. Les bilans des banques qui n'ont pas procédé à des ajustements après la crise présentent encore des faiblesses en raison de l'exposition directe à des emprunteurs surendettés et de l'effet de frein exercé par un endettement excessif sur la reprise économique (chapitres III et IV). C'est particulièrement vrai en Europe, où les banques ont cependant redoublé d'efforts au cours de l'année écoulée. Les banques situées dans les économies qui ont été moins durement frappées par la crise mais qui en sont à un stade avancé du boom financier doivent se préparer à faire face à un ralentissement et à gérer un plus grand volume d'actifs improductifs.

Le rôle des établissements financiers non bancaires s'est accru à mesure que l'intermédiation de marché gagnait en importance à la suite du désengagement des banques. Le bas niveau des taux directeurs et la quête continue de rendement ont stimulé les émissions d'obligations du secteur privé, tandis que les banques restent désavantagées par rapport à leur clientèle d'entreprises sur le plan des coûts de financement. Les sociétés de gestion d'actifs, dont les portefeuilles se sont rapidement étoffés ces dernières années, constituent désormais une importante source de crédit. Cette évolution, conjuguée à une forte concentration dans le secteur, peut influencer sur la dynamique du marché obligataire, non sans répercussions sur le coût et la disponibilité des financements accordés aux entreprises et aux ménages.

Le présent chapitre comporte trois parties. La première section traite des résultats du secteur financier sur l'année écoulée. La deuxième est axée sur les changements structurels qui contribuent à transformer les modèles opérationnels du secteur financier. Quant à la troisième, elle porte sur les défis à relever à court terme par les établissements, à savoir, pour certains, la gestion des pertes sur les actifs dépréciés et, pour d'autres, le renforcement de leur dispositif de défense dans l'optique d'un éventuel retournement du cycle financier.

Aperçu général des tendances de l'évolution récente

Dans l'ensemble, le secteur financier est en voie de surmonter la crise et de s'adapter au nouvel environnement économique et réglementaire. Les banques renforcent leurs fonds propres plus rapidement que prévu et leur rentabilité s'améliore. Dans

Les fonds propres CET1 des banques ont augmenté en proportion des actifs pondérés des risques

Ratios Bâle III, pleine application, en %

Tableau VI.1

	2009	2011		2012		2013
	31 déc.	30 juin	31 déc.	30 juin	31 déc.	30 juin
Grandes banques d'envergure internationale	5,7	7,1	7,7	8,5	9,2	9,5
Autres banques	7,8	8,8	8,7	8,8	9,4	9,5

Source : Comité de Bâle sur le contrôle bancaire.

certains pays, cependant, les problèmes liés à la qualité des actifs et aux bénéfices persistent. La situation est comparable dans le secteur de l'assurance. Elle se caractérise par une croissance généralement vigoureuse des primes, mais un rendement des fonds propres inégal d'un pays à l'autre.

Secteur bancaire

Les tendances qui se dégagent sont un renforcement des fonds propres et une réduction des actifs pondérés des risques (RWA, *risk-weighted assets*). Les banques ont déjà bien renforcé leurs fonds propres, essentiellement grâce aux bénéfices non distribués, soutenus par un retour de la rentabilité. Les progrès n'ont pas été uniformes cependant, et certaines banques (notamment en Europe) restent confrontées à des difficultés. La réduction des actifs pondérés des risques résulte, dans certains cas, d'une réelle contraction du bilan mais, dans bien d'autres cas, d'une baisse de la pondération moyenne des risques. Compte tenu de l'optimisme excessif dont les banques ont fait preuve, par le passé, en matière de déclaration des risques, ce dernier facteur laisse craindre des vulnérabilités latentes.

Ratios de fonds propres

Les banques du monde entier ont continué de renforcer leur ratio de fonds propres. Pour l'heure, les progrès accomplis par l'ensemble du secteur dépasse le rythme minimal défini par les dispositions transitoires de Bâle III (encadré VI.A). Au cours de l'année écoulée jusqu'à mi-2013, les grandes banques d'envergure internationale ont porté leur ratio moyen de fonds propres CET1 (actions ordinaires et assimilées) de 8,5 % à 9,5 % des actifs pondérés des risques (tableau VI.1). Ce ratio moyen a dépassé, six ans plus tôt que prévu et avec une marge confortable, le seuil fixé à 7 % (CET1 + volant de conservation) pour 2019. Des banques plus petites, d'envergure régionale, ont atteint le même ratio de fonds propres moyen, en partant toutefois d'un niveau plus élevé (8,8 %). Il importe de noter que ces ratios reflètent les définitions plus restrictives des fonds propres éligibles qui sont progressivement mises en œuvre et n'entreront pleinement en vigueur qu'en 2022.

Par ailleurs, les progrès sont aussi notables en ce qui concerne la réduction des déficits de fonds propres des banques les moins avancées. À la mi-2013, ce déficit se montait à €85,2 milliards, soit €59,6 milliards de moins qu'au début de la même année. Ce progrès était essentiellement attribuable aux gains réalisés par les grands groupes d'envergure internationale, qui ont pratiquement divisé par deux leur déficit de fonds propres. Au contraire, le déficit des banques plus petites a légèrement augmenté, mais il reste inférieur à la moitié du déficit qu'accusent les

Réforme réglementaire – nouveaux volets et mise en œuvre

Pour réduire le plus possible les coûts de transition, la mise en œuvre des nouvelles normes de fonds propres est étalée sur plusieurs années (tableau VI.A). Le ratio minimal du total des fonds propres rapporté aux actifs pondérés des risques (RWA, *risk-weighted assets*), fixé à 8 %, est déjà en vigueur, mais les ratios qui se fondent sur des fonds propres de plus grande qualité – actions ordinaires et assimilées de T1 (CET1) et fonds propres de base (T1) – atteindront leurs nouveaux niveaux, plus élevés, en 2015. Le nouveau volant de conservation des fonds propres et l'exigence supplémentaire de fonds propres applicable aux établissements bancaires d'importance systémique mondiale (EBIS^{m2}), tous deux définis en termes de CET1/RWA, auront force exécutoire en 2019.

Calendrier d'instauration progressive de Bâle III¹

Tableau VI.A

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
CET1/RWA						
Minimum	4,0	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Plus volants:						
conservation des fonds propres			0,625	1,25	1,875	2,5
EBIS ^{m2}			0,625	1,25	1,875	2,5
Tier 1						
Minimum (T1/RWA)	5,5	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0
Ratio de levier (T1/mesure de l'exposition)	Observation	Publication			Intégration au premier pilier	

¹ Valeurs en gras : pleine application de chaque norme de Bâle III (ratio de fonds propres). Les définitions correspondantes des fonds propres éligibles deviendront pleinement effectives en 2022. ² Désigne le niveau maximal du volant, le cas échéant.

Pendant l'année écoulée, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a progressé sur deux volets essentiels du programme de réforme réglementaire postérieur à la crise. Le premier volet a trait aux normes minimales de liquidité. Le ratio de liquidité à court terme (LCR, *Liquidity Coverage Ratio*) a été publié en janvier 2013, et la définition précise des actifs liquides de haute qualité (HQLA, *High Quality Liquid Assets*) a été finalisée un an plus tard. La nouvelle définition fait une plus grande place aux engagements confirmés de liquidité des banques centrales. L'inclusion de ces engagements dans le calcul du LCR est autorisée pour l'ensemble des juridictions, sous réserve d'un ensemble de conditions et de restrictions. Les restrictions sont destinées à limiter le recours aux engagements confirmés de liquidité en temps normal et à encourager les banques à se prémunir elles-mêmes contre les chocs de liquidité, mais elles peuvent être assouplies en périodes de tensions, car celles-ci sont susceptibles de s'accompagner d'une pénurie de HQLA. Par ailleurs, le Comité a sollicité des commentaires sur le ratio structurel de liquidité à long terme (NSFR, *Net Stable Funding Ratio*), la seconde norme de liquidité.

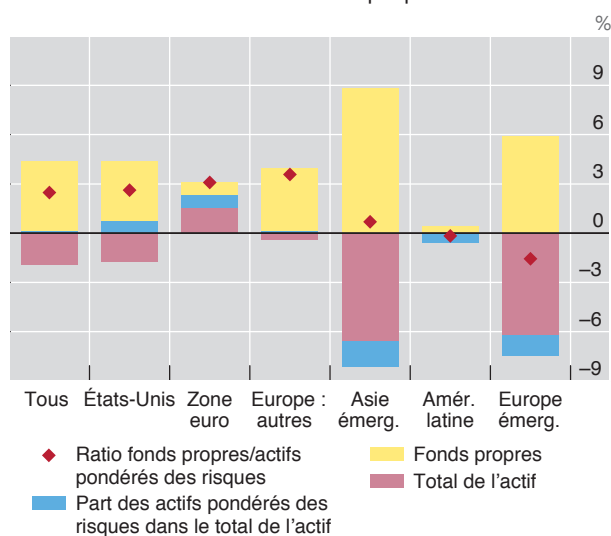
Le second volet, qui a été finalisé en janvier 2014, est la définition du dénominateur du ratio de levier Bâle III, un ratio simple qui rapporte les fonds propres d'un établissement bancaire à son encours total et qui complète les exigences de fonds propres fondées sur les risques. La mesure de l'exposition représente un progrès à deux titres. Premièrement, elle est universelle : elle réduit les écarts dans la façon dont différentes normes comptables appréhendent les expositions hors bilan, dont les dérivés. Sa définition s'aligne sur une pratique réglementaire établie qui est très comparable entre juridictions. Deuxièmement, la mesure est complète, car elle reflète correctement les sources de levier financier, au bilan et hors bilan. Il en résulte des exigences de fonds propres plus contraignantes par unité d'exposition, que les exigences implicites dans les ratios de levier déjà en place dans certaines juridictions. D'après les observations préliminaires, la mesure de l'exposition est, en moyenne, environ 15 à 20 % plus élevée que la mesure correspondante du total des actifs. À compter de 2015, les banques seront tenues de publier ce ratio, qui sera intégré aux exigences du premier pilier d'ici 2018, après un dernier calibrage.

L'accumulation de fonds propres renforce les ratios réglementaires des banques¹

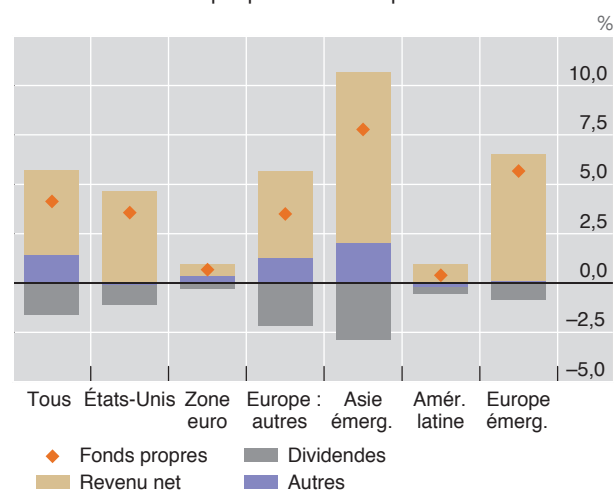
Variation entre fin 2009 et fin 2013

Graphique VI.1

Déterminants des ratios de fonds propres



Sources des fonds propres des banques



¹ Le graphique décompose la variation du ratio actions ordinaires/actifs pondérés des risques (cadre de gauche) et la variation en pourcentage des fonds propres de base (cadre de droite). Losanges : variation globale. La contribution d'une composante donnée est représentée par la hauteur du segment correspondant. Une contribution négative indique que la composante a un effet à la baisse. Tous les chiffres sont des moyennes pondérées sur la base du total de l'actif à fin 2013.

Sources : B. Cohen et M. Scatigna, *Banks and capital requirements: channels of adjustment*, BIS Working Papers, n° 443, mars 2014 ; Bankscope ; Bloomberg.

grandes banques. À titre de comparaison, les banques, toutes tailles confondues, ont enregistré en 2013 un bénéfice annuel cumulé (après impôt et avant affectation du résultat) de €482 milliards, soit plus de quatre fois leur déficit de fonds propres.

C'est l'accumulation de fonds propres qui a le plus renforcé les ratios réglementaires des banques. Le graphique VI.1 (cadre de gauche) décompose, à partir des données des états financiers publiés, les variations des ratios actions ordinaires/actifs pondérés des risques. L'augmentation des fonds propres éligibles (cadre de gauche, segments jaunes) représente la fraction la plus importante de cette variation, surtout pour les banques situées dans les économies émergentes et pour les établissements d'importance systémique (non représentés ici).

Les bénéfices non distribués ont joué un rôle décisif dans l'augmentation des fonds propres (graphique VI.1, cadre de droite). Dans l'ensemble, ils représentent 2,8 points de pourcentage sur les 4,1 points de hausse enregistrés par le ratio fonds propres/actifs pondérés des risques entre 2009 et 2013. De même, le ratio de bénéfices distribués sous forme de dividendes a diminué de près de 13 points pour s'inscrire à 33 %. Dans les économies avancées, il s'est réduit de plus de 12 points. Aux États-Unis, la baisse du ratio de distribution des dividendes s'inscrit en contraste avec le comportement des agences fédérales de refinancement hypothécaire, les principaux souscripteurs de prêts hypothécaires. Sous contrôle de l'État, ces établissements ont versé leurs bénéfices au Trésor américain ; leurs volants de fonds propres sont donc restés minces.

Les bénéfices ayant largement contribué au renforcement des fonds propres des banques, leur stabilité sera essentielle à la résilience du secteur à court terme. En moyenne, les bénéfices ont encore regagné du terrain par rapport aux creux

Rentabilité des grandes banques

En % du total de l'actif¹

Tableau VI.2

Pays ²	Résultat avant impôt			Marge d'intérêt nette			Provisions pour pertes sur prêts			Charges d'exploitation ³		
	2000-2007	2008-2012	2013	2000-2007	2008-2012	2013	2000-2007	2008-2012	2013	2000-2007	2008-2012	2013
Allemagne (4)	0,26	0,06	0,10	0,68	0,81	0,99	0,18	0,16	0,18	1,38	1,15	1,55
Australie (4)	1,58	1,09	1,28	1,96	1,81	1,79	0,19	0,30	0,17	1,99	1,20	1,11
Canada (6)	1,03	0,85	1,06	1,74	1,58	1,65	0,24	0,25	0,17	2,73	1,85	1,78
Espagne (3)	1,29	0,77	0,50	2,04	2,32	2,32	0,37	0,94	0,96	2,29	1,61	1,75
États-Unis (9)	1,74	0,53	1,24	2,71	2,49	2,32	0,45	1,06	0,21	3,58	3,01	3,03
France (4)	0,66	0,27	0,32	0,81	0,95	0,92	0,13	0,24	0,21	1,60	1,09	1,16
Italie (3)	0,83	-0,04	-1,22	1,69	1,82	1,58	0,40	0,67	1,43	2,27	1,79	1,84
Japon (5)	0,21	0,40	0,68	1,03	0,89	0,77	0,56	0,19	0,02	0,99 ⁴	0,73 ⁴	0,60 ⁴
Royaume-Uni (6)	1,09	0,19	0,23	1,75	1,12	1,12	0,31	0,54	0,36	2,02	1,27	1,55
Suède (4)	0,92	0,58	0,77	1,25	0,93	0,98	0,05	0,16	0,08	1,34	0,87	0,84
Suisse (3)	0,52	-0,03	0,36	0,64	0,54	0,61	0,05	0,05	0,01	2,39	1,86	1,90
Brésil (3)	2,23	1,58	1,62	6,56	4,71	3,55	1,24	1,43	1,07	6,21	3,69	3,28
Chine (4) ⁵	1,62	1,61	1,86	2,74	2,34	2,38	0,31	0,29	0,25	1,12	1,02	1,01
Inde (3) ⁶	1,26	1,37	1,41	2,67	2,46	2,82	0,88	0,50	0,57	2,48	2,47	2,36
Russie (3)	3,03	1,64	2,04	4,86	4,56	4,15	0,87	1,59	0,80	4,95	2,73	2,68

¹ Périodes pluriannuelles : moyennes arithmétiques. ² Entre parenthèses : nombre de banques de l'échantillon 2013. ³ Frais de personnel et autres coûts opérationnels. ⁴ Hors frais de personnel. ⁵ Données à partir de 2007. ⁶ Données à partir de 2002.

Sources : Bankscope ; calculs BRI.

observés pendant la crise, mais la reprise est restée inégale entre les pays (tableau VI.2).

Hors zone euro, le bénéfice avant impôt des banques a progressé l'an dernier, mais il est demeuré généralement inférieur aux niveaux d'avant la crise. Les marges sur taux d'intérêt n'ont pas joué un rôle aussi important que les années précédentes. Elles sont restées essentiellement stables dans l'ensemble des pays et ont même diminué dans certains cas (aux États-Unis, par exemple). La baisse du coût du crédit a été le principal facteur à l'œuvre. Les provisions pour créances irrécouvrables diminuent dans la plupart des pays, sous l'effet de la reprise économique et des progrès réalisés en matière de comptabilisation des pertes.

Dans la zone euro, la situation a été sensiblement différente. Les bénéfices sont restés modestes. Les tensions sur la dette souveraine ont continué de dégrader la qualité des actifs, et la stagnation de l'économie a comprimé les recettes. Comme en atteste la récente montée en flèche du taux de passation par profits et pertes, les banques redoublent d'efforts pour assainir leurs bilans dégradés, dans la perspective de l'examen de la qualité de leurs actifs qui aura lieu dans le courant de l'année.

La récente évolution du secteur bancaire chinois illustre les avantages de la non-distribution des bénéfices pour constituer un volant de sécurité destiné à absorber les pertes potentielles. Sous l'effet du ralentissement de la croissance économique en Chine, les emprunteurs se sont trouvés en proie à des difficultés

financières, et le volume de créances dépréciées a fortement augmenté. Cependant, en puisant dans leurs réserves, les cinq premières banques chinoises ont pu, en 2013, absorber des pertes de crédit deux fois plus importantes qu'un an plus tôt, afficher de solides bénéfices et présenter des ratios de fonds propres élevés.

L'activité de banque d'affaires a produit des résultats contrastés. Les recettes tirées des activités de conseil en fusions-acquisitions et de placement de titres ont augmenté, grâce au volume soutenu d'émissions d'obligations d'entreprise. En revanche, les transactions sur le marché secondaire de produits à revenu fixe et de produits de base ont inscrit un repli qui a tiré les recettes à la baisse et qui, conjugué à une orientation plus rigoureuse des autorités de contrôle, a obligé plusieurs intervenants importants à freiner leur activité de négoce. Le risque juridique a également joué un rôle. L'intensification des enquêtes officielles sur la manipulation des taux de référence du marché a abouti à l'imposition de très lourdes amendes ces dernières années.

Actifs pondérés des risques

Le deuxième facteur qui a contribué à l'amélioration des ratios de fonds propres des banques a été la réduction du dénominateur : les actifs pondérés des risques (graphique VI.1, cadre de gauche). Une telle réduction peut être due à la contraction du total de l'actif (segments magenta) ou à un recul des actifs pondérés des risques par rapport au total de l'actif (segments bleus). La plupart des banques ont augmenté leur actif total mais ont abaissé la pondération moyenne de leur portefeuille d'actifs. Dans les économies avancées, la contraction des actifs pondérés des risques par rapport au total de l'actif a contribué à hauteur de 0,7 point de pourcentage à la hausse moyenne des ratios de fonds propres des banques, qui s'est chiffrée à 3 points. Les banques de la zone euro ont fait exception, puisque c'est la contraction de leurs bilans qui a contribué à la hausse de leurs ratios de fonds propres.

De fait, la pondération moyenne des portefeuilles des banques diminue depuis 2007. En 2013, malgré la Grande Récession et la lenteur de la reprise, le ratio RWA/total de l'actif était inférieur d'environ 20 % à son niveau de 2007. Selon certains analystes, l'explication ne réside pas seulement dans une véritable réduction du degré de risque des actifs ; les banques auraient révisé leurs modèles de risque de façon à abaisser leurs niveaux de fonds propres requis, en sous-estimant le risque et en présentant une valorisation optimiste des actifs. Ce phénomène est peut-être l'une des causes de la décote persistante sur le cours des actions des banques par rapport à la valeur comptable de leurs fonds propres (graphique VI.8, cadre de gauche). Cette préoccupation a été exacerbée par le constat que les pondérations de risque pour des actifs similaires variaient considérablement d'une banque à l'autre.

Les observateurs de marché et les études prudentielles font état d'une dispersion des actifs pondérés des risques déclarés qui est difficile à justifier au regard des expositions sous-jacentes. Une telle dispersion est généralement plus élevée pour les positions relativement complexes. Une analyse fine des portefeuilles de prêts et de négociation des banques montre que la cause réside dans les différences de pratiques prudentielles, mais aussi dans les choix opérés par les différentes banques¹. Ces pratiques résultent de l'exercice des options prévues par

¹ Comité de Bâle, *Regulatory Consistency Assessment Programme – second report on risk-weighted assets for market risk in the trading book*, décembre 2013 ; et Comité de Bâle, *Regulatory consistency assessment programme – analysis of risk-weighted assets for credit risk in the banking book*, juillet 2013.

Traitement réglementaire des expositions souveraines des banques

La sensibilité au risque est au cœur du dispositif sur les fonds propres. Bâle II et Bâle III fixent des exigences minimales de fonds propres proportionnelles au risque de crédit lié à l'ensemble des expositions. La sensibilité au risque concerne aussi les expositions souveraines.

L'approche fondée sur les notations internes (NI) est la plus adaptée aux banques d'envergure internationale^①. Elle exige de procéder à une *différenciation pertinente* du risque et impose aux banques d'évaluer le risque de crédit des différents emprunteurs souverains au moyen d'une échelle d'évaluation fine. Le dispositif de Bâle part du principe que les banques appliquent l'approche NI à l'ensemble du groupe bancaire et à toutes les catégories d'actifs. Il prévoit cependant que les autorités de contrôle nationales peuvent autoriser les banques à déployer progressivement cette approche à l'intérieur du groupe et, sous réserve que les expositions ne soient pas significatives en termes de taille et de risque, à continuer d'appliquer indéfiniment à certaines expositions l'approche standard fondée sur les notations externes.

L'approche standard attribue généralement une pondération du risque positive à tous les émetteurs hormis les signatures de la meilleure qualité (AAA à AA). Par exemple, elle attribue une pondération de 20 % aux emprunteurs notés A, et une pondération de 100 % aux emprunteurs notés B. Cela étant, les autorités de contrôle nationales peuvent, à leur discrétion, fixer une pondération plus faible, dès lors que les expositions sont libellées et financées dans la monnaie de l'État correspondant. Pour cette raison, les pondérations du risque appliquées à de telles expositions varient considérablement entre les grandes banques internationales, y compris les banques d'importance systémique mondiale. En fait, ces écarts des pondérations du risque souverain d'une banque à l'autre sont une cause importante de variabilité dans le calcul du total des actifs pondérés du risque.

Les données sur les évaluations du risque effectuées par les différentes banques ne sont généralement pas accessibles au-delà du cercle des autorités de contrôle. Une exception notable est la très bonne initiative de l'Autorité bancaire européenne visant à rendre publiques les informations sur les pondérations de risque et le total des expositions des grandes banques européennes aux différentes catégories d'actifs. Ces informations révèlent l'existence d'une multitude de pratiques et une tendance générale à attribuer une pondération plus faible aux expositions sur la dette souveraine du pays d'origine.

Dans l'ensemble, les banques attribuent une pondération du risque nulle à plus de la moitié des titres de dette souveraine qu'elles détiennent. C'est le cas en particulier pour les portefeuilles relevant de l'approche standard, qui recouvrent la majeure partie des expositions souveraines des banques, mais aussi pour certains portefeuilles relevant de l'approche NI. Fait intéressant, la propension à utiliser l'approche standard, potentiellement plus accommodante, n'est pas liée à la capitalisation de la banque mais augmente avec le niveau de risque perçu que présente l'emprunteur. Ainsi, la grande majorité des expositions sur les emprunteurs souverains de la périphérie de la zone euro sont généralement soumises à l'approche standard, et bénéficient dès lors d'une pondération nulle. Cela vaut notamment pour les banques dont les expositions souveraines représentent plus de 10 % des fonds propres.

Les banques attribuent à la dette souveraine de leur propre pays une pondération du risque considérablement plus basse que celle que lui affectent les banques des autres pays. Ce biais en faveur du pays d'origine est particulièrement prononcé dans le cas des banques portugaises, espagnoles et irlandaises et, à un degré moindre, des banques françaises, britanniques et autrichiennes.

^① Pour de plus amples informations, voir « Traitement du risque souverain dans le dispositif de Bâle sur les fonds propres », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2013, pp. 13–14.

l'accord de Bâle, mais aussi, dans certains cas, d'une mise en œuvre non conforme du dispositif. On peut citer en exemple la mise en œuvre de planchers de fonds propres et un recours partiel à l'approche standard (non fondée sur un modèle) – par exemple pour les expositions au risque souverain (encadré VI.B). Les estimations de risque établies à partir de modèles internes qui reposent sur de petits échantillons de données historiques et les grands écarts de valorisation des positions de négociation sont des facteurs qui contribuent à cette dispersion des actifs pondérés des risques. L'effet conjugué de ces diverses pratiques indique l'existence de divergences dans l'évaluation des risques et, partant, dans les ratios réglementaires.

Quelle réponse les autorités doivent-elles apporter à la nécessité d'améliorer la fiabilité et la comparabilité des actifs pondérés des risques (chapitre V du Rapport annuel de l'an passé) ? L'approche fondée sur les notations internes (NI) devrait demeurer l'un des piliers du dispositif réglementaire de fonds propres. Elle assure en effet un lien essentiel avec le processus de prise de décision des banques et permet une diversité naturelle et salutaire des évaluations du risque entre les banques. Il s'avère toutefois nécessaire de rendre plus objective la mesure des risques sous-jacents et de renforcer la protection qu'offrent les dispositifs de supervision. D'une part, l'instauration du ratio de levier Bâle III offre un filet de sécurité face à l'optimisme excessif de l'évaluation des risques, ainsi qu'une appréciation différente de la solvabilité d'une banque. D'autre part, les travaux en cours pour comprendre les causes de la variabilité indésirable des actifs pondérés des risques mettent en évidence la nécessité d'un processus rigoureux de validation des modèles des banques par les autorités de contrôle ainsi qu'un besoin d'amélioration de la concordance entre les pays à cet égard. D'autres mesures, comme des contraintes plus exigeantes en matière d'hypothèses de modélisation ou une obligation renforcée de publicité au sujet de ces hypothèses, peuvent aussi améliorer la comparabilité des actifs pondérés des risques. Elles seraient préférables à l'imposition d'un modèle réglementaire uniforme, tel qu'une échelle unique de pondérations, qui pourrait encourager les comportements grégaires et la concentration des risques.

Secteur de l'assurance

Tout comme les banques, les compagnies d'assurance se remettent des effets de la crise. La crise a touché le cœur même de l'activité de ces entreprises, provoquant une chute de la valeur de leurs investissements et un ralentissement de la croissance des primes. Les souscripteurs de dérivés de crédit ont accusé des pertes, eux aussi. Le redressement des primes et des fonds propres diffère quelque peu entre les segments vie et non-vie et reflète la composition initiale des actifs.

Les entreprises d'assurance multirisques ont absorbé la baisse de la valeur des actifs induite par la crise grâce à leurs amples volants de fonds propres. À présent, elles reconstituent ces volants grâce aux primes d'assurance, qui se sont redressées sur la plupart des marchés ces deux dernières années (tableau VI.3). La rentabilité technique, mesurée par le ratio combiné – somme des pertes de souscription, des dépenses et des dividendes des assurés, divisée par le revenu des primes – progresse également, malgré des poussées occasionnelles du volume des indemnités résultant des catastrophes naturelles. Le secteur de la réassurance a renforcé sa capitalisation et fait appel à de nouvelles sources de capital. Le marché des obligations catastrophe, durement touché dans le sillage immédiat de la crise, s'est redressé après 2010, et les émissions sont en hausse. Dans les économies de marché émergentes, les primes d'assurance ont poursuivi leur ascension, favorisées dans de nombreux pays par une économie en expansion, et l'écart très important avec les marchés plus développés, en matière de pénétration des produits, est en passe d'être comblé.

La reprise dans le segment de l'assurance vie a été moins soutenue que dans le segment multirisques. Les entreprises d'assurance vie ont connu un autre revers pendant la crise en raison des pertes résultant de garanties intégrées dans les contrats d'assurance, conjuguées à une hausse de la valorisation des passifs induite par la baisse des taux d'intérêt. Si le revenu des primes remonte après avoir chuté durant la crise, sa croissance reste inférieure à la hausse des prestations et des rachats.

L'augmentation des primes a contrebalancé le bas niveau de rendement des portefeuilles des investisseurs. Les faibles rendements qui caractérisent les

Rentabilité du secteur de l'assurance

En % du total de l'actif

Tableau VI.3

	Non-vie						Vie					
	Croissance des primes			Rendement de l'investissement			Croissance des primes			Rendement de l'investissement		
	2008	2010	2013	2008	2010	2013	2008	2010	2013	2008	2010	2013
Allemagne	1,0	-3,4	3,9	4,0	3,3	2,9	1,0	7,1	1,0 ¹	1,3	4,6	5,4
Australie	4,5	5,1	7,1	7,4	6,7	5,0	-11,1	2,4	12,1
États-Unis	-0,6	-0,5	4,4	4,3	3,6	3,2	2,4	13,6	4,3	11,9	13,8	7,6
France	2,0	4,4	2,3	2,7	2,8	2,1	-8,5	5,0	-5,5 ¹	-1,1	7,4	5,1
Japon	-4,1	-0,1	2,8	1,3	1,0	1,0	2,8	3,8	2,2
Pays-Bas	8,4	4,5	1,3 ¹	4,0	3,4	2,9 ¹	-0,1	-11,5	-13,4 ¹	-2,0	0,7	6,5
Royaume-Uni	8,7	0,9	-2,0	6,2	3,7	3,1	-29,2	-4,7	5,2

¹ Chiffres de 2012.

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

obligations de haute qualité, une catégorie d'actif essentielle pour les assureurs, continue de grever le produit des placements. Le rendement des fonds propres est sorti du creux de la crise mais reste inférieur à sa moyenne historique. Des perspectives de croissance moroses et les maigres rendements d'autres catégories d'actifs ont incité les assureurs à se mettre en quête de rendement, et ont alimenté ainsi la demande de titres à risque (chapitre II).

Les changements apportés au dispositif réglementaire ont durci les exigences de fonds propres pour les assureurs et imposé des contraintes plus strictes sur la valorisation des actifs et passifs à long terme. Cette évolution devrait accroître la résilience du secteur. Elle pourrait aussi aiguïser l'appétit des assureurs pour les titres à revenu fixe assortis de flux de trésorerie réguliers, et notamment les obligations d'entreprise.

Les compagnies d'assurance, d'assurance vie surtout, sont exposées au risque de taux d'intérêt. L'offre limitée d'actifs à long terme en quête de placement amplifie ce risque en exacerbant les décalages d'échéances entre actifs et passifs. Dans ce cas, les dérivés peuvent constituer une bonne couverture, et les assureurs tireront profit des réformes des infrastructures des marchés de gré à gré, qui devraient réduire le risque de contrepartie. Mais le risque de taux d'intérêt réside aussi dans les garanties et autres éléments apparentés à des options qui sont intégrés aux produits d'assurance vie dotés de caractéristiques d'investissement. Ce risque est complexe, plus difficile à prédire et à couvrir. Dans ce cas, les volants de fonds propres constituent une meilleure ligne de défense.

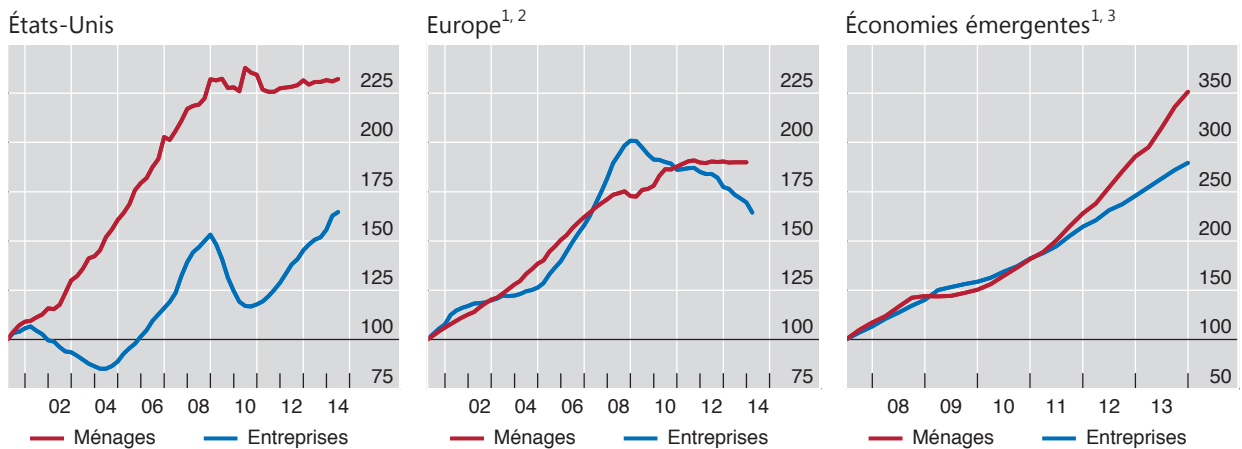
Intermédiation bancaire et de marché

La crise et ses conséquences ont mis un terme à la croissance tendancielle de l'intermédiation bancaire. Dans les économies avancées les plus touchées par la crise, les prêts bancaires aux entreprises ont perdu du terrain en faveur de l'intermédiation de marché. Dans les économies émergentes, ces deux sources de financement ont progressé, mais à un rythme plus rapide pour le financement de marché.

Prêts bancaires : des tendances divergentes

Début de période = 100, valeurs nominales

Graphique VI.2



¹ Moyennes pondérées sur la base des PIB et PPA de 2005. ² Zone euro et Royaume-Uni. ³ Argentine, Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Mexique, Pologne et Russie.

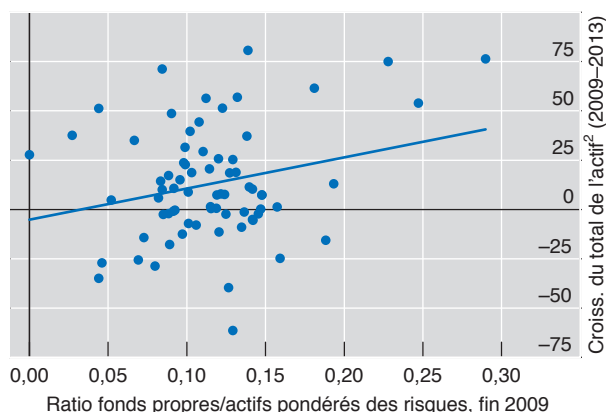
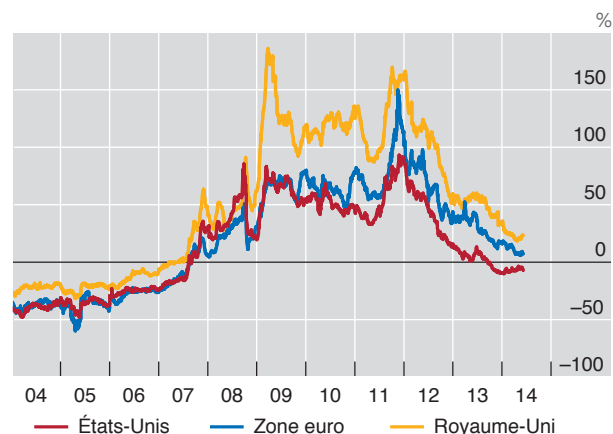
Sources : Datastream ; données nationales ; estimations BRI.

Dans le sillage immédiat de la crise, les banques situées dans les économies les plus durement touchées ont renoncé à leurs activités de prêt pour redresser leur bilan (graphique VI.2, cadres de gauche et du milieu). Depuis lors, les prêts de ces banques aux ménages sont restés stables, tandis que les prêts aux entreprises ont diminué, surtout en Europe. L'anémie de la demande, due au surendettement des ménages, et une faible reprise économique expliquent en partie la stagnation du crédit. Mais les caractéristiques de l'offre ont aussi joué un rôle. En effet, les banques dont le bilan est dégradé se sont montrées moins disposées à développer leurs activités (graphique VI.3, cadre de gauche).

En revanche, le crédit bancaire a connu un essor dans les économies émergentes (graphique VI.2, cadre de droite). Les prêts aux ménages ont progressé à un rythme particulièrement soutenu, en raison du bas niveau des taux d'intérêt et d'un afflux de capitaux en provenance des économies en crise.

Dans les économies avancées et émergentes, les entreprises ont de plus en plus sollicité les marchés obligataires. Elles ont trouvé des investisseurs intéressés, car, dans leur quête de rendement, les gestionnaires d'actifs offraient des financements à des taux très favorables, que les banques n'ont pas été en mesure d'égaliser. De fait, les banques doivent supporter des coûts de financement plus élevés que les entreprises elles-mêmes (graphique VI.3, cadre de droite). Ce désavantage va sans doute persister tant que la solidité des banques continuera de susciter des préoccupations (*infra*).

Par ailleurs, la quête de rendement des investisseurs a dégradé les critères d'octroi de crédit. L'activité d'émission d'instruments de qualité spéculative s'est intensifiée (chapitre II). Il peut s'agir par exemple d'obligations émises par des États de la périphérie de la zone euro ou d'instruments d'emprunt bancaire hybrides.

Fonds propres insuffisants¹Financement onéreux³

¹ Échantillon de 71 banques de 16 économies avancées. La relation positive représentée est cohérente avec l'analyse de régression présentée dans Cohen et Scatigna (2014). ² En termes de monnaie locale. ³ Écart, hors clauses optionnelles, par rapport à un sous-indice représentant les banques moins écart par rapport à un sous-indice d'entreprises non financières, divisé par ce dernier écart. Les sous-indices sont constitués d'actifs en monnaie locale.

Sources : B. Cohen et M. Scatigna, *Banks and capital requirements: channels of adjustment*, BIS Working Papers, n° 443, mars 2014 ; Bank of America Merrill Lynch ; Bankscope ; données nationales ; calculs BRI.

Ajustements structurels au sein du système financier

La crise a eu une incidence durable sur les intermédiaires financiers du monde entier. Nombre de banques, aspirant à assurer leur rentabilité, poussées par l'évolution de l'environnement réglementaire (encadré VI.A) et motivées par les signaux du marché, ont simplifié leur gamme d'activités. En parallèle, le secteur de la gestion d'actifs s'est développé pour devenir un protagoniste majeur du financement de l'investissement. Tous ces facteurs ont redessiné le paysage financier national et international.

Évolution des modèles opérationnels

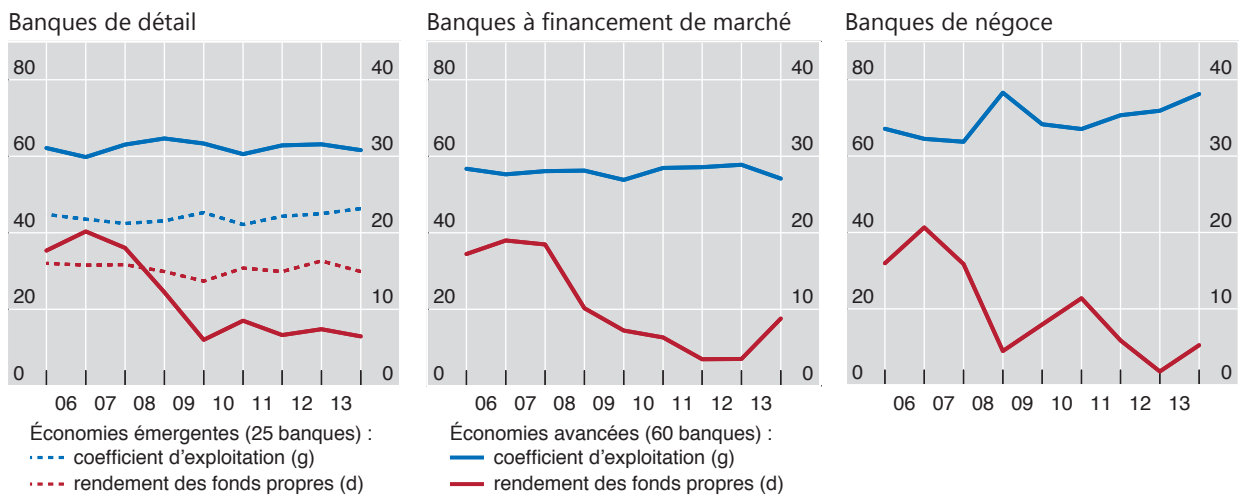
L'analyse des bilans bancaires permet d'établir que les modèles opérationnels qui caractérisent un échantillon mondial de grandes banques sont au nombre de trois². Deux d'entre eux diffèrent essentiellement en termes de sources de financement. Les banques de détail obtiennent l'essentiel de leur financement auprès des particuliers et se livrent principalement à une intermédiation classique, à savoir l'octroi de prêts. Les banques qui se financent sur le marché des capitaux (banques « à financement de marché ») détiennent elles aussi une grande partie de leurs actifs sous forme de prêts, mais leurs ressources proviennent dans une large mesure d'investisseurs institutionnels ou du refinancement interbancaire. Enfin, les banques « de négoce » sont particulièrement actives sur les marchés financiers. Les prêts représentent une petite partie de leurs actifs. Elles opèrent surtout en bourse et

² Pour une description de la méthode qui dénombre les modèles opérationnels et attribue un modèle à chaque banque de l'échantillon, voir R. Ayadi, E. Arbak et W. de Groen, *Regulation of European banks and business models: towards a new paradigm?*, Centre for European Policy Studies, 2012.

L'efficacité et la stabilité des bénéfices vont de pair

En %

Graphique VI.4



Sources : Bankscope ; estimations BRI.

proposent des services d'investissement ; elles se financent en privilégiant l'émission de titres de dette et les emprunts interbancaires.

Les performances et l'efficacité ont varié sensiblement entre modèles opérationnels ces sept dernières années (graphique VI.4). Le déclenchement de la crise a fait chuter le rendement des fonds propres (RoE) pour tous les modèles opérationnels bancaires dans les économies avancées (lignes rouges). Cela étant, si le rendement des fonds propres s'est stabilisé pour les banques de détail après 2009, il a fait l'objet de fortes fluctuations pour les banques de négoce et à financement de marché. La situation est qualitativement analogue sous l'angle du rendement des actifs, une autre mesure possible qui est généralement insensible à l'effet de levier. Malgré les résultats décevants des banques de négoce, la forte rémunération de leur personnel a systématiquement porté leur coefficient d'exploitation au-dessus de ceux affichés par le reste du secteur (lignes bleues). Les banques domiciliées dans les économies émergentes, qui avaient essentiellement adopté un modèle de détail et que la crise a largement épargnées, ont affiché des résultats stables grâce à un rapport coût/efficacité meilleur que leurs homologues des économies avancées.

Nombreuses sont les banques qui ont ajusté leur stratégie après la crise, en phase avec la performance relative des modèles opérationnels (tableau VI.4). Dans l'échantillon examiné, un tiers des établissements qui étaient, au début de la crise, en 2007, des banques à financement de marché ou de négoce (19 établissements sur 54) étaient devenus des banques de détail en 2012. Dans le même temps, rares sont les banques qui sont passées de l'activité de détail à un autre modèle opérationnel après la crise (trois sur 38), ce qui confirme l'attrait relatif qu'offre la stabilité des revenus et des sources de financement. La tendance récente contraste avec l'évolution dans le secteur bancaire avant la crise. Entre 2005 et 2007, seuls quatre établissements sur 45 étaient devenus des banques de détail. Parallèlement, la facilité d'accès au financement et le niveau élevé des bénéfices tirés des activités de négoce ont conduit un quart des établissements qui étaient des banques de détail en 2005 (13 établissements sur 47) à adopter un autre modèle en 2007.

Modèles opérationnels : regain d'intérêt pour la banque classique

Nombre de banques¹

Tableau VI.4

		Modèle opérationnel en 2007			Total
		Banque de détail	Banque à financement de marché	Banque de négoce	
Modèle opérationnel en 2005	Banque de détail	<i>34</i>	<i>10</i>	<i>3</i>	47
	Banque à financement de marché	<i>1</i>	<i>23</i>	<i>0</i>	24
	Banque de négoce	<i>3</i>	<i>1</i>	<i>17</i>	21
Total		38	34	20	92
		Modèle opérationnel en 2013			Total
		Banque de détail	Banque à financement de marché	Banque de négoce	
Modèle opérationnel en 2007	Banque de détail	<i>35</i>	<i>3</i>	<i>0</i>	38
	Banque à financement de marché	<i>14</i>	<i>18</i>	<i>2</i>	34
	Banque de négoce	<i>5</i>	<i>2</i>	<i>13</i>	20
Total		54	23	15	92

¹ Valeurs en italique : nombre de banques qui ont commencé la période en appliquant le modèle indiqué en titre de rangée et qui l'ont terminée en appliquant le modèle indiqué en titre de colonne. Sur la base d'un échantillon de 92 banques des économies avancées et émergentes.

Sources : Bankscope ; calculs BRI.

Nouvelles tendances de l'activité bancaire internationale

Un aspect essentiel des modèles opérationnels des banques d'envergure internationale a trait à l'emplacement géographique de leurs sources de financement par rapport à celui de leurs actifs (graphique VI.5, cadre de gauche). À un extrême se situent les banques allemandes et japonaises, dont les positions internationales sont essentiellement transfrontières et principalement financées dans le pays d'origine. À l'autre extrême, les banques espagnoles, canadiennes et australiennes utilisent leurs implantations à l'étranger pour se financer et accorder des prêts dans le pays d'accueil. Entre les deux, les banques belges et suisses font appel à des sources de financement diversifiées sur le plan géographique et ont d'importantes positions transfrontières, qui sont comptabilisées essentiellement dans les centres financiers internationaux, comme Londres, New York, Paris ou les Caraïbes.

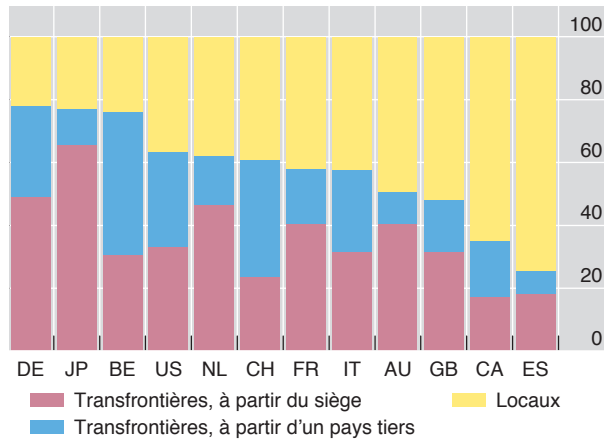
Ces cinq dernières années, l'activité bancaire internationale menée par l'intermédiaire d'implantations locales à l'étranger s'est montrée plus résiliente que les opérations transfrontières. En atteste la relation positive entre la part de l'intermédiation locale des créances étrangères au sein d'un système bancaire et l'accroissement général de ces créances (graphique VI.5, cadre de droite). Par exemple, les créances étrangères des banques australiennes se sont vivement accrues grâce au dynamisme des implantations en Nouvelle-Zélande et dans les économies émergentes d'Asie. Parallèlement, des conditions stables en Amérique latine ont permis aux banques espagnoles d'accroître leurs créances étrangères ces

Activité bancaire internationale : la géographie de l'intermédiation à son importance

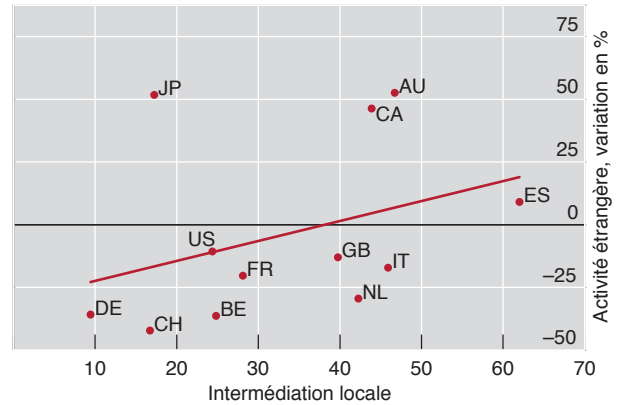
En %

Graphique VI.5

Actifs étrangers, par lieu de comptabilisation¹



Influence positive de l'intermédiation locale sur la résilience²



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

¹ À fin T4 2013. Transfrontières, à partir du siège = positions transfrontières comptabilisées par le siège de la banque prêteuse plus financement transfrontière estimé des positions nettes positives vis-à-vis des résidents du pays d'origine ; transfrontières, à partir d'un pays tiers = positions transfrontières comptabilisées hors du pays d'origine de la banque prêteuse ; locaux = positions comptabilisées au lieu de résidence de l'emprunteur. ² Intermédiation locale = $\sum_i \min\{LC_{ni}, LL_{ni}\} / FC_n$, où LC_{ni} (LL_{ni}) désigne les créances locales (engagements locaux) dans le pays i comptabilisées par des banques ayant leur siège dans le pays n . Activité étrangère = créances étrangères plus engagements étrangers. Variation de l'activité étrangère : calculée entre le trimestre T (trimestre, entre T2 2008 et T2 2009, durant lequel le degré d'activité étrangère a atteint son niveau maximal dans un système national donné) et T4 2013.

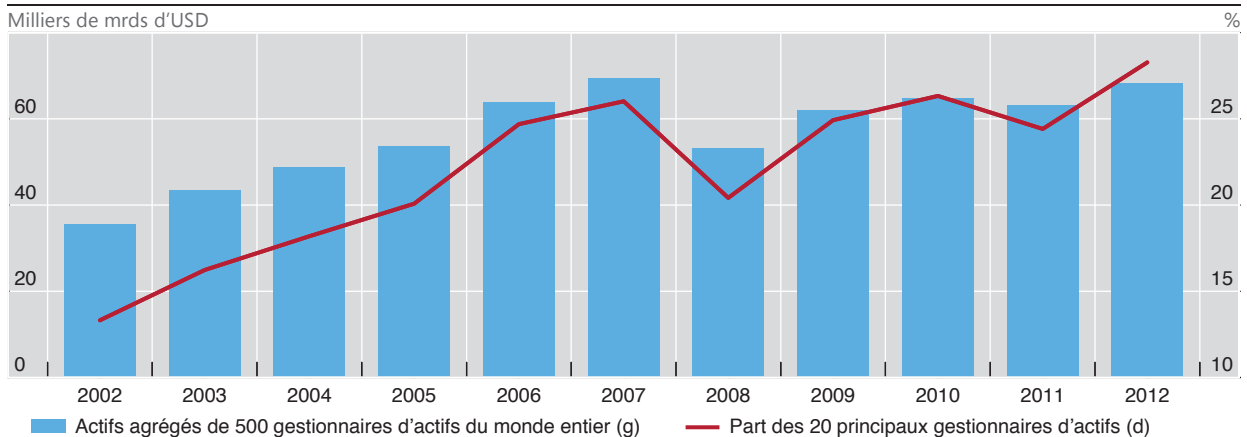
Sources : BRI, statistiques bancaires consolidées (sur la base du risque ultime et de l'emprunteur direct) et statistiques bancaires territoriales par nationalité.

cinq dernières années, malgré les pressions générales qui s'exercent sur les banques européennes pour réduire les prêts étrangers afin de préserver des fonds propres pour leur marché d'origine.

En revanche, les activités transfrontières ont connu des difficultés lorsque les liquidités se sont évaporées pendant la crise, soumettant les marchés financiers mondiaux à des tensions. Depuis lors, les prêts bancaires transfrontières enregistrent une contraction, qui explique en grande partie la baisse des créances étrangères des banques suisses et allemandes ces cinq dernières années. Dans ce contexte, la forte hausse des créances transfrontières des banques japonaises, essentiellement envers les résidents des États-Unis et des économies émergentes d'Asie, fait figure d'exception.

Montée en puissance du secteur de la gestion d'actifs

À mesure que les banques réorganisent leurs lignes de métier et se désengagent de certaines activités sur les marchés financiers, les intermédiaires de marché gagnent du terrain. L'essor du secteur de la gestion d'actifs en est l'illustration. Du fait qu'ils sont chargés d'investir de grands portefeuilles de titres, les gestionnaires d'actifs peuvent avoir un impact non négligeable sur le fonctionnement des marchés, sur la dynamique des prix des actifs et, en fin de compte, sur les coûts de financement des États, des entreprises et des ménages.



Sources : Towers Watson ; estimations BRI.

Les sociétés de gestion d'actifs gèrent des portefeuilles de titres pour le compte des investisseurs finals. Elles desservent une clientèle de détail et de gros, gérant l'épargne des ménages et l'excédent de trésorerie des petites entreprises, mais aussi de gros volumes pour des investisseurs institutionnels, comme les fonds de pension des entreprises et du secteur public, les compagnies d'assurance, les trésoreries d'entreprise et les fonds souverains.

Les modalités varient amplement sur le plan de la conception et des caractéristiques des produits, en phase avec les objectifs d'investissement fixés pour les fonds de la clientèle. Ainsi, les organismes de placement collectif en valeurs mobilières et les sociétés d'investissement à capital fixe centralisent les fonds des différents investisseurs dans de grands portefeuilles gérés collectivement. En revanche, les fonds de pension des entreprises et du secteur public peuvent placer de l'argent auprès de sociétés de gestion d'actifs sur des comptes cantonnés, gérés sous mandat selon les besoins de la clientèle. Dans la plupart des cas, les sociétés de gestion d'actifs n'exposent pas leur bilan en gérant de tels fonds. Moyennant une commission, elles offrent des économies d'échelle et de gamme grâce à un éventail de services d'expert en matière de sélection de titres, d'exécution et de choix du moment des transactions, et d'administration de portefeuille. Il existe toutefois des exceptions. Par exemple, les fonds spéculatifs gèrent activement leurs portefeuilles en suivant des stratégies d'investissement qui se caractérisent par un vif appétit pour la prise de risque et supposent un important effet de levier. Le gestionnaire d'un fonds spéculatif risque ses propres fonds et il est rémunéré au résultat. De même, une forme masquée de levier a trait aux garanties implicites de préservation des fonds propres fournies par les fonds de placement monétaire. La société de gestion d'actifs responsable de ces fonds pourrait être amenée à couvrir le manque à gagner dû à la médiocre performance d'un portefeuille. La couverture explicite ou implicite que l'organisation faîtière assure aux emprunts d'un fonds cantonné peut aussi exposer le bilan de la société de gestion d'actifs.

Le secteur de la gestion d'actifs s'est beaucoup développé ces dernières années. Si la diversité qui caractérise les profils des sociétés de gestion des actifs et leurs produits complique la mesure statistique, les estimations chiffrées néanmoins la totalité des actifs sous gestion à des dizaines de milliers de milliards de dollars (graphique VI.6). Malgré une brève contraction du volume global des portefeuilles durant la crise, due principalement à une baisse des valorisations plutôt qu'à des

Financement des investissements d'infrastructure

Des investissements d'infrastructure, bien ciblés et bien conçus, peuvent stimuler la croissance potentielle. Les économies émergentes et avancées ont besoin d'étendre ou de mettre à niveau leurs infrastructures énergétiques et de transport, qui sont cruciales. Dans de nombreux pays, les difficultés budgétaires actuelles limitent clairement les possibilités de financement public, rendant d'autant plus importante la participation du secteur privé au financement de tels projets. Pour que ce potentiel puisse se concrétiser, il doit exister un degré minimum de certitude quant à la conception et à l'exploitation des projets, ainsi qu'une panoplie diversifiée d'instruments de financement.

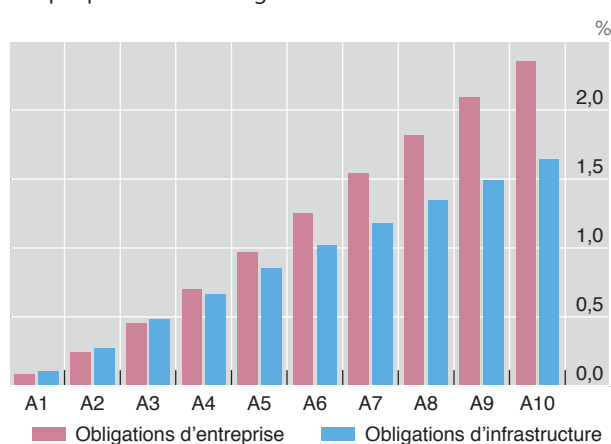
L'un des obstacles majeurs à la participation financière accrue du secteur privé est l'incertitude qui pèse sur la réserve de projets susceptibles d'être réalisés. La recevabilité d'un projet, pour les investisseurs privés, dépend souvent de la conception des contrats juridiques qui régissent la répartition des risques et des flux de trésorerie. Des contrats mal structurés peuvent entraîner des dépassements de coûts, voire se solder par un échec. Les risques politiques également pèsent lourd dans la balance. Si, par exemple, il est déjà arrivé, par le passé, que les prix que peuvent facturer les exploitants des infrastructures soient modifiés pour des raisons politiques, la perception de tels risques peut s'en trouver considérablement accrue. Les bailleurs de fonds privés consentiront à prendre en charge l'investissement que représente la mise au point de l'expertise requise, pour autant que le projet soit correctement planifié, et ne risque pas d'être annulé ou fortement modifié pendant la longue période de gestation et de construction. Dans le cas contraire, ils préféreront opter pour des catégories d'actifs moins complexes.

Un autre facteur susceptible d'attirer les investisseurs à long terme est la diversité accrue des instruments de financement. Les fonds de pension et les compagnies d'assurance peuvent être intéressés par les obligations d'infrastructure, par exemple. En effet, au cours du long cycle de vie des projets d'infrastructure, le risque de crédit associé à ces obligations tend à s'atténuer plus rapidement que celui qui pèse sur les obligations d'entreprise équivalentes (graphique VI.C, cadre de gauche)^①. Par ailleurs, les obligations d'infrastructure se caractérisent généralement par une plus grande stabilité en termes de notation et une meilleure capacité de recouvrement en cas de défaut. Les structures de placement spécialisées, comme les fonds d'infrastructure, peuvent aussi attirer de nouveaux investisseurs, à qui elles offrent des possibilités de diversification entre différents projets, secteurs et pays. Néanmoins, les prêts bancaires restent le principal mode de financement par emprunt pour les infrastructures (graphique VI.C, cadre de droite). Si les prêts présentent certains avantages pendant les phases initiales de

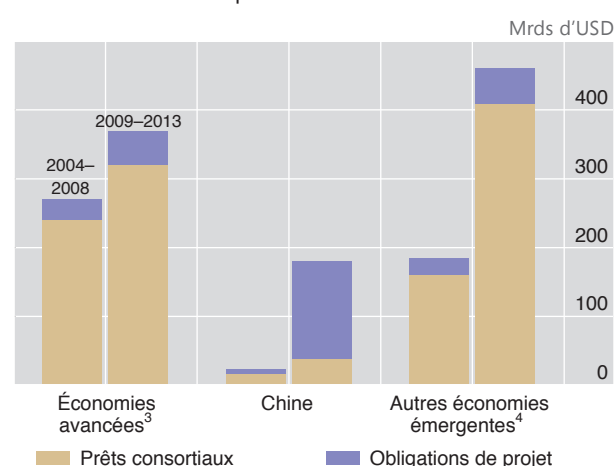
Financement des infrastructures : profils de défaut, volumes et composition

Graphique VI.C

Risque plus faible à long terme¹



Volumes en hausse après la crise²



¹ Taux de défaut cumulés des obligations de catégorie investissement. ² Émissions agrégées sur 2004-2008 et 2009-2013. Émissions en monnaie locale : converties en dollars au taux de change en vigueur à la date d'émission. ³ Australie, Canada, États-Unis, Europe occidentale et Japon. ⁴ Afrique, Amérique latine, Asie émergente hors Chine, Europe centrale et orientale, et Moyen-Orient.

Sources : Moody's Investors Service, *Infrastructure default and recovery rates 1983-2012 H1*, Special Comment, 18 décembre 2012 ; Bloomberg ; Dealogic ; calculs BRI.

construction et d'exploitation, les obligations pourraient être utilisées davantage pour les projets déjà bien engagés ou les opérations de privatisation d'infrastructures existantes. Dans les économies émergentes, leur émission est liée au développement des marchés en monnaie locale à l'intérieur du pays^②.

① Par conséquent, les obligations d'infrastructure à long terme ne sont pas nécessairement plus risquées que les obligations à court terme du même type. Voir M. Sorge, « Financement de projets : nature du risque de crédit », *Rapport trimestriel BRI*, décembre 2004, pp. 91–102. ② Pour de plus amples détails, voir T. Ehlers, F. Packer et E. Remolona, « Infrastructure and corporate bond markets in Asia », in A. Heath et M. Read (sous la direction de), *Financial Flows and Infrastructure Financing*, minutes de la conférence annuelle de la Banque de Réserve d'Australie, mars 2014.

retraits de la clientèle, les sociétés de gestion d'actifs géraient environ deux fois plus de fonds en 2012 que dix ans auparavant.

L'expansion du secteur a coïncidé avec un accroissement de la part de marché des principaux intervenants. La part des grandes sociétés de gestion d'actifs dépasse désormais le quart de la totalité des actifs sous gestion (graphique VI.6, ligne rouge). C'est en haut de l'échelle que la concentration est la plus forte, où une poignée de sociétés domine le tableau. Un grand nombre d'entre elles sont affiliées à des établissements financiers d'importance systémique ou opèrent au sein du même groupe que ce type d'établissement.

La montée en puissance du secteur de la gestion d'actifs présente à la fois des opportunités et des défis pour la stabilité financière. D'une part, le renforcement de l'intermédiation de marché peut constituer un canal de financement complémentaire au crédit bancaire pour les entreprises et les ménages (encadré VI.C). De fait, l'expansion des portefeuilles des sociétés de gestion d'actifs reflète le rééquilibrage des sources de financement de l'économie réelle au détriment des banques et en faveur des marchés (graphique VI.7). La diversité accrue des sources de financement peut être une force, dans la mesure où l'une pourrait compenser une offre insuffisante de l'autre. D'autre part, l'écheveau d'incitations et d'objectifs qui influencent le comportement des sociétés de gestion d'actifs peut nuire à la dynamique de marché et aux coûts de financement de l'économie réelle. Les gestionnaires de portefeuilles sont évalués au vu de la performance à court terme, et les recettes sont liées aux fluctuations des flux de fonds de la clientèle. Ces dispositifs de mesure peuvent exacerber la procyclicité des prix des actifs, alimenter la dynamique de marché en phase d'expansion et entraîner le brusque retrait de certaines catégories d'actifs en période de tensions.

Le mouvement de concentration observé dans le secteur peut renforcer cet effet. Une entreprise chargée de gérer d'importants portefeuilles d'actifs peut parfois, à elle seule, exercer une influence disproportionnée sur la dynamique de marché. Il en va notamment ainsi lorsque différents gestionnaires au sein de la même organisation partagent leurs travaux de recherche et idées d'investissement et que l'évaluation des risques leur est imposée. Une moindre diversité sur le marché réduit la capacité du système à gérer les tensions. Une autre préoccupation est la possibilité que les problèmes opérationnels ou juridiques d'une grande société de gestion d'actifs aient des effets systémiques disproportionnés.

Quel est le degré réel de solidité des banques ?

Les banques ont encore fort à faire pour accroître leur résilience et assurer la viabilité à long terme de leur modèle opérationnel. Afin de regagner la confiance des marchés, les établissements d'un certain nombre de pays touchés par la crise doivent assainir leur bilan en comptabilisant leurs pertes et en se recapitalisant.

Les notes des banques restent médiocres

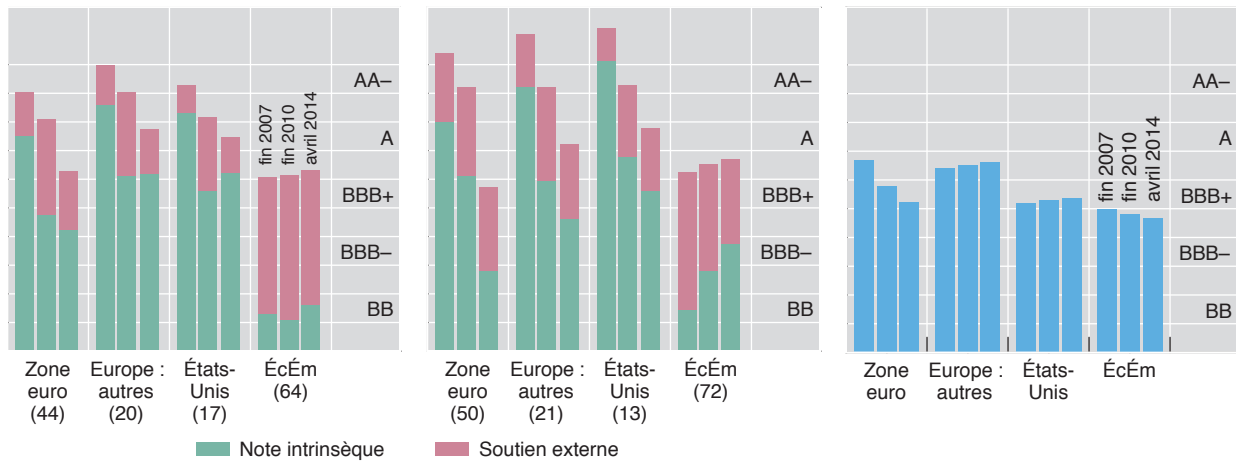
Moyennes pondérées des actifs

Graphique VI.7

Notation des banques par Fitch¹

Notation des banques par Moody's¹

Notation des entreprises non financières²



ÉcÉm = économies émergentes.

¹ Entre parenthèses : nombre de banques. ² Notation par Moody's.

Sources : Fitch Ratings ; Moody's ; calculs BRI.

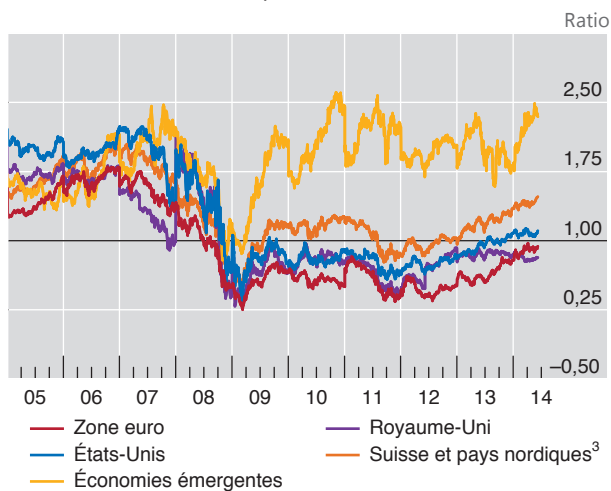
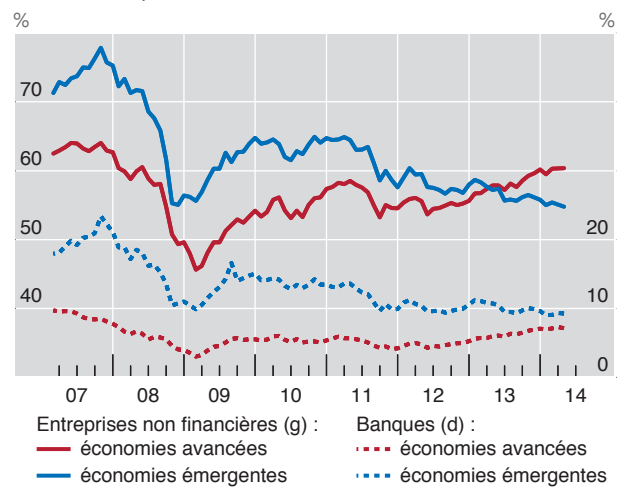
Cela réduirait leurs coûts de financement et renforcerait leur capacité d'intermédiation. Dans le même temps, les banques qui opèrent dans les pays ayant connu un récent boom financier, ou qui y sont exposées, devraient éviter une expansion excessive et veiller à disposer d'une capacité d'absorption des pertes suffisante pour faire face à un retournement du cycle financier (chapitre IV).

Redressement après la crise

Les banques qui ont subi les effets directs de la crise financière ne sont pas encore totalement remises. Même si leurs fonds propres se sont améliorés (*supra*), les analystes et les marchés restent sceptiques. Un sentiment de pessimisme pèse sur la note intrinsèque des banques (qui rend compte de la solidité financière intrinsèque et exclut les garanties explicites et implicites fournies par la société mère ou l'État d'un établissement), de même que sur leur note globale – qui est une estimation de la qualité de crédit générale. On constate également un certain scepticisme dans la valorisation des fonds propres de certaines banques et dans les primes de risque exigées par les marchés sur la dette détenue par les banques.

En avril 2014, les notes intrinsèques des banques des deux côtés de l'Atlantique se situaient plusieurs crans en deçà de leurs niveaux d'avant la crise (graphique VI.7, cadres de gauche et du milieu, segments verts). La crise a révélé que la notation de ces banques en 2007 était exagérément optimiste, ce qui a déclenché une série d'importants déclassements. Les évaluations de la solidité financière intrinsèque des banques par les grandes agences de notation ont continué de se détériorer même après 2010 et n'ont montré que récemment de timides signes d'amélioration.

Le bas niveau des notes intrinsèques et leur détérioration peuvent éroder la confiance dans le secteur bancaire. D'une part, de telles notes jettent le doute sur la propre évaluation des banques quant à l'amélioration de leur solidité financière. Elles sous-entendent aussi que les banques doivent s'en remettre davantage

Ratios cours/valeur comptable¹Ratios de capitalisation²

¹ Sur la base de 200 grandes banques. Agrégats : calculés comme la capitalisation boursière totale des établissements domiciliés dans le pays ou le groupe représenté, divisée par la valeur comptable totale des fonds propres de ces établissements. ² Capitalisation boursière des banques du groupe de pays représenté, divisée par la somme de la capitalisation boursière du groupe et de la valeur comptable des engagements du groupe ; moyennes sur les 3 mois précédents ; sur la base de l'échantillon d'entités cotées de Moody's KMV. ³ Pays nordiques : Danemark, Norvège et Suède.

Sources : Datastream ; Moody's ; calculs BRI.

qu'avant au soutien externe pour améliorer leur qualité de crédit. Mais, confrontés à leurs propres problèmes financiers ou soucieux de réduire l'exposition des contribuables aux risques du secteur financier, les États ont été moins à même de fournir un tel soutien ou moins disposés à le faire. Par conséquent, les notes globales des banques se sont détériorées autant ou davantage que les notes intrinsèques (graphique VI.7, cadres de gauche et du milieu, hauteur combinée des segments verts et rouges).

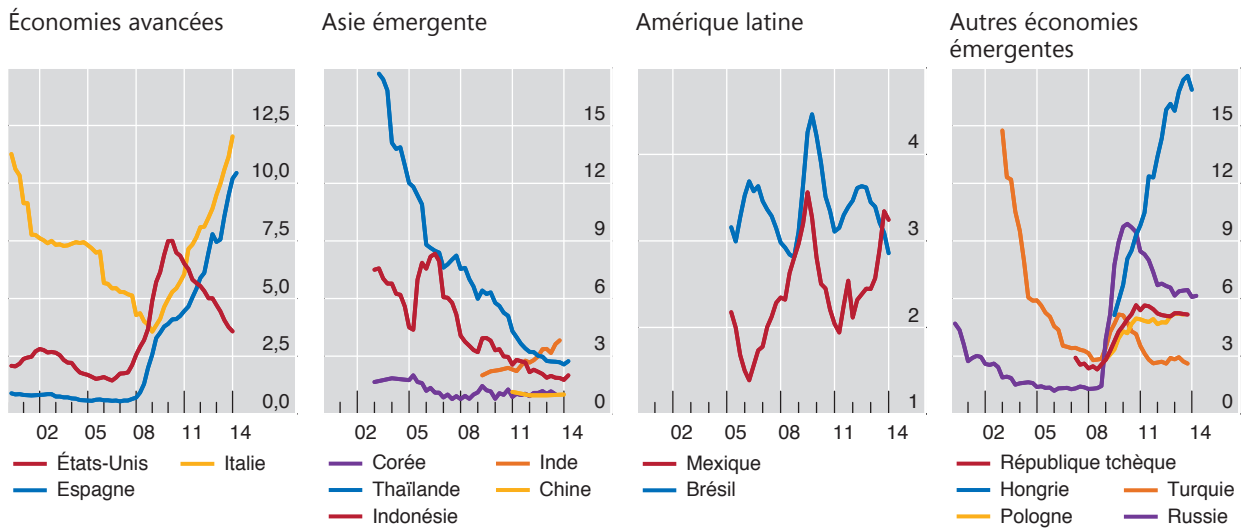
Les indicateurs fondés sur les cours observables sur les marchés de la dette et des actions révèlent aussi un certain scepticisme, surtout au sujet des banques de la zone euro et du Royaume-Uni. Compte tenu des notes de crédit des entreprises non financières (graphique VI.7, cadre de droite), ce sentiment a donné lieu à un écart positif entre le coût du financement des banques et celui que leurs clients potentiels peuvent obtenir sur le marché (graphique VI.3, cadre de droite). Ajouté à la lente reprise de l'interbancaire et du marché des pensions, ce phénomène a fragilisé l'avantage des banques en matière de coût, ce qui leur a fait perdre du terrain au profit de l'intermédiation de marché. Parallèlement, les ratios cours/valeur comptable des banques de la zone euro et du Royaume-Uni sont restés constamment inférieurs à un, et se sont ainsi inscrits en contraste avec ceux des banques des États-Unis qui, elles, semblent avoir regagné la confiance des marchés (graphique VI.8, cadre de gauche).

Malgré les efforts que les banques ont déployés pour lever des capitaux après la crise, des doutes subsistent quant à la qualité de certains bilans. Le renforcement des fonds propres a favorisé une orientation à la hausse de la capitalisation de marché des banques, en termes tant absolus que relatifs par rapport à la valeur comptable des engagements (graphique VI.8, cadre de droite). Toutefois, la capacité des fonds propres d'absorber les pertes futures est gravement compromise par les pertes non comptabilisées sur les actifs dépréciés, lesquelles faussent les incitations

Les prêts improductifs suivent des trajectoires différentes

En % du total des prêts

Graphique VI.9



Les définitions varient d'un pays à l'autre.

Sources : FMI, indicateurs de solidité financière ; données nationales ; calculs BRI.

des banques, de sorte que les ressources sont consacrées au maintien à flot d'emprunteurs en difficulté au lieu de financer de nouveaux projets. Et à mesure que ces pertes se font jour, elles font monter les ratios de prêts improductifs. Dans les pays à la périphérie de la zone euro, les ratios de prêts improductifs des banques continuent d'augmenter, six ans après le pic de la crise (graphique VI.9, cadre de gauche), tandis que le volume de nouveaux prêts reste modeste. De la même manière, les banques d'Europe centrale déclarent, depuis 2008, des ratios obstinément élevés et, dans certains cas, en hausse rapide (graphique VI.9, cadre de droite).

Aux États-Unis, les prêts improductifs se sont comportés bien différemment. Après 2009, le secteur bancaire du pays a affiché une baisse continue du ratio de prêts improductifs qui, fin 2013, est tombé à moins de 4 %. Ajoutée à une croissance soutenue des actifs des banques, cette évolution montre que le secteur est en bonne voie de clore l'épisode de crise. Des tensions persistantes sur les emprunteurs hypothécaires ont cependant maintenu à plus de 7 %, en 2013, les ratios de prêts improductifs des deux principales agences fédérales de refinancement hypothécaire.

L'assainissement effectif des bilans constitue un défi important pour les politiques publiques dans la zone euro. La situation a été compliquée par une période prolongée de taux d'intérêt ultra-bas. Dans la mesure où ils favorisent de larges marges d'intérêt, les taux bas offrent un répit bien utile aux banques dont les résultats sont médiocres. Cela dit, ils réduisent aussi le coût du laxisme à l'égard des emprunteurs de fait insolvable (en les maintenant à flot afin de retarder la comptabilisation des pertes) et donc l'encouragent. L'expérience du Japon dans les années 1990 a montré que si elle se prolonge, une telle attitude non seulement déstabilise le secteur bancaire directement, mais freine aussi l'offre de crédit et conduit à sa mauvaise allocation (chapitre III). Cela démontre tout l'intérêt de l'examen de la qualité des actifs de la BCE, qui vise à accélérer l'assainissement des bilans et à ainsi servir de base à des tests de résistance crédibles.

L'objectif des tests de résistance est de restaurer et renforcer la confiance du marché dans le secteur bancaire. Mais en fin de compte, c'est la capacité des

banques à évaluer leurs propres risques qui conforterait sur la durée ce sentiment de confiance. D'où l'importance des initiatives destinées à promouvoir des systèmes de mesure du risque transparents, fiables et harmonisés au niveau international, ainsi qu'une meilleure communication financière.

Stade avancé d'un boom financier

Dans les pays où le boom financier est récent, les banques peuvent être plus faibles qu'il n'y paraît. Cette préoccupation s'applique essentiellement aux établissements exposés aux économies émergentes dans lesquelles des perspectives de crédit jugées favorables et des anticipations de bénéfices soutenus reposent sur une expansion instable induite par l'effet de levier. Une préoccupation similaire s'applique aux opérations bancaires dans certaines économies avancées, comme la Suisse et les pays nordiques, où des valorisations solides (graphique VI.8, cadre de gauche) reflètent peut-être une rapide expansion du crédit et l'effervescence des prix de l'immobilier (chapitre IV).

Plusieurs indicateurs incitent à l'optimisme au sujet des banques des économies émergentes. Premièrement, les ratios de prêts improductifs des banques ayant leur siège dans certains pays d'Asie émergente et d'Amérique latine sont faibles et en recul, s'établissant à environ 3 % ou moins fin 2013 (graphique VI.9, deuxième et troisième cadres). Dans ce contexte, la hausse des ratios de prêts improductifs des banques indiennes fait figure d'exception. En outre, les notes de crédit que Fitch et Moody's attribuent aux grandes banques des économies émergentes sont restées stables dans l'ensemble et progressent même quelque peu depuis 2007 (graphique VI.7). Dans le même temps, les ratios cours/valeur comptable correspondants ont été élevés, se situant autour de 2 ces cinq dernières années (graphique VI.8, cadre de gauche).

Cela dit, il est arrivé par le passé que de tels indicateurs échouent à signaler les vulnérabilités. En raison de leur nature rétrospective, les ratios de prêts improductifs n'ont pas augmenté dans les économies avancées avant 2008, alors que la crise s'était déjà déclarée (graphique VI.9, cadre de gauche). De la même manière, les notes de crédit et les valorisations de marché avant la crise n'ont pas détecté les difficultés financières imminentes.

En revanche, les mesures de l'expansion du crédit et du rythme de l'inflation des prix immobiliers, qui ont été des indicateurs précoces fiables, tirent maintenant le signal d'alarme concernant un certain nombre d'économies émergentes (chapitre IV). Ces avertissements sont corroborés par les ratios de fonds propres, qui correspondent à la valeur de marché des fonds propres divisée par la valeur comptable des engagements (graphique VI.8, cadre de droite, lignes bleues). En raison de l'expansion des bilans tirée par l'effet de levier, ces ratios diminuent régulièrement dans l'ensemble pour les banques et les entreprises non financières dans les économies émergentes. C'est pourquoi tout événement qui suscite le scepticisme des investisseurs déprimerait les ratios de fonds propres, déjà relativement faibles, et pourrait bien mettre en péril la stabilité financière. Dans les économies émergentes, le secteur des entreprises non financières joue un rôle important parce qu'il est la principale source de risque de crédit pour les banques nationales, mais aussi parce qu'il participe depuis peu à la chaîne d'intermédiation (chapitre IV).

Signe de scepticisme croissant des investisseurs, les ratios cours/valeur comptable des banques chinoises contrastent avec ceux des banques des autres pays émergents et diminuent depuis cinq ans. Des liens explicites et implicites entre le secteur bancaire réglementé et le secteur bancaire parallèle ont alimenté ce sentiment. Selon les données nationales, le crédit non bancaire aux entreprises non

Efficacité des instruments contracycliques

Les politiques visant à corriger les facteurs de vulnérabilité macrofinanciers exigent la mise en place d'instruments efficaces à visée systémique. Ces dernières années, plusieurs juridictions ont renforcé l'orientation systémique de leur cadre prudentiel en remaniant les outils de politique macroprudentielle existants et en concevant de nouveaux afin d'atténuer les risques liés au cycle financier. De tels outils ont été incorporés dans les normes internationales. Même s'il est trop tôt pour tirer des conclusions définitives sur l'efficacité des nouveaux instruments, comme par exemple les volants de fonds propres contracycliques, l'expérience de certaines juridictions qui ont mis en œuvre ces outils peut être riche d'enseignements.

L'efficacité d'un instrument doit être évaluée à l'aune de l'objectif recherché. Les outils contracycliques poursuivent deux objectifs complémentaires : le premier est de protéger les établissements financiers des effets de cycle ; le second, plus général, consiste à maîtriser le cycle financier. Ce n'est pas parce que le premier objectif est atteint que le second le sera automatiquement, comme le confirme l'expérience des autorités qui ont utilisé les instruments contracycliques les plus connus.

Volants de fonds propres et provisions dynamiques

Un certain nombre de juridictions ont imposé une exigence de fonds propres contracyclique aux banques afin d'accroître leur résilience face à l'augmentation des risques pendant les phases d'essor du crédit. La Suisse a mis cet outil en place en 2013, en l'axant sur le marché intérieur du crédit hypothécaire. Selon les premières indications, le volant de fonds propres contracyclique est plus apte à renforcer le bilan des banques qu'à ralentir l'expansion du crédit hypothécaire ou à en influencer le coût. L'expérience de l'Espagne en matière de provisionnement dynamique conduit aux mêmes conclusions : si l'augmentation des provisions a aidé les banques espagnoles à amortir en partie l'impact de l'effondrement du marché de l'immobilier, elle n'a pas empêché la formation initiale de la bulle.

Ratios prêt/valeur et service de la dette/revenu

Ces outils sont utilisés de plus longue date dans un certain nombre de juridictions. Les données disponibles indiquent qu'ils ont permis d'améliorer la résilience des banques en renforçant celle des emprunteurs. Au vu de diverses études, un plafonnement plus strict du rapport entre le montant d'un prêt et la valeur du bien à financer est de nature à réduire la sensibilité des ménages aux chocs touchant les revenus et les prix de l'immobilier. L'impact sur le cycle du crédit est moins bien documenté, mais l'expérience montre que l'imposition de plafonds plus stricts sur les ratios prêt/valeur et dette/revenu pendant les phases expansionnistes ralentit quelque peu la croissance réelle du crédit et l'appréciation du prix des logements. Ainsi, en règle générale, l'abaissement du ratio dette/revenu maximum conduit à un ralentissement de la croissance du crédit compris entre 4 et 7 points de pourcentage l'année suivante. L'effet d'un assouplissement est en revanche plus ambigu^①.

Exigences de liquidité / exigences de réserves variables dans le temps

À l'instar de ce qui a été observé pour les exigences de fonds propres, l'impact d'un relèvement des exigences de liquidité sur la résilience des banques est dénué d'ambiguïté. Il est également attesté que les outils macroprudentiels fondés sur la liquidité peuvent améliorer sensiblement la résilience du système^②. Les données relatives à l'utilité des outils de liquidité pour modérer le cycle du crédit sont, en revanche, moins probantes. Selon certaines études qui ont évalué l'incidence d'un relèvement des exigences de réserves, il en résulte une hausse des marges sur prêt et une diminution de l'activité de prêt, mais ces effets ne sont pas durables.

^① S. Claessens, S. Ghosh et R. Mihet, « Macro-prudential policies to mitigate financial system vulnerabilities », *Journal of International Money and Finance*, à paraître ; et K. Kuttner et I. Shim, *Can non-interest rate policies stabilise housing markets? Evidence from a panel of 57 economies*, BIS Working Papers, n° 433, novembre 2013. ^② Voir l'analyse sur le ratio de liquidité à long terme qui figure dans le document *An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements*, Comité de Bâle, août 2010.

financières a été multiplié par sept entre mi-2008 et fin 2013, de sorte que sa part dans le crédit total du pays est passée de 10 à 25 %. Des fragilités qui vont de pair avec cette rapide ascension se sont manifestées sous la forme de plusieurs défauts (quasi défauts ou défauts purs et simples) dans le secteur bancaire parallèle chinois

et ont contribué à une forte réduction de l'offre de crédit au premier trimestre 2014. À en croire les analystes financiers, de telles tensions devraient avoir des répercussions sur les banques, du fait en particulier qu'elles ont émis et distribué les produits du secteur bancaire parallèle.

Dans les économies émergentes, les autorités doivent sensibiliser les banques à l'ampleur des risques actuels, leur faire appliquer une saine gestion des risques et renforcer les mesures macroprudentielles. Tout d'abord, la détérioration des perspectives de croissance dans ces économies appelle à réviser à la baisse les prévisions de bénéfices. En outre, les autorités devront faire face aux répercussions de l'abandon progressif de l'orientation monétaire accommodante dans les économies avancées. Les tensions qui en résultent sur les marchés (chapitres II et IV) ont mis en évidence l'importance d'une bonne gestion du risque de taux d'intérêt et du risque de change. Plus généralement, l'accumulation de vulnérabilités financières rappelle qu'il est important de ne pas se laisser abuser par un sentiment de sécurité illusoire et qu'il convient de réévaluer les outils macroprudentiels qui ont été utilisés par le passé (encadré VI.D). Les économies émergentes, qui ont adopté très tôt de tels outils, ont acquis une solide expérience de leur mise en œuvre et de leur utilité. Cette expérience peut être mise à profit pour continuer d'affiner et d'améliorer le cadre macroprudentiel.