

Le bas niveau des taux stimule les marchés de la dette tandis que les banques perdent du terrain¹

Ces derniers mois, les conditions monétaires accommodantes ont continué de dicter la tendance sur les marchés financiers. Dans les grandes économies avancées, les marchés des obligations et des actions ont rebondi après les ventes massives de l'été, gagnés à l'idée que le bas niveau des taux directeurs et les volumineux achats d'actifs allaient se maintenir à moyen terme. Les marchés ont ainsi réagi sans excès à la fermeture de l'administration américaine pendant deux semaines et à l'éventualité d'un défaut technique de paiement des États-Unis. Par contre, des tensions spécifiques ont, localement, pesé sur plusieurs grandes économies émergentes, empêchant le plein rétablissement de la valorisation des actifs locaux et des flux de capitaux.

Dans une perspective à plus long terme, l'évolution récente a confirmé une tendance bénéficiant aux grandes entreprises qui peuvent se financer par accès direct aux marchés de la dette. Depuis la mi-2012, le bas niveau des taux d'intérêt servis sur les obligations de référence a conduit les investisseurs, en quête de rendement, à consentir des crédits, à des conditions de plus en plus souples, à des entreprises ayant un profil de risque élevé. Cette stratégie d'investissement, qui a comprimé les écarts de rendement, a jusqu'à maintenant été soutenue par un faible taux de défaut sur les obligations d'entreprise.

L'environnement du crédit a bénéficié davantage aux grandes entreprises non financières qu'aux banques sises dans les économies avancées. Peinant depuis cinq ans à regagner la confiance des marchés, ces banques doivent systématiquement faire face à des coûts d'emprunt plus élevés que les sociétés non financières ayant une note de crédit similaire. Si l'écart s'est rétréci récemment, surtout aux États-Unis, il continue d'exercer une pression à la hausse sur les taux de prêt pratiqués par les banques. Les grandes entreprises non financières ont donc été incitées à se tourner vers les marchés de la dette, qui ont vu un regain des émissions d'obligations d'entreprise. C'est ainsi que les marchés ont éclipsé les banques en tant que source de nouveaux financements pour les entreprises dans la zone euro.

Les banques de la zone euro ont dû faire face à davantage de scepticisme que leurs homologues dans d'autres économies avancées. Dans une certaine mesure, les faibles valorisations dont elles font l'objet reflètent des préoccupations quant à la

¹ Cet article a été rédigé par le Département monétaire et économique de la BRI. Les questions concernant le texte peuvent être adressées aux auteurs : Nikola Tarashev (nikola.tarashev@bis.org) et Goetz von Peter (goetz.von.peter@bis.org). Les questions relatives aux données et aux graphiques doivent être envoyées à Agne Subelyte (agne.subelyte@bis.org) et Alan Villegas (alan.villegas@bis.org).

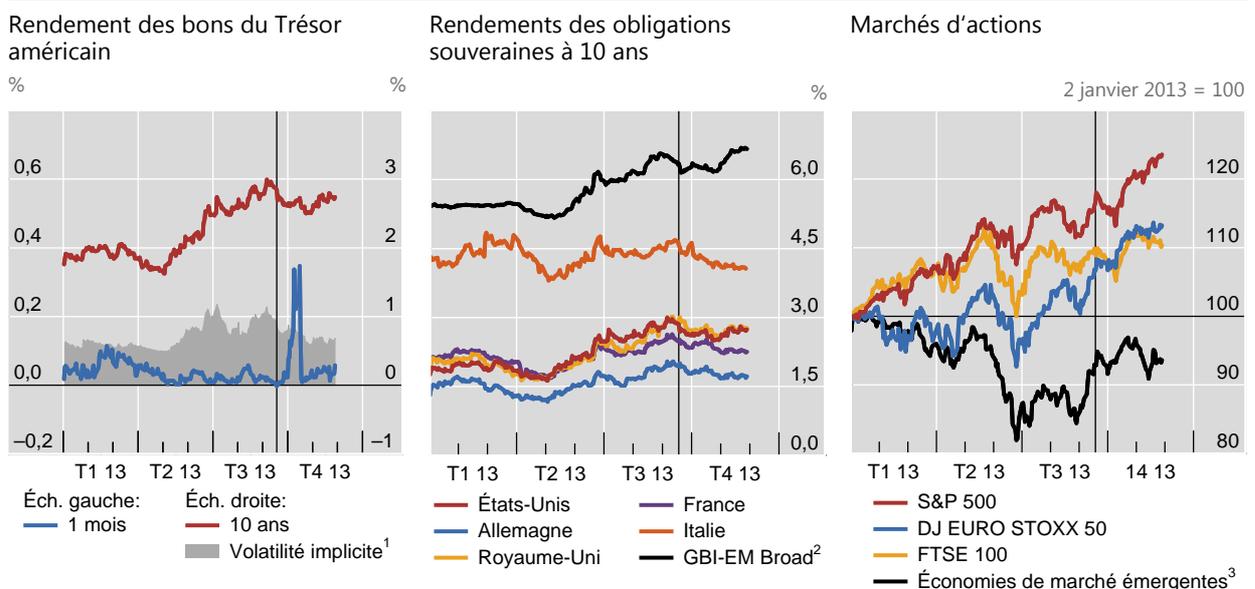
qualité de leur bilan, dans lequel la part déclarée des prêts improductifs est en hausse depuis le pic de la crise financière. Pour restaurer la confiance des marchés et préalablement à l'exercice des fonctions de supervision qu'elle s'apprête à assumer, la BCE a annoncé la réalisation d'une évaluation complète du secteur bancaire de la zone euro ; elle s'engage à en publier les résultats et à exiger des banques en difficulté qu'elles adoptent les mesures correctrices nécessaires.

Le niveau des taux d'intérêt reste bas

Le resserrement des conditions financières mondiales observé de mai à juillet s'est, en partie, inversé lorsque la Réserve fédérale a surpris les marchés en annonçant, le 18 septembre, sa décision de reporter la réduction progressive de ses achats massifs d'actifs (graphique 1). Tandis que la vague de dégagements de l'été s'apaisait, les intervenants de marché ont considéré que plusieurs facteurs rendaient moins probable un resserrement monétaire à court terme : une faible croissance de l'emploi et du taux d'activité, un taux d'inflation inférieur à la cible, et l'effet persistant de la rigueur budgétaire aux États-Unis. La paralysie de l'administration américaine, du 1^{er} au 16 octobre, a contribué à assombrir les perspectives. Durant cet épisode, les bons du Trésor arrivant à échéance ont intégré dans leurs taux la probabilité croissante d'un défaut technique de paiement des États-Unis (graphique 1, cadre de gauche). Pourtant, la volatilité des obligations a moins augmenté que celle des actions. Ces effets se sont dissipés lorsque le Congrès a approuvé une loi de finances le 16 octobre et relevé le plafond de la dette jusqu'en février 2014.

Marchés mondiaux des obligations et des actions

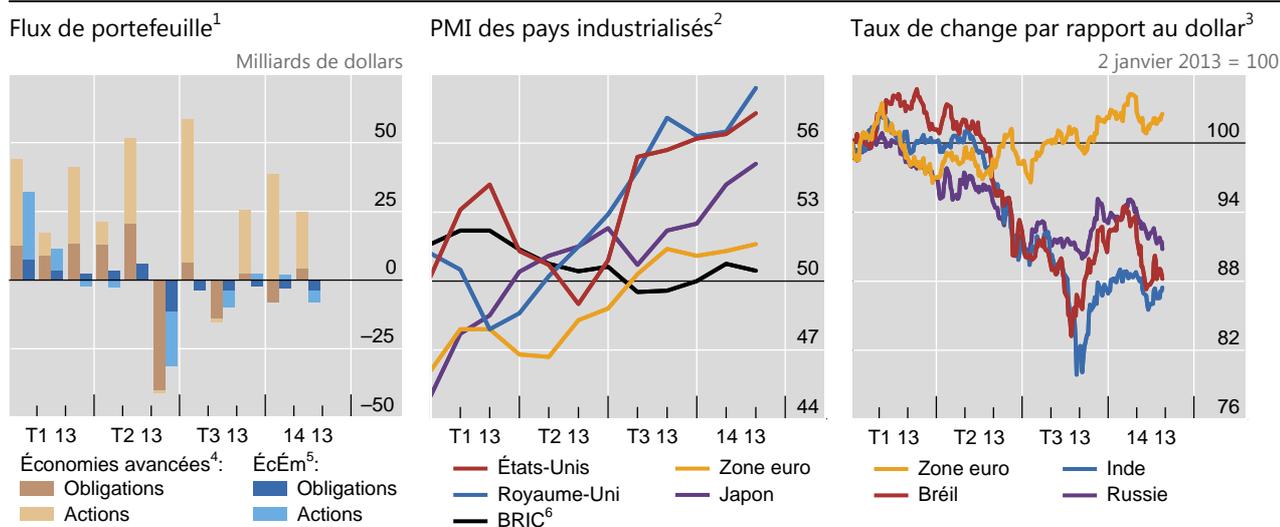
Graphique 1



La ligne verticale noire matérialise la réunion du 18 septembre 2013 du Federal Open Market Committee (FOMC).

¹ Merrill Lynch Option Volatility Estimate (MOVE) : indice de la volatilité, à horizon 1 mois, des rendements des titres du Trésor, fondé sur une moyenne pondérée de contrats d'options sur titres du Trésor à 2, 5, 10 et 30 ans. ² La série JPMorgan GBI EM mesure la totalité de la dette souveraine à taux fixe émise en monnaie locale sur les marchés émergents. ³ L'indicateur global est calculé par MSCI.

Sources : Bloomberg ; Datastream ; données nationales.



¹ Flux nets de portefeuille (corrigés des variations de change) investis dans des fonds spécialisés dans certains pays et dans des fonds pour lesquels la décomposition par pays, ou par région, est disponible. ² Indice des directeurs d'achats (PMI) tiré de l'enquête mensuelle auprès des entreprises privées. Les valeurs supérieures à 50 (inférieures à 50) indiquent une expansion (une contraction). ³ Dollars des États-Unis par unité de monnaie locale : une augmentation indique une appréciation par rapport au dollar. ⁴ Australie, Canada, États-Unis, Japon, Nouvelle-Zélande, Royaume-Uni, Suisse et zone euro. ⁵ Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Inde, Indonésie, Malaisie, Philippines, Singapour, Taïpei chinois et Thaïlande ; Argentine, Brésil, Chili, Colombie, Mexique, Pérou et Venezuela ; Afrique du Sud, Hongrie, Pologne, République tchèque, Russie et Turquie. ⁶ Brésil, Chine, Inde et Russie, moyenne arithmétique.

Sources : Datastream ; EPFR ; HSBC ; Markit.

Le report perçu de la réduction progressive des achats d'actifs a provoqué une nouvelle poussée sur les marchés mondiaux des obligations et des actions. Le rendement des bons du Trésor à 10 ans, qui avait atteint un sommet à 3 % début septembre, est revenu à 2,5 % fin octobre, et les marchés obligataires européens ont reproduit plus de la moitié de ce mouvement (graphique 1, cadre du milieu). La perspective de la poursuite des achats d'actifs a repoussé en territoire négatif la prime d'échéance estimée sur les bons du Trésor américain, qui est passée de 0 % à -0,2 %². Le S&P 500 a atteint un niveau sans précédent le 15 novembre, au lendemain du discours de la nouvelle présidente de la Fed annonçant son engagement à maintenir l'orientation monétaire en vigueur. Depuis le début de l'année, les actions américaines ont dépassé la performance des obligations, reflétant l'opinion que l'assouplissement sera maintenu dans un avenir prévisible jusqu'au retour d'une croissance robuste. Toutes les grandes places boursières ont progressé de 10 à 25 % entre le début de 2013 et le 27 novembre (graphique 1, cadre de droite).

Les marchés émergents, quant à eux, n'ont pas pleinement absorbé les répercussions des ventes massives de l'été. Les rendements des obligations d'État et les écarts de rendement sont restés élevés, et les indices boursiers n'ont récupéré qu'une partie du terrain perdu (ligne noire du graphique 1). De même, les fonds obligataires des marchés émergents ont accusé des sorties nettes chaque mois de juin à novembre, tout comme les fonds d'actions, à l'exception d'un modeste

² La prime d'échéance est estimée sur la base de la méthodologie décrite dans P. Hördahl *et al*, « A joint econometric model of macroeconomic and term structure dynamics », *Journal of Econometrics*, vol. 131, 2006.

volume d'entrées en septembre et octobre (graphique 2, cadre de gauche). Cette performance en demi-teinte traduit, en partie, la réticence des intervenants de marché à investir en obligations, où que ce soit dans le monde, estimant que le resserrement de la politique monétaire américaine n'est que remis à plus tard. Elle reflète également les perspectives de croissance des grands marchés émergents, qui ne soutiennent pas la comparaison avec celles des économies avancées (graphique 2, cadre du milieu). Ainsi, malgré la faiblesse du dollar en septembre et en octobre, les monnaies des principaux marchés émergents n'ont guère rattrapé leur dépréciation de l'été (graphique 2, cadre de droite).

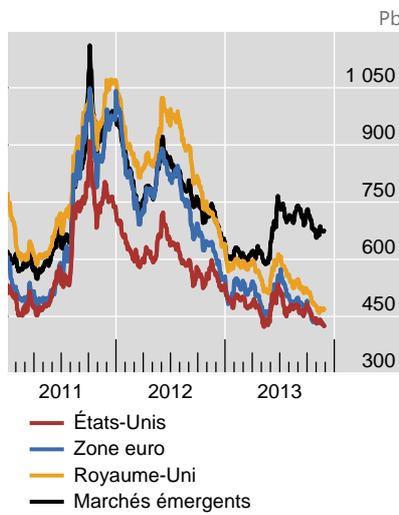
Le 7 novembre, la Banque centrale européenne a abaissé le taux de ses opérations de refinancement de 25 points de base (pb), à 0,25 %, l'inflation ayant chuté à 0,7 %, largement au-dessous de l'objectif fixé. Les données publiées sur le PIB et les indices des directeurs d'achats ont mis en évidence une faiblesse persistante de l'économie de la zone euro et un taux de chômage qui reste obstinément élevé. Compte tenu des conditions économiques, la BCE a déclaré qu'elle prévoyait que les taux d'intérêt allaient rester à ce bas niveau sur une période prolongée. Le Conseil des gouverneurs a, en outre, décidé de poursuivre les opérations de refinancement avec attribution intégrale aussi longtemps que ce serait nécessaire, et au moins jusqu'au milieu de 2015. Toutes les banques centrales des principales zones monétaires s'installant dans ce mode d'assouplissement, les prix des actifs ont continué de refléter les anticipations d'un environnement de faibles rendements dans un avenir prévisible.

La quête du rendement se poursuit sans relâche

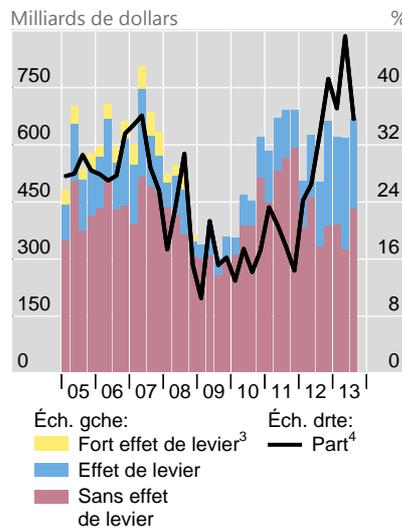
L'orientation monétaire accommodante ayant persisté dans toutes les grandes zones monétaires, les investisseurs ont poursuivi leur quête de rendement. Le bas niveau des taux directeurs et les achats d'actifs à grande échelle se sont traduits par de faibles rendements sur les obligations de référence, auxquelles les actifs de la catégorie investissement sont étroitement liés. Il en est résulté une demande accrue d'actifs plus risqués, permettant d'espérer un rendement plus élevé. Dans l'ensemble, ces actifs ont, jusqu'à maintenant, tenu leurs promesses. Le rétrécissement des écarts de rendement a contribué à accroître les rendements de marché sur les titres de dette à haut rendement, tandis que les faibles taux de défaut enregistrés depuis le pic de la crise ont limité les pertes de crédit. Il reste cependant à voir si l'association d'écarts de rendement étroits et de faibles taux de défaut est appelée à durer.

La quête du rendement a laissé son empreinte sur les indicateurs fondés sur les cours du marché, tels que les écarts de rendement dans les principales économies avancées. Pendant la vague de dégagements sur les obligations, en mai et juin, ces indicateurs faisaient état d'une hausse généralisée du coût du crédit et d'une plus grande différenciation entre les emprunteurs appartenant à différentes catégories de risques. Mais il s'est avéré que ce phénomène était de courte durée. Par exemple, les écarts sur les titres à haut rendement constatés sur les marchés en monnaie locale aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni sont repartis à la baisse fin juin (graphique 3, cadre de gauche). À fin novembre, ces écarts se situaient 300 à 600 pb au-dessous de leur sommet de 2012, et 200 à 300 pb au-dessus de leur creux d'avant la crise, en 2006-07.

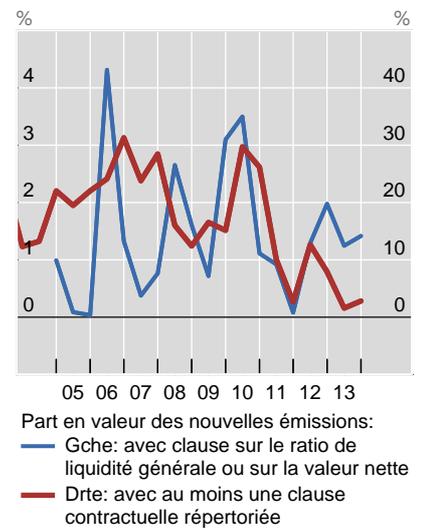
Écarts de rendement sur les obligations d'entreprise¹



Prêts consortiaux signés à l'échelle mondiale



Clauses contractuelles, mécanismes à effet de levier²



¹ Écarts, corrigés des clauses contractuelles, des titres à haut rendement sur indices d'obligations d'entreprise (actifs libellés en monnaie locale). ² Sur la base des données disponibles jusqu'au 6 novembre 2013. ³ Dealogic Loan Analytics ne fait pas de distinction entre « effet de levier » et « fort effet de levier » pour les prêts signés après 2008. ⁴ Part des prêts à effet de levier et fort effet de levier dans le total des prêts consortiaux signés.

Sources : Bank of America Merrill Lynch ; Dealogic Loan Analytics ; calculs BRI.

La quête du rendement s'est également manifestée dans les indicateurs fondés sur le volume. Sur le marché des prêts consortiaux, les prêts « à effet de levier » – accordés à des emprunteurs ayant une note médiocre et un levier d'endettement élevé – ont représenté environ 40 % des nouvelles signatures entre juillet et novembre (graphique 3, cadre du milieu). Il est à noter que, pendant la majeure partie de 2013, cette part était plus élevée qu'avant la crise, entre 2005 et la mi-2007. Cette situation résulte à la fois de l'émission accrue de prêts plus risqués (barres bleues) et d'un moindre volume dans le segment plus sûr de la gamme (barres rouges). Parallèlement, la propension des investisseurs à accorder davantage de crédits à haut rendement a fait progressivement baisser la part des prêts consortiaux comportant une protection du créancier sous forme de clauses contractuelles (graphique 3, cadre de droite).

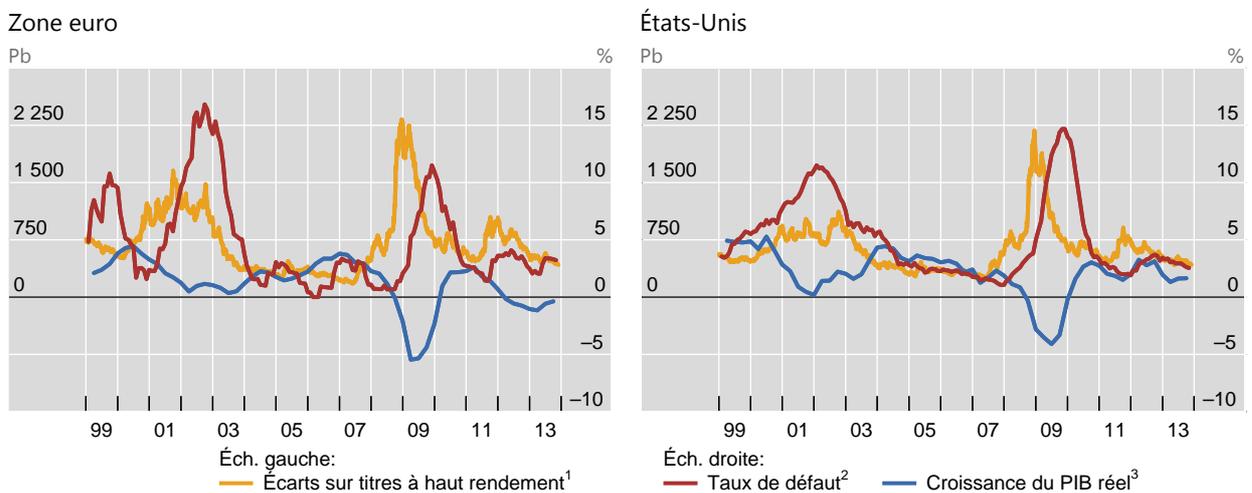
La tendance à accorder des prêts plus risqués a été assez générale. Elle a, par exemple, stimulé le marché des titres à option de rémunération en obligations, qui offrent à l'emprunteur la possibilité de rembourser par émission de dette supplémentaire. Le regain d'intérêt des investisseurs pour ce type d'instrument a donné lieu à plus de 9 milliards de dollars de nouvelles émissions sur les trois premiers trimestres de 2013, soit un tiers de plus que le volume global des émissions en 2012. Cet accroissement s'est produit en dépit des éléments témoignant du risque que présentent ces titres : environ un tiers des emprunteurs ayant émis ces instruments avant la crise ont fait défaut entre 2008 et la mi-2013. La quête du rendement s'est également manifestée par la multiplication des fonds communs de placement à capital fixe qui investissent dans l'immobilier hypothécaire en finançant des actifs à long terme à l'aide d'opérations de pension à court terme. Après plusieurs années d'expansion rapide, leur volume atteignait près

de 500 milliards de dollars en septembre 2012³. Bien que ces fonds d'investissement détiennent moins de 5 % de l'encours des titres adossés à des actifs immobiliers émis par des agences, leur exposition aux risques de taux et de liquidité a attiré l'attention des autorités de contrôle. De même, des rapports de professionnels du secteur ont souligné la part croissante de la dette dans le financement des prises de contrôle par des fonds de capital-investissement. Aux États-Unis, cette part a augmenté régulièrement après 2009 pour atteindre les deux tiers en octobre 2013, soit un niveau comparable à celui de 2006-07. Pour leur part, les banques européennes ont profité du marché emprunteur pour augmenter leurs émissions de dette subordonnée, de façon à étoffer le coussin qui protège leurs créanciers privilégiés contre les répercussions d'éventuelles difficultés futures.

Les statistiques globales sur les taux de défaut des entreprises paraissent justifier la stratégie consistant à accorder des prêts à des taux de plus en plus avantageux aux emprunteurs présentant davantage de risques. Ainsi, après une brève poussée en 2009-10, les taux de défaut ont chuté en flèche et sont restés bas ces trois dernières années (graphique 4). À environ 3 % en 2013, le taux de défaut à un an des emprunteurs de la catégorie spéculative, aux États-Unis comme en Europe, ne dépassait que d'un point de pourcentage son niveau moyen entre 2005 et 2008. Sur la base de ces statistiques, les analystes financiers ont bâti des scénarios à partir de pertes sur prêts historiques, qu'ils ont utilisés pour interpréter l'évolution récente des écarts de rendement. Leur conclusion est que ces écarts – bien que faibles – suffiraient généralement à compenser des pertes de crédit potentielles correspondant à la situation généralement observée par le passé.

Conditions de crédit et conjoncture macroéconomique

Graphique 4



¹ Écarts, corrigés des clauses contractuelles, sur indices d'obligations d'entreprise (actifs en monnaie locale). ² Taux de défaut de la catégorie spéculative, pondérés en fonction des émetteurs, sur les 12 derniers mois. Cadre de gauche : taux de défaut sur l'ensemble de l'Europe. ³ Taux de croissance du PIB trimestriel en glissement annuel.

Sources : Bank of America Merrill Lynch ; Moody's ; données nationales.

³ Le volume de ces fonds communs de placements hypothécaires se montait à 443 milliards de dollars en mars 2013, d'après les formulaires 10-Q soumis à la Securities and Exchange Commission (S. Pellerin, D. Price, S. Sabot et J. Walter, « Assessing the risks of mortgage REITs », Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Brief*, n°13-11, novembre 2013).

Toutefois, si les écarts de rendement rendent compte du risque de crédit perçu, ils peuvent aussi être à l'origine d'une hausse des taux de défaut. Un environnement de taux faibles encourage naturellement l'octroi de crédit abondant et bon marché. Conjuguée à la réticence des créanciers, échaudés par la crise, à reconnaître leurs pertes, cette tendance peut faciliter le refinancement et maintenir à flot des emprunteurs en difficulté. Si un tel processus est effectivement à l'œuvre, il ne fait aucun doute que sa viabilité sera mise à l'épreuve lors de la normalisation, à terme, de l'orientation des politiques monétaires.

La quête incessante du rendement coïncide avec la rupture, dans certaines régions, de la relation auparavant stable entre le marché de la dette et les conditions macroéconomiques. Ainsi, au cours des 15 années qui se sont achevées en 2011, un taux de croissance réelle faible ou négatif est allé de pair avec un niveau élevé de taux de défaut et d'écarts de rendement (graphique 4). C'est d'ailleurs un schéma que l'on observait encore récemment aux États-Unis. Dans la zone euro, en revanche, les taux de défaut ont commencé à diminuer à partir de 2012, alors même que la région entamait deux années de récession et que la part des prêts non productifs dans le portefeuille des banques suivait une pente ascendante (voir ci-après). De même, les écarts de rendement sur les marchés émergents ont chuté entre la fin 2011 et la mi-2013, au moment où la croissance économique de ces pays montrait clairement des signes de faiblesse. Cette observation laisse penser que l'appétit des investisseurs pour le risque a peut-être gonflé les valorisations de crédit sur les marchés de capitaux, maintenant ainsi les taux de défaut à un niveau artificiellement faible.

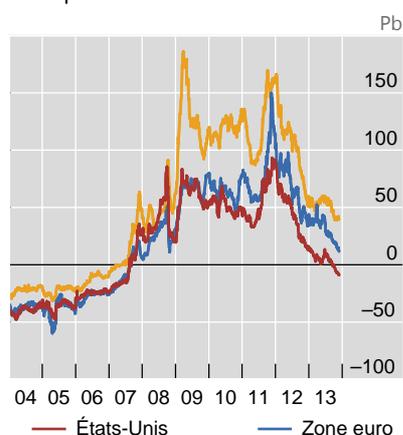
Les banques perdent du terrain face aux entreprises non financières

L'optimisme des investisseurs a tranché avec le malaise persistant quant à la situation des banques. Au cours des sept dernières années, les banques ont dû supporter des coûts de financement plus élevés que les grandes entreprises non financières, lesquelles ont fait un usage croissant de leur accès direct aux marchés de la dette. L'une des raisons pour lesquelles les banques ont perdu leur avantage antérieur en matière de financement tient à la dégradation rapide de leur santé intrinsèque durant la crise financière. En outre, plus récemment, l'allègement anticipé et annoncé du soutien public a renforcé le degré de risque présenté par les banques, tel que perçu par les investisseurs, alors même que ces établissements ont renforcé leurs niveaux de fonds propres et de liquidité. L'incertitude quant à la santé financière des banques – y compris leur exposition au risque souverain – a également joué un rôle important. (L'encadré en fin de chapitre revient sur le traitement réglementaire des expositions souveraines dans le dispositif de fonds propres de Bâle.)

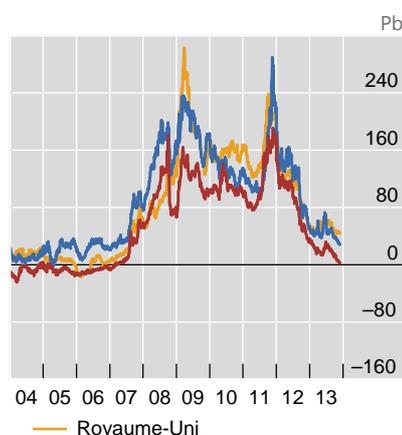
Coûts relatifs de financement et émission d'emprunts

La crise financière de 2007-09 a marqué la fin d'une époque où les banques jouissaient d'un avantage en matière de coûts de financement. Dans la période qui a précédé la crise, les écarts de rendement sur les indices d'obligations bancaires étaient généralement, dans les économies avancées, inférieurs de 20 à 30 % aux écarts sur les indices relatifs aux entreprises non financières (graphique 5, cadre de

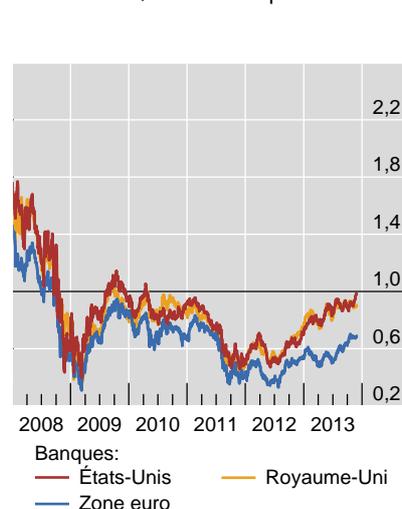
Coûts d'emprunt relatifs, toutes entreprises¹



Coûts d'emprunt relatifs, entreprises notées A^{1,2}



Ratios cours/valeur comptable³



¹ Écart, corrigé des clauses optionnelles, sur un sous-indice représentant les banques, diminué de l'écart sur un sous-indice de sociétés non financières, divisé par ce dernier écart. Les sous-indices sont constitués d'actifs en monnaie locale. ² Pour le Royaume-Uni, les séries se fondent sur des indices financiers et sectoriels. ³ Moyenne arithmétique des grandes banques. Pour la zone euro : Banco Santander, BNP Paribas, Crédit Agricole, Deutsche Bank, ING Group, Société Générale et UniCredit. Pour le Royaume-Uni : Barclays, HSBC, Lloyds et RBS. Pour les États-Unis : Bank of America Merrill Lynch, Citigroup, Goldman Sachs, JPMorgan Chase et Morgan Stanley.

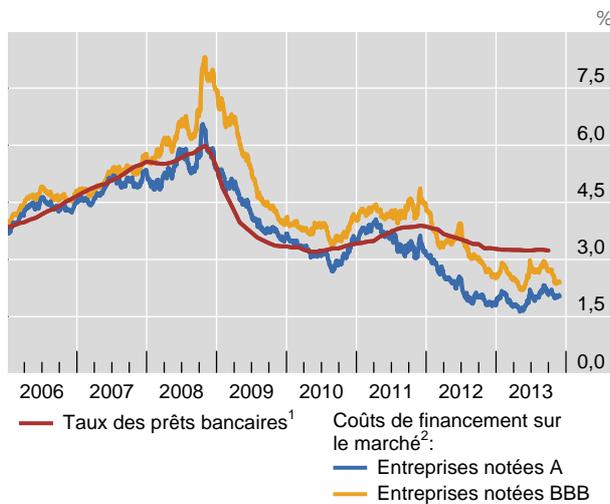
Sources : Bank of America Merrill Lynch ; Bloomberg ; Datastream ; calculs BRI.

gauche). En 2007, cet écart s'est inversé et, à fin 2011, les écarts bancaires ont atteint un pic à 95 % au-dessus des écarts des sociétés non financières aux États-Unis et à 150 % dans la zone euro et au Royaume-Uni. Par la suite, cette différence de coûts d'emprunt s'est, dans l'ensemble, amenuisée. En novembre 2013, elle avait globalement disparu pour les établissements américains, mais l'écart restait encore de 10 % et 40 %, respectivement, pour les établissements de la zone euro et ceux du Royaume-Uni.

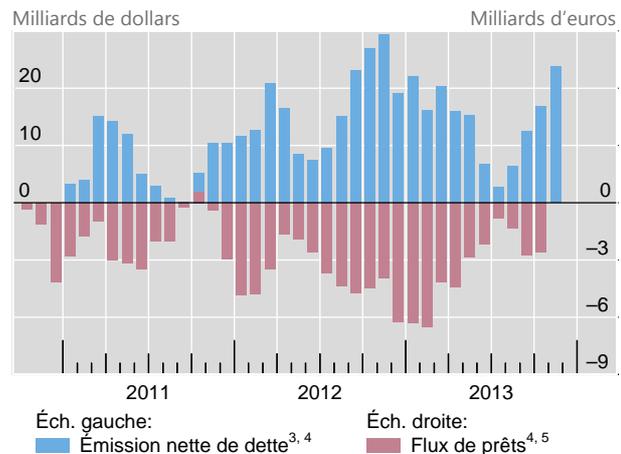
L'érosion de l'avantage des banques sur le plan du financement limite leur efficacité en tant qu'intermédiaires. Certains éléments indiquent que les banques de la zone euro, par exemple, ont répercuté une partie de leurs coûts d'emprunt relativement élevés. Ainsi, le taux d'intérêt moyen perçu sur les prêts bancaires de la zone euro n'est pas repassé au-dessus de la barre des 3 % au cours des trois dernières années, malgré la baisse des taux directs. Le tassement régulier du coût des ressources sur les marchés obligataires a incité les grandes entreprises à se passer des banques et à s'adresser directement aux marchés (graphique 6, cadre de gauche). Il n'est donc guère étonnant que le volume net des émissions sur les marchés européens des capitaux ait vivement progressé en 2012 (graphique 6, cadre de droite)⁴. À en juger par la forte activité d'émission des grandes entreprises aux États-Unis et sur les marchés émergents, cette tendance prévaut dans tous les pays. Un regain similaire de l'activité d'émission obligataire des grandes entreprises a été observé à l'échelle internationale lorsque les marchés ont rebondi, suite à la crise financière, après mars 2009.

⁴ Le volume d'émission net est égal à la différence entre le volume brut de nouveaux titres d'emprunt émis et le montant des remboursements d'emprunts arrivant à échéance ; il correspond, approximativement, à la variation de l'encours des prêts bancaires qui entre dans le calcul de la croissance du volume de prêts.

Coûts de financement



Volumés de financement



¹ Taux d'intérêt effectif annualisé perçu par les institutions financières monétaires (IFM) de la zone euro sur les prêts existants aux entreprises non financières (hors ménages) d'une durée initiale de 1 à 5 ans. ² Rendements des obligations libellées en euro émises par des entreprises non financières européennes. ³ Émission nette (émission brute moins remboursements) de titres d'emprunt nationaux et internationaux émis par des entreprises non financières de la zone euro, sur la base du risque ultime. Sur la base des données disponibles jusqu'au 27 novembre. ⁴ Moyenne mobile sur trois mois. ⁵ Flux mensuels de prêts des IFM de la zone euro aux entreprises non financières, d'une durée initiale de 1 à 5 ans (ajustés en fonction des jours ouvrables et des variations saisonnières).

Sources : BCE ; Datastream ; Dealogic ; JPMorgan Chase.

La composition du financement des entreprises a ainsi fait davantage de place à la collecte de ressources sur le marché. Une comparaison entre les volumes d'emprunts émis par les entreprises et le volume des prêts consortiaux accordés semble indiquer que les marchés obligataires en Europe ont récemment devancé les banques dans le financement des entreprises : plus de 50 % du total des fonds levés par les entreprises de la zone euro depuis le début de 2011 l'ont été sur les marchés financiers plutôt que par le biais de prêts consortiaux. De plus, les banques de la zone euro n'ont fourni, globalement, aucun nouveau prêt direct : l'encours des prêts aux entreprises a reculé d'un montant cumulé de 15 % sur cette période. Les marchés ont donc éclipsé les banques en tant que source de nouveaux crédits pour les entreprises de la zone euro. Aux États-Unis, les prêts consortiaux ont évolué au même rythme que l'émission d'emprunts par les entreprises, laissant la part du financement par le marché inchangée à 33 % environ⁵.

La santé des banques, perçue comme fragile et incertaine, pèse sur le secteur

L'incertitude quant au degré de risque présenté par les banques pourrait constituer l'une des raisons importantes expliquant le niveau relativement élevé de leurs coûts de financement ces dernières années. Pour s'en assurer, il suffit d'examiner les banques et les sociétés non financières qui ont des notes semblables et qui sont donc susceptibles d'entraîner des pertes comparables pour leurs créanciers. Pour autant que les pertes de crédit attendues soient le seul facteur déterminant les prix

⁵ En 2007, cette part était inférieure à 25 % des deux côtés de l'Atlantique.

de marché, ces établissements devraient se trouver face à des coûts d'emprunt similaires. Avant la crise financière, c'était d'ailleurs le cas aux États-Unis, dans la zone euro et au Royaume-Uni (graphique 5, cadre du milieu). Par la suite, l'incertitude à l'égard des pertes de crédit s'est amplifiée au point de devenir un important facteur supplémentaire. Entre 2007 et 2011, son impact sur les primes de risque a amené les rendements des obligations bancaires à dépasser ceux des obligations des entreprises non financières ayant des notes similaires. Ce phénomène s'est ensuite inversé aux États-Unis, mais demeure prononcé dans la zone euro et au Royaume-Uni.

La persistance des incertitudes relatives aux banques s'est également manifestée sur le marché des actions. Pour un échantillon de grandes banques internationales, les ratios cours/valeur comptable sont restés, presque sans discontinuer, inférieurs à 1 sur les quatre dernières années (graphique 5, cadre de droite). Ces ratios sont particulièrement faibles pour les banques de la zone euro : après être passés plusieurs fois sous la barre de 0,4 à la fin 2011 et à la mi-2012, ils ne s'établissaient qu'à 0,7 en novembre 2013. Par contraste, les marchés boursiers envisageaient des perspectives beaucoup plus prometteuses pour le secteur non financier, où les ratios cours/valeur comptable sont restés supérieurs à 1 pendant toute la crise financière et tournaient autour de 2 en novembre 2013.

Les notes de crédit témoignent, elles aussi, de réserves quant à la santé des banques. Fitch et Moody's les expriment sous forme de notation sur base autonome, qui estime la probabilité de défaut des banques en l'absence de soutien externe. À en juger par les notes ainsi attribuées, ces deux agences considèrent que la solidité financière intrinsèque des banques des grandes économies avancées était nettement plus précaire en novembre 2013 qu'à la mi-2007, avant la crise financière (graphique 7, cadres de gauche et du milieu). Elles estiment aussi que, à la mi-2010, la santé intrinsèque de ces banques s'était déjà dégradée de deux à trois crans. Mais, alors que Moody's envisage la persistance de ce phénomène de dégradation dans les économies avancées, ce n'est pas le cas de Fitch : récemment, cette dernière a fait état d'une aggravation ou d'une stabilisation de la note autonome des banques européennes, tandis qu'elle envisageait une amélioration de celle des banques américaines.

Selon les agences de notation, le risque de crédit s'est également intensifié pour les détenteurs d'obligations de premier rang et d'autres investisseurs détenant des titres de dette bancaire bénéficiant de garanties explicites ou implicites des États. L'accroissement du montant de ces garanties pendant la crise financière mondiale (allongement des barres rouges au graphique 7) a limité la baisse de la note globale des banques, laquelle rend compte à la fois de la solidité financière intrinsèque et du soutien externe⁶. Après 2010, toutefois, la réduction perçue du soutien gouvernemental (raccourcissement des barres rouges) a contribué à la dégradation de la note globale des banques des grandes économies avancées. En moyenne, ce tassement a représenté plus de trois crans dans le cas des banques de la zone euro, près de deux crans pour les autres banques européennes, et entre un cinquième de cran et un cran pour les banques américaines.

Une réduction du soutien de l'État peut se produire pour deux raisons, qui ont des conséquences opposées pour la stabilité financière. La première tient à la faiblesse de la situation financière de l'État, qui nuit à sa capacité de sauver les

⁶ Pour une analyse de la notation autonome et globale des banques, voir F. Packer et N. Tarashev, « Rating methodologies for banks », *Rapport trimestriel BRI*, juin 2011.

banques de sa juridiction. Ce facteur a joué un rôle dans un certain nombre de pays situés à la périphérie géographique de la zone euro, qui ont subi, depuis la mi-2010, un recul de plusieurs crans de leur note souveraine. Dans un tel cas, la dégradation de la solvabilité de l'État élimine un important recours qui pourrait stabiliser un système financier en difficulté. La seconde raison réside dans une moindre disposition de l'État à soutenir les banques, illustrée par les récentes décisions réglementaires, tant en Europe qu'aux États-Unis, visant à remédier au problème des banques trop grandes pour faire faillite. Une telle approche favorise la stabilité financière en renforçant les incitations à la prudence.

Le degré perçu de risque présenté par les banques a, en outre, augmenté par rapport à celui des entreprises non financières. Alors que la note globale de nombreuses banques des États-Unis, du Royaume-Uni et de la zone euro n'a cessé de se dégrader au cours des cinq dernières années, celle des sociétés non financières est restée globalement stable. En conséquence, le groupe des banques bien notées s'est contracté par rapport au groupe des entreprises bien notées (raccourcissement des barres bleu foncé dans le graphique 7, cadre de droite). Les banques subissant une dégradation relative de leurs perspectives de crédit, leurs coûts d'emprunt relatifs sont demeurés élevés (graphique 5, cadre du milieu). Il est probable que cette évolution ait contribué à affaiblir la capacité d'intermédiation des banques et, en l'absence d'inversion de cette tendance, cela augure mal de leur avenir.

Les perceptions du marché quant au degré de risque présenté par les banques ont été alimentées par différents facteurs, allant de poursuites en justice à des doutes persistants sur la qualité des actifs, en particulier pour les banques européennes. D'après les chiffres déclarés, la part des prêts improductifs suit une

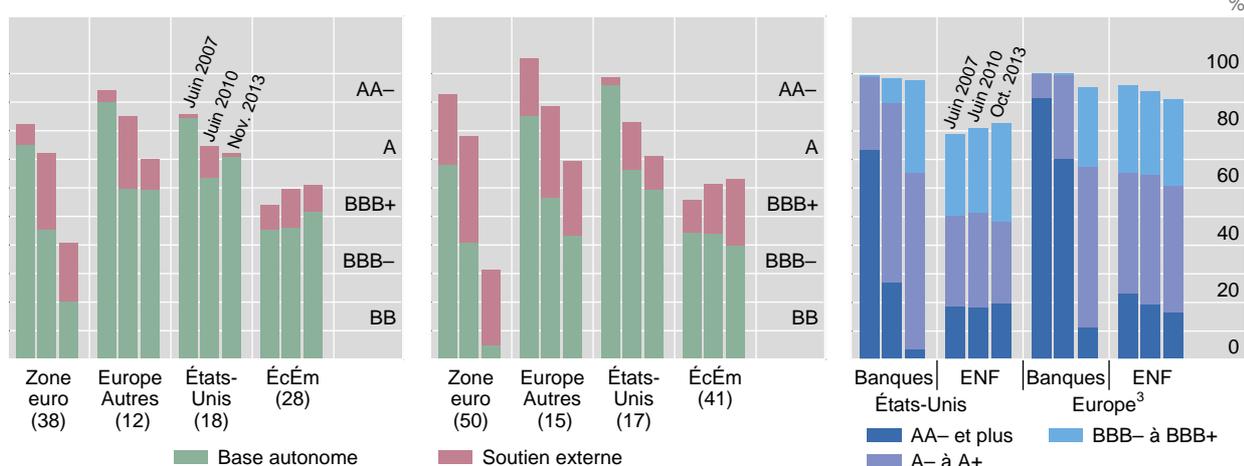
Perspectives du crédit

Graphique 7

Notation des banques, Fitch¹

Notation des banques, Moody's¹

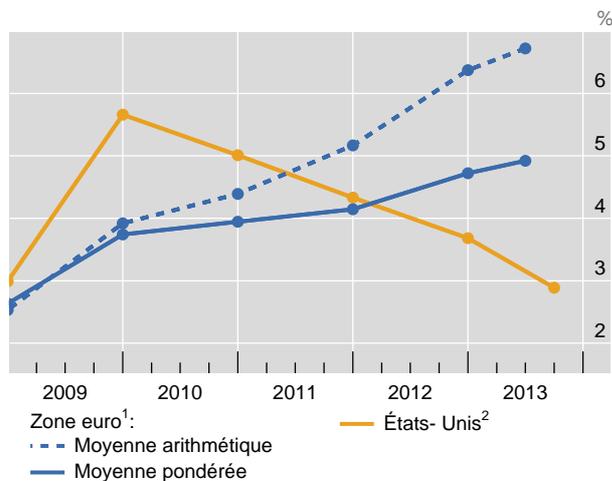
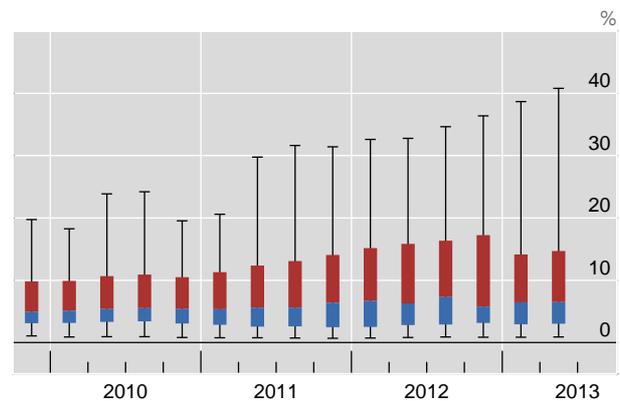
Notation des banques et des entreprises non financières²



¹ Note de crédit moyenne. Nombre de banques entre parenthèses. ² Source : Moody's. Total des actifs des entreprises d'une catégorie de notation donnée en pourcentage du total des actifs de toutes les entreprises notées dans la région et le secteur correspondants (NFC : entreprises non financières). ³ Y compris les banques ayant leur siège en Allemagne, en Espagne, en France, en Italie, aux Pays-Bas, au Royaume-Uni et en Suisse.

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

Prêts non productifs

Dispersion de la qualité des prêts³

¹ Total brut des créances douteuses et des prêts improductifs en pourcentage des instruments de dette, prêts et avances des groupes bancaires de la zone euro et de leurs agences et filiales à l'étranger. ² Prêts improductifs (échus depuis plus de 90 jours, plus prêts en souffrance), en pourcentage du total des prêts de toutes les banques américaines. ³ Créances douteuses et impayées (>90 jours) sur le total des prêts de 56 grandes banques de l'UE. La limite entre les deux couleurs d'une boîte (bleu et rouge) matérialise le ratio de prêts improductifs de la banque médiane ; de part et d'autre est représenté l'écart entre le 25^e centile (en bleu) et le 75^e centile (en rouge) ; et les pattes indiquent, respectivement, les 5^e et 95^e centiles.

Sources : Autorité bancaire européenne ; BCE ; US Federal Financial Institutions Examination Council.

tendance à la hausse depuis 2008 dans la zone euro, alors qu'elle a diminué après 2009 aux États-Unis (graphique 8, cadre de gauche)⁷. Les agrégats déclarés recouvrent cependant de vastes différences entre banques et entre pays (graphique 8, cadre de droite). L'accumulation progressive de ces tensions est allée de pair avec la contraction des prêts bancaires dans la zone euro. Sur la seule période écoulée depuis la mi-2012, les banques européennes ont cédé plus de 2 000 milliards d'euros d'actifs, d'après les estimations du secteur.

Les pouvoirs publics reconnaissent que l'incertitude entourant la solidité des banques est un obstacle à une reprise généralisée. En vue de renforcer le système bancaire, la BCE a communiqué, le 23 octobre, les modalités de l'évaluation complète qui portera sur 130 grands établissements de crédit et durera douze mois. La réaction modérée des marchés d'actions laisse penser que ces modalités étaient attendues. Cette évaluation comprendra un examen harmonisé de la qualité des actifs, suivi d'un test de résistance prospectif. Son objectif déclaré est de renforcer la transparence sur la situation des banques, d'assainir leurs bilans et de restaurer la confiance dans la solidité du secteur bancaire de la zone euro. Ainsi, les banques seront tenues d'adopter des mesures correctrices si leur ratio de fonds propres de catégorie 1, constitués des actions ordinaires, est jugé insuffisant au regard d'une valeur de référence de 8 %, soit en raison d'une réévaluation de leurs actifs soit en scénario de tensions.

⁷ Si les tendances de l'évolution au fil du temps sont instructives, les niveaux ne sont pas nécessairement comparables entre régions, du fait de différences dans les définitions, les données déclarées et le traitement réglementaire.

Traitement du risque souverain dans le dispositif de Bâle sur les fonds propres

On affirme parfois que le dispositif de Bâle sur les fonds propres prescrit une pondération de risque de 0 % pour les expositions des banques aux signatures souveraines. C'est inexact. Bâle II et Bâle III énoncent des exigences minimales de fonds propres *proportionnées au risque de crédit sous-jacent*, conformément à l'objectif de sensibilisation au risque. Tel est le principe fondamental du dispositif.

Dans la plupart des juridictions, le traitement des expositions souveraines^① du portefeuille bancaire suit les prescriptions du dispositif de Bâle II, que Bâle III n'a pas modifié^②. Les juridictions peuvent adopter l'une des deux méthodologies suivantes (ou les combiner) : l'approche standard, qui repose sur des notes de crédit externes, et l'approche notations internes (NI), qui se fonde sur une évaluation des risques réalisée par les banques.

L'*approche NI* est la plus appropriée pour les banques internationales. Cette approche, qui a été conçue en songeant aux plus grandes banques du monde, notamment les établissements bancaires d'importance systémique mondiale (EBIS^m), leur impose d'évaluer le risque de crédit des différents emprunteurs souverains au moyen d'une échelle d'évaluation fine, qui attribue une pondération de risque propre à chaque signature, tenant compte de toutes les différences de risques pertinentes. Ces pondérations sont principalement déterminées par la probabilité de défaut (PD) et la perte en cas de défaut (PCD), lesquelles sont estimées par les banques elles-mêmes pour chaque exposition. Cette approche ne prescrit pas de niveau minimal de PD ou de PCD pour les expositions souveraines, mais elle comporte des exigences qualitatives minimales précises, le dispositif exigeant, en particulier, une « différenciation pertinente » du risque.

À titre d'exemple, le tableau A ci-dessous présente les PD et leurs pondérations dans le cadre de l'approche NI fondation. Contrairement à l'approche NI avancée, cette variante autorise les banques à s'appuyer sur leurs propres évaluations pour les PD – lesquelles doivent être validées par les autorités de contrôle –, mais leur impose une PCD standard de 45 %. Les données recueillies par le Comité de Bâle sur 201 grandes banques montrent que la PD moyenne pondérée pour les expositions souveraines soumises à l'approche NI est de 0,1 %^③.

Le dispositif de Bâle part du postulat que les banques appliquent l'approche NI à l'ensemble du groupe bancaire et à toutes les catégories d'actifs. Toutefois, reconnaissant la difficulté que cela représente pour les banques, le dispositif prévoit que les autorités de contrôle peuvent autoriser les banques relevant de leur juridiction à déployer progressivement cette approche à l'intérieur du groupe bancaire et, sous strictes conditions, maintenir indéfiniment l'approche standard pour certaines expositions. Pour cela, toutefois, il faut que ces expositions soient liées à des unités opérationnelles de moindre importance ou à des catégories d'actifs peu significatives en termes de montant et de risque perçu. Aussi, les banques qui adoptent l'approche NI sont-elles censées, à terme, l'appliquer à toutes les expositions significatives.

Approche NI – exemples de pondérations appliquées aux emprunteurs souverains Tableau A

Catégorie d'actif : PCD : 45% Échéance : 2,5 ans	Exposition à un emprunteur souverain
Probabilité de défaut (%)	Pondération (%)
0,01	7,53
0,05	19,65
0,10	29,65
0,25	49,47
0,50	69,61
1,00	92,32
5,00	149,86
10,00	193,09

Source : BRI.

Notes de crédit et pondération de risque appliquées aux émetteurs souverains dans le cadre l'approche standard

En %						Tableau B
Note de crédit	AAA à AA-	A+ à A-	BBB+ à BBB-	BB+ à B-	Inférieure à B-	Pas de note
Pondération	0	20	50	100	150	100

Source : BRI.

De manière générale, l'**approche standard** prescrit, elle aussi, des pondérations positives. Comme indiqué ci-dessous, elle attribue, sur la base de notes de crédit externes, une pondération positive à tous les émetteurs hormis les signatures de la meilleure qualité (AAA à AA). Cela étant, les autorités de contrôle nationales peuvent, à leur discrétion, fixer une pondération plus faible, sous réserve que les expositions soient libellées et financées dans la monnaie de l'État correspondant^④.

Les règles de Bâle sont appliquées très différemment d'une juridiction à l'autre^⑤. Aux États-Unis, par exemple, les banques actives à l'international sont tenues de suivre l'approche NI ; une évaluation parallèle est en cours et le processus n'est pas encore terminé ; elles continuent, donc, pour l'instant, d'appliquer la version locale de l'approche standard. Au sein de l'Union européenne, les autorités de contrôle nationales peuvent autoriser les banques qui suivent l'approche NI à appliquer l'approche standard *de manière permanente* pour leurs expositions souveraines. S'agissant de l'approche standard, elles ont fixé à zéro la pondération du risque applicable aux expositions souveraines libellées et financées dans la monnaie de l'État membre correspondant, mais aussi à celles qui sont libellées et financées dans la monnaie de *tout autre* État membre^⑥.

En raison de ces différences, les pondérations appliquées aux émetteurs souverains varient considérablement entre les grandes banques internationales, y compris les banques d'importance systémique. En fait, ces écarts de pondération sont une cause non négligeable de variabilité, d'une banque à l'autre, dans le calcul des actifs pondérés des risques. Il revient aux autorités nationales d'appliquer l'approche NI conformément au dispositif de Bâle afin d'établir des pondérations appropriées pour les émetteurs souverains.

^① Les expositions souveraines sont les expositions à l'administration centrale et à la banque centrale correspondante. ^② Le traitement du risque souverain prévu dans Bâle I distinguait les pays membres de l'OCDE des autres ; les banques attribuaient une pondération de 0 % aux expositions aux pays membres de l'OCDE et de 100 % aux expositions aux pays non membres de l'OCDE. Le dispositif de Bâle I reste la règle minimale dans certaines juridictions. ^③ Voir Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Regulatory consistency assessment programme (RCAP) – Analysis of risk-weighted assets for credit risk in the banking book*, juillet 2013. ^④ Lorsque cette discrétion est exercée, et afin d'assurer des conditions de concurrence équitables, les contrôleurs bancaires d'autres juridictions peuvent également autoriser les banques relevant de leur autorité à appliquer les mêmes pondérations à l'émetteur souverain dans les mêmes conditions, à savoir tant que ces expositions sont libellées et financées dans la monnaie correspondante. ^⑤ Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Progress report on implementation of the Basel regulatory framework*, octobre 2013. ^⑥ Cette disposition sera progressivement supprimée entre 2017 et 2020. Le nouveau dispositif, qui est régi par la quatrième directive sur les exigences de fonds propres (CRD IV) et entre en vigueur en janvier 2014, annule et remplace le traitement prévu dans la directive CRD III. Il impose qu'après la suppression progressive, les expositions correspondantes s'appuient sur les évaluations des agences de notation.