



LA ROBUSTESSE DES SYSTÈMES BANCAIRES : FONDEMENTS, INTERROGATIONS

RÉMY CONTAMIN *

Le lent dégonflement d'une bulle boursière sans précédent par sa taille et son caractère global a rythmé la conjoncture mondiale au cours des trois dernières années, avec son lot de surprises et d'interrogations. L'absence de crise bancaire consécutive à la crise boursière figure parmi les bonnes nouvelles, que ce soit en Europe ou aux États-Unis. Alors que certains systèmes bancaires de pays émergents et matures ont été emportés par des chocs similaires ces dernières décennies, on est conduit à s'interroger sur les fondements de cette stabilité relative des systèmes bancaires américains et européens et à rappeler leurs fragilités sous-jacentes.

UNE SENSIBILITÉ DES RÉSULTATS DES BANQUES COMMERCIALES FONCTION DE LA STRUCTURE DE LEUR BILAN ET DE LA NATURE DES CHOCS

Alors que les résultats des grandes banques commerciales américaines progressaient d'environ 30 % en 2002, avec un ROE atteignant 15 % pour l'ensemble du système bancaire, ceux de 48 des plus grandes banques européennes reculaient de 30 %. Le décalage de conjoncture entre les deux régions ne suffit pas à expliquer cet écart de résultat, qui se retrouve d'ailleurs entre les systèmes bancaires de certains pays européens. L'hétérogénéité persistante des structures bancaires, la flexibilité relative des bilans et le degré de réactivité des *policy mix* rendent mieux compte de ces écarts de performances ainsi que des forces et faiblesses des systèmes bancaires nationaux.

* Économiste au Crédit Agricole, maître de conférences à l'IEP de Paris, chercheur associé au FORUM (Université Paris X). Cet article est une version révisée du *Flash Eco* n°2003-07 du Département des études économiques et bancaires de Crédit Agricole S.A.

Les facteurs de la résistance des structures bancaires américaines

Le paradoxe constitué par les excellents résultats affichés par le secteur bancaire américain tient à ce que, hormis quelques grands établissements bien diversifiés et très exposés aux chocs qui ont affecté l'économie mondiale ces trois dernières années (krach boursier rampant, vague de défauts dans le secteur *corporate* et crise latino-américaine), les banques commerciales concentrent aujourd'hui leur exposition sur le consommateur américain. Or, ce dernier n'a été jusque-là que peu affecté par la dégradation conjoncturelle. L'absence de bulle immobilière parallèle à la bulle boursière de la fin des années 1990, contrairement au Japon à la fin des années 1980, en est la raison principale. La faible exposition aux marchés financiers des banques commerciales américaines s'explique aussi par une réglementation qui a restreint les activités financières des établissements jusque fin 1999 et par une désintermédiation bancaire en avance sur les autres pays.

Tableau n° 1
Évolution des principaux postes du compte d'exploitation
des grandes banques européennes et américaines en 2002

2002/2001, %	Intérêts nets	Autres produits	PNB	Frais d'exploit.	RBE	Provisions	Rés. net PDG
Royaume-Uni (7 banques)	4,2	- 1,7	1,6	2,0	1,1	13,4	- 10,7
Allemagne (4 banques)	- 15,2	- 7,7	- 10,7	- 14,9	9,3	59,3	- 219,1
France (4 banques)	18,9	- 11,8	- 2,3	- 0,3	- 6,5	3,3	- 21,8
Italie (6 banques)	- 0,2	- 4,2	- 2,1	- 0,1	- 3,3	- 0,7	- 18,8
Espagne (3 banques)	- 8,4	- 8,2	- 8,3	- 12,3	- 2,7	- 1,8	- 15,1
Portugal (3 banques)	2,2	5,0	3,4	5,8	- 0,1	54,2	- 29,7
Grèce (5 banques)	10,7	- 25,7	- 3,9	6,4	- 20,9	6,8	- 39,4
Suède (4 banques)	2,6	- 10,0	- 2,5	0,4	- 7,1	- 5,7	- 25,1
Europe (48 banques)*	0,7	- 8,5	- 4,7	- 4,5	- 5,1	20,9	- 28,8
États-Unis (16 banques)	9,0	4,5	6,8	- 0,9	20,1	5,8	31,5
États-Unis (syst. banc.)**	10,0	8,1	9,2	4,6	16,1	10,9	20,8

* Comptes d'exploitation convertis en euros (taux de change fin d'année) pour le Royaume-Uni et la Suède.

** Toutes institutions assurées par le FDIC (banques commerciales et caisses d'épargne).

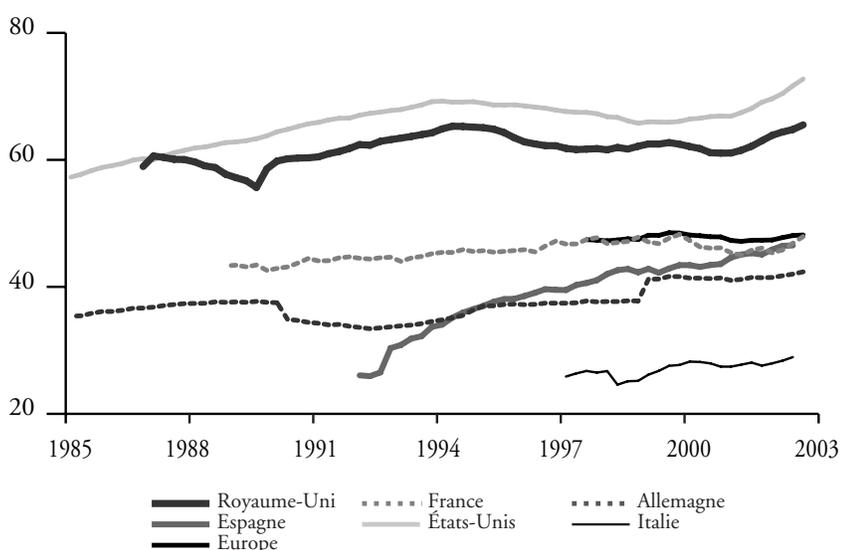
Source : Établissements, FDIC.

Érigé en 1933 en pleine dépression et après trois vagues successives de paniques bancaires, le Glass Steagell Act interdisait aux banques commerciales de diversifier leur activité dans les services financiers. En créant le concept de Financial Holding Company (FHC), le Gramm-Leach-Bliley Act a décloisonné les activités bancaires, d'assurance et de société d'investissement, permettant aux établissements recevant le statut de FHC de pratiquer l'ensemble des métiers financiers.

Ces restrictions ont protégé les banques commerciales américaines d'une partie des risques associés au dégonflement de la bulle exceptionnelle qui a prévalu sur les marchés boursiers entre 1996 et 2000, à la différence de banques européennes beaucoup plus universelles.

Une désintermédiation bancaire¹ en avance sur les autres pays rend également les banques commerciales américaines moins sensibles aux risques *corporate* que les banques européennes.

Graphique n° 1
Proportion des prêts aux ménages dans le crédit
au secteur privé non financier



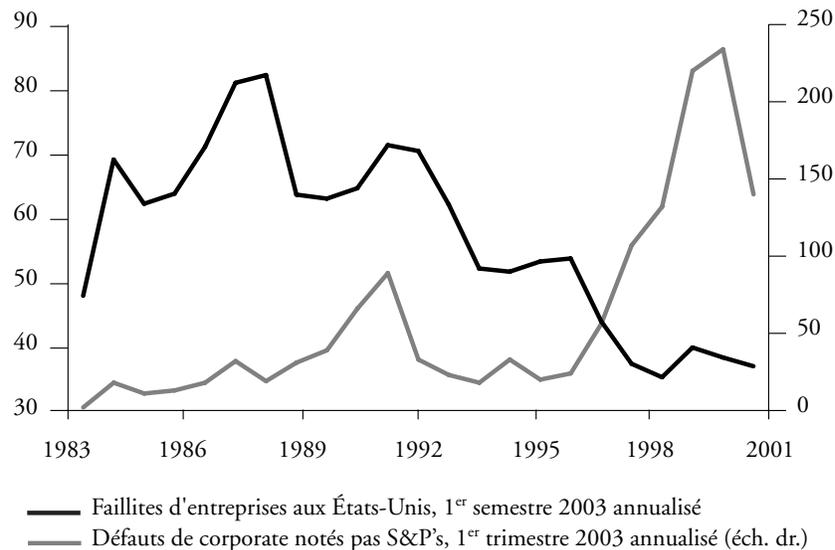
Source : Datastream, Banques centrales.

Ce mouvement séculaire de désintermédiation s'est accéléré depuis le début des années 1980, conduisant à faire porter une part croissante de l'exposition sur les grandes entreprises par les marchés financiers et par les intermédiaires financiers non bancaires.

Fin septembre 2002, les crédits commerciaux et industriels ne constituaient plus que 22,5 % des prêts des banques assurées par le FDIC, contre plus de 40 % au début des années 1980. Par ailleurs, la grande majorité des crédits aux très grandes entreprises est allouée par les banques les plus importantes, dont les portefeuilles sont *a priori* mieux diversifiés depuis la crise de 1990-1991. Enfin, les faillites de *corporate* semblent s'être peu propagées au reste de l'économie, en partie grâce à une législation favorisant les restructurations. La qualité du portefeuille industriel et commercial du système bancaire ne s'est ainsi pas trop

détériorée. Suivant la Fed, le taux de prêts non performants sur les crédits commerciaux et industriels, qui inclut les prêts en retard de 30 à 90 jours, atteignait un niveau moyen de 3,8 % en 2002, contre un sommet de 6 % en 1991. Ce taux est monté de 1 % en 1998 à plus de 3 % en 2002 pour les quelque 550 établissements adhérents au FDIC dont les actifs sont supérieurs à 1 Md\$ (qui représente environ 85 % des actifs) alors qu'il a sans cesse décliné en tendance sous les 2 % sur cette même période pour les 8 500 établissements dont les actifs restent inférieurs à ce montant. Fin 2003, le ralentissement de la croissance des crédits commerciaux et industriels non performants comme la baisse du taux de défaut des grands *corporate* suggéraient que le cycle de détérioration de ces crédits était probablement terminé.

Graphique n° 2
Nombre de défaillances d'entreprises



Source : Fed, Standard & Poor's.

Les banques commerciales américaines sont également plus faiblement exposées aux risques émergents que leurs consœurs européennes. Pour faire face à la désintermédiation bancaire et à la détérioration de leurs marges nettes d'intérêt, les banques européennes ont développé des activités génératrices d'autres produits que les revenus nets d'intérêts comme aux États-Unis, mais ont davantage que les banques américaines recherché des relais de croissance à l'étranger. Cela tient à la concurrence plus sévère pesant sur leurs marges d'intermédiation, aux contraintes réglementaires qui ont longtemps interdit le développement des réseaux

aux États-Unis et à la poursuite d'un mouvement de consolidation bancaire plus propice aux synergies outre-Atlantique. Seuls les plus grands établissements présentent ainsi des expositions significatives (en volume) à l'étranger. En proportion du total de leur bilan, les créances sur les pays émergents de ces établissements sont relativement faibles ou bien diversifiées (Citigroup). *A contrario*, à l'exception peut-être d'HSBC, les banques européennes ayant une forte exposition émergente présentent bien souvent une diversification géographique très incomplète en raison du coût et donc de la durée de constitution d'une telle franchise internationale. Cela a rendu certains acteurs particulièrement vulnérables à l'Amérique Latine pendant que d'autres bénéficiaient de la résistance relative des pays de l'Est en 2001 et 2002, dans un contexte heureusement très différent de la contagion globale de la crise asiatique.

De fortes disparités européennes

La différenciation des résultats bancaires européens depuis 2001 s'explique par la subsistance de fortes disparités structurelles. Classé par ordre décroissant, le recul des résultats en 2002 a été plus important en Allemagne et en Suisse (en raison des déboires de Crédit Suisse), puis en Belgique (- 80 % pour Fortis), en Grèce, au Portugal et en Norvège, en Suède, en France et en Italie². Les pays affichant un recul limité de leurs performances ont été le Royaume-Uni (-16 %) et l'Espagne (-15 %). Enfin, les résultats relativement bons affichés par les six banques italiennes de notre échantillon (- 17 %) s'expliquent par la performance singulière d'Unicredito.

Globalement, pour l'ensemble des banques européennes, les comptes d'exploitation ont été marqués en 2002 par le recul des revenus sensibles aux marchés financiers, qui affectent davantage les performances par rapport aux États-Unis en raison de leur poids plus important dans le PNB. À la différence de 2001 et contrairement aux États-Unis, les revenus d'intérêts ont également été en ralentissement sévère ou même en recul pour plusieurs pays (Allemagne, Espagne, Italie), en raison du ralentissement de la demande de crédit, du durcissement des standards de crédit sur les entreprises, de cessions de portefeuille de prêts (banques allemandes) et des effets de la baisse des taux d'intérêt sur les marges. Le recul des PNB a ainsi été plus systématique qu'en 2001.

En dehors de la Grèce, de la Norvège et de la Suisse, la plupart des pays sont parvenus à limiter la progression de leur coefficient d'exploitation en contrôlant leurs coûts. Hormis les banques ayant connu des dérapages en 2001 et dont la réduction du coefficient d'exploitation était une normalisation (Deutsche Bank, Allied Irish Bank), quelques établissements ont réussi à abaisser leur coefficient d'exploitation pour compenser d'autres pertes, ou à gagner en efficience. Cela a été le cas de

BBVA et de Santander Central Hispano (SCH), d'ABN Amro, d'HBOS, de SEB et du Banco Espirito Santo.

L'essentiel de la dégradation des résultats des banques européennes est ainsi venu de la montée des provisions pour risque de crédit, des pertes exceptionnelles (déconfiture de certaines activités et charges de restructuration) et des dépréciations d'actifs (portefeuilles de titres pour compte propre, filiales d'assurance-vie, amortissement des survalueurs).

La charge du risque a affecté différemment les pays suivant l'état de la conjoncture dans laquelle ils évoluent ou le retard de leur pays dans le cycle économique et suivant la structure de leur portefeuille de crédit. En proportion des encours de crédit, les montées de provisions les plus importantes en 2002 ont concerné l'Allemagne et le Crédit Suisse, puis le Portugal, le Benelux et la Norvège. En juin 2003, les niveaux de provisionnement restaient élevés en Espagne et en Grèce et demeuraient toujours plus faibles dans les pays scandinaves. Mais sur le premier semestre de l'année 2003, les banques qui avaient été le plus affectées par les chocs des trois dernières années ont pu réduire le niveau de leurs provisions (banques allemandes, suisses, espagnoles, italiennes...), contribuant parfois à une part non négligeable de la progression de leurs profits.

Cette augmentation des provisions en 2002 a eu d'autant plus d'impact sur les profits que la rentabilité tendancielle des activités bancaires était faible, notamment en raison de l'intensité de la concurrence sur les produits d'intermédiation, comme en Allemagne, en France et au Benelux. En proportion du RBE, l'impact de la montée des provisions a ainsi été particulièrement forte en Allemagne (ratio provisions/RBE supérieur à 100 % dans le cas de Dresdner Bank, HypoVereinsbank et Commerzbank) et sur le Crédit Suisse (120 % en 2002) et supérieur à 30 % en Grèce et au Portugal. Aux États-Unis et dans une moindre mesure au Royaume-Uni ou dans les pays en rattrapage d'Europe du Sud, des résultats bruts d'exploitation élevés par unité de crédit clientèle tendent à réduire l'impact de la montée des provisions sur les profits.

Au total, la différenciation des résultats bancaires européens a été encore plus forte en 2002 qu'en 2001. Le coefficient de dispersion des résultats de nos 48 établissements (écart-type/moyenne) s'est en effet élevé de 1,03 % à 1,56 %, témoignant d'une sensibilité et d'une réactivité variable des banques à des chocs finalement assez communs (indépendamment des différentiels de conjoncture nationale). Entre les pays, cette différenciation a été également plus importante qu'en 2001, confirmant que les structures bancaires européennes restent très hétérogènes. Au 1^{er} semestre 2003, le redressement des résultats des grandes banques européennes et le retour du coefficient de dispersion à un niveau proche de 1 % validait plutôt cette idée de normalisation après

un très mauvais 2^{ème} semestre 2002 que celle de perspectives vraiment favorables de progression des revenus bancaires.

L'immobilier, heureux absent du retournement cyclique

Une différence importante entre les États-Unis aujourd'hui et le Japon avant 1990 est l'absence d'éclatement ou de dégonflement d'une bulle immobilière dans le cas américain³. Or, c'est traditionnellement la dépréciation des actifs immobiliers qui fragilise le plus les banques commerciales, ces actifs servant de collatéral à la part la plus importante de leur stock de crédit⁴. Le rationnement du crédit bancaire qui s'en suit généralement a des effets puissants sur l'économie.

Plusieurs raisons ont été avancées pour expliquer cette absence de bulle immobilière (ou tout du moins que les prix immobiliers n'aient pas baissé) : effet d'apprentissage, forte réactivité de la politique monétaire, taille du marché... Un point important concerne aussi le poids qu'ont pris les agences fédérales en matière de partage du risque immobilier résidentiel.

Le poids croissant pris par ces agences aux États-Unis reporte *de facto* une grande partie des risques du système financier sur l'État, générant un aléa moral qui favorise la prise de risque de ces institutions cotées en l'absence d'une régulation prudentielle plus contraignante. Si le crédit des banques commerciales et des caisses d'épargne sur ce segment s'est accru à un rythme annuel moyen proche de 9 % entre janvier 2001 et juin 2003, celui des institutions financières garanties implicitement par l'État (essentiellement Fannie Mae et Freddie Mac) a augmenté de près de 16 % par an sur la même période. Ces institutions tendent progressivement à détenir une part croissante du stock final de *mortgage*, grâce à leur propre offre de crédit et au profond marché de titrisation sur lequel elles se portent acquéreuses nettes, voire acheteuses en dernier ressort, des créances hypothécaires émises par les autres institutions financières. Suivant les *Flow of Funds*, ces institutions portaient fin 2002 environ 52 % des crédits destinés à acheter des logements individuels (qui représentaient 76 % de l'ensemble des actifs immobiliers américains), les banques commerciales et caisses d'épargne détenant, pour leur part, encore plus de la majorité des créances sur l'immobilier commercial.

Cela signifie qu'en cas de forte montée des risques de marché ou de crédit liés à l'immobilier, les acteurs concentrant ces risques (et par voie de conséquence l'ensemble du marché immobilier) se trouveraient directement sous perfusion des autorités publiques. La suspicion sur la qualité des actifs des agences fédérales s'en trouverait limitée, réduisant le risque de propagation au reste du marché financier par le canal de ventes de détresse ou de dépréciation des dettes substantielles portées par

ces institutions. Dans le pire des cas, une grande partie de l'ajustement serait reportée directement sur le gouvernement fédéral, se traduisant au niveau macroéconomique par une augmentation du déficit public⁵.

La conjoncture financière du milieu de l'année 2003 a donné un aperçu de l'ampleur des risques que ces agences américaines peuvent propager au reste du marché. Au 2^{ème} trimestre, les révélations des fraudes comptables de Freddie Mac n'ont pas eu d'impact significatif sur les marchés, probablement parce qu'il s'agissait d'une sous-évaluation des bénéfices passés de cette institution. Plus récemment, les agences ont encore été pointées du doigt lors de la brutale remontée des taux longs de l'été (135 points de base pour le 10 ans américain entre le 13 juin et le début du mois d'août 2003). Cette remontée a en effet été exacerbée par les couvertures dynamiques des détenteurs de titres adossés à des hypothèques contre l'anticipation d'une hausse de la durée de leurs actifs, les deux agences étant les deux plus gros acteurs sur ce marché des *Mortgage Backed Securities*. Le FMI évalue à la somme substantielle de 500 Md\$ l'équivalent en titres publics à 10 ans qu'il a fallu vendre pour couvrir cette augmentation de durée depuis le point bas atteint en mai.

En Europe, mis à part en Allemagne, les comptes d'exploitation des principales banques ont peu été affectés par l'immobilier depuis le point haut du dernier cycle. On peut, en revanche, s'interroger comme dans le cas des États-Unis sur l'existence de bulles concernant l'immobilier résidentiel et/ou commercial dans plusieurs pays, notamment au Royaume-Uni, en Irlande, aux Pays-Bas, en Espagne et en Suède⁶.

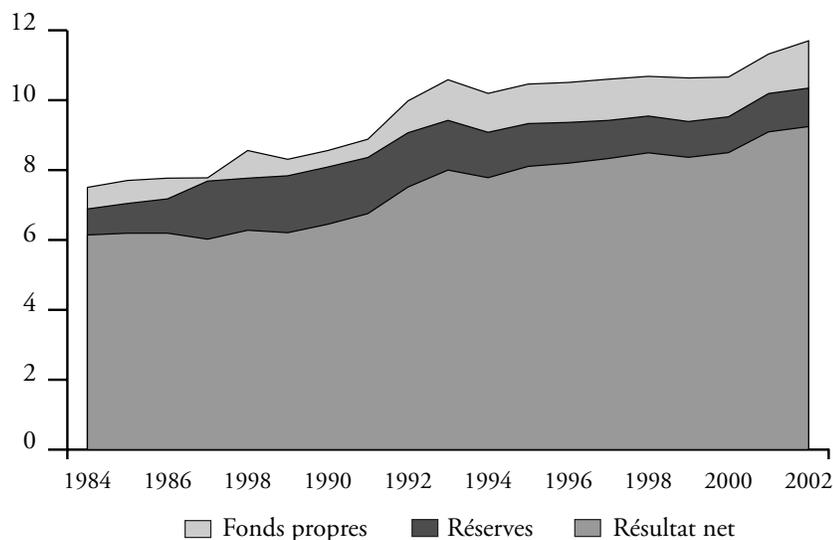
Des systèmes bancaires plus concentrés et mieux capitalisés

Outre cette absence de bulle immobilière, un second facteur conjoncturel a joué un rôle important pour rendre compte de la résistance de la rentabilité du système bancaire américain : les ratios de fonds propres relativement élevés des banques commerciales avant l'entrée de l'économie en phase de turbulences.

Les bénéfices d'une croissance économique vigoureuse dans les années 1990 se sont retrouvés dans des niveaux élevés de réserves et de fonds propres des banques commerciales américaines. L'entrée en vigueur du FDICIA Act de 1991, qui instaurait une politique de coercition graduée, a également incité les banques à accroître leurs fonds propres.

L'histoire rappelle, certes, que de fortes montées du risque peuvent amputer rapidement les provisions accumulées, avant d'éroder parfois tout aussi vite le capital. Mais des niveaux de capitalisation et de provisionnement globalement plus élevés que par le passé, dans un grand nombre de pays (en plus d'une allocation plus fine des fonds propres), apportent une solidité indispensable au système financier dans

Graphique n° 3
Fonds propres des banques commerciales américaines



Source : FDIC.

des conditions de volatilité importante des marchés. Leur caractère contra-cyclique, comme dans le cas de certains établissements, voire des réglementations prudentielles de certains pays, a aujourd'hui comme vertu de lisser les cycles, donc de limiter le risque d'entrer dans des conjonctures propices à l'instabilité financière.

En Europe, une différenciation prévaut toujours entre des pays aux banques fortement exposées aux marchés actions ou aux risques émergents mais bien capitalisées (Suisse, Belgique, Espagne), des pays dont les banques ont un profil de risque intermédiaire et sont également bien capitalisées (Royaume-Uni, France) et enfin des pays souffrant probablement d'une capitalisation trop faible : l'Allemagne très clairement, en proportion des risques portés notamment par ses grandes banques privées, l'Italie (hormis Unicredito) en dépit des efforts récents d'Intesa BCI et de Capitalia, mais aussi la Suède (au regard des risques actuels concernant l'immobilier commercial).

Enfin, les systèmes bancaires sont globalement plus concentrés que par le passé, que ce soit aux États-Unis où le nombre de banques commerciales assurées par le FDIC est passé de 14 000 en 1985 à un peu moins de 8 000 aujourd'hui, ou dans l'UEM où les établissements de crédit ont connu une évolution similaire, leur nombre diminuant d'environ 13 000 en 1985 à 8 023 en 2001 selon la BCE. Des différences notables de concentration subsistent entre les pays, avec un potentiel de

restructuration toujours élevé aux États-Unis, en Allemagne et en Italie. Plus de concentration n'est pas un gage de stabilité en soi, mais conduit, par le jeu d'une meilleure diversification des risques, à une plus grande robustesse des systèmes bancaires quand une régulation prudentielle adéquate prévient les comportements déstabilisants parfois induits par l'atteinte d'une taille *too big to fail*.

*DES ACTEURS QUI GAGNENT EN RÉACTIVITÉ,
EN RÉPONSE À LA TAILLE DES CHOCS ET AUX EXIGENCES
DE RENTABILITÉ*

Même si les chocs auxquels le système bancaire américain a été confronté depuis 2001 ont toujours été plus spécifiques que systématiques, les institutions exposées et affectées par des pertes trimestrielles transitoires ont très souvent et immédiatement pris des mesures d'assainissement de leur bilan pour restaurer leur rentabilité, que ce soit par exemple Bank One et First Union en 2000 ou Keycorp et PNC Financial Services en 2001⁷. En Europe, le contrôle des coûts déjà souligné et l'ajustement parfois substantiel des bilans des grandes banques européennes en 2002 (et pour certaines encore en 2003) témoignent à la fois de gains considérables de réactivité devant l'ampleur des chocs survenus et de l'exigence des actionnaires d'un redressement rapide de la rentabilité.

Flexibilité des banques américaines

La première partie a rappelé les raisons pour lesquelles les banques commerciales américaines se sont trouvées finalement peu exposées aux principaux risques ayant affecté l'économie mondiale en 2001 et 2002. En dehors de quelques très grandes banques commerciales (essentiellement Citigroup et JP Morgan Chase), ce sont ainsi les banques d'investissement américaines très spécialisées (les *bulge bracket*) qui ont eu à supporter la majorité de l'ajustement dû aux excès passés. Certains de ces établissements ont témoigné d'une variation presque simultanée de leur base de coût aux évolutions de leurs revenus, en particulier de leurs traitements et salaires. Encore en phase de constitution et dépendantes de contraintes sociales plus fortes, les quelques grandes banques d'investissement européennes ont, au contraire, connu une forte dégradation de leurs résultats, voire des pertes substantielles dans le cas de Crédit Suisse, même si elles ont gagné progressivement en flexibilité. *A contrario*, affectées par des chocs émergents d'une autre nature, les deux banques de détail espagnoles SCH et BBVA ont fait preuve d'une dynamique d'ajustement très anglo-saxonne.

La viabilité de franchises assises sur des métiers à couple rendement/risque élevé, que ce soit en banque de détail dans les pays émergents, comme pour SCH et BBVA, ou en banque d'investissement pour les *bulge bracket*, implique ainsi le respect d'au moins trois conditions : a) une taille critique minimum pour diversifier ces risques et bénéficier d'économies d'échelle, b) une flexibilité opérationnelle élevée pour absorber les chocs et c) des fonds propres et des réserves plus importants que dans d'autres métiers.

Tableau n° 2
L'emploi comme variable d'ajustement

	Intérêts/ PNB 2002	ROE moyen 2001-2002	Nbre de salariés fin 2002	Variation 01/00 (%)	Variation 02/01 (%)
Citigroup	52,9	19,1	250 000	15,0	-6,7
Bank of America	59,6	16,7	133 944	-0,2	-6,1
JP Morgan Chase	38,9	3,9	94 335	-4,0	-1,5
Morgan Stanley	19,1	16,3	55 726	-1,9	-9,1*
Merrill Lynch	19	7,3	50 900	-20,3	-11,3
Goldman Sachs	17,2	12	19 739	0,2	-13,0
Lehman Brothers	17,9	13,9	12 343	15,6	-5,7
Deutsche Bank	27,1	1,7	77 442	-3,6	-10,5
Crédit Suisse	28,7	-2,9	78 457	-0,5	-2,1
UBS	30,7	10,3	69 061	-1,5	-1,3
SCH	66,8	13,1	104 178	-10,7	-10,0
BBVA	64,3	15,8	93 093	-8,8	-5,6
Barclays	54,8	16	74 700	3,1	-5,0
Abbey National	76,8	-3,6	32 364	-2,2	5,9
ABN Amro	53,9	21,5	105 557	-4,5	-4,0

* -19,7 % depuis juin 2001

Source : Établissements.

Les banques commerciales américaines ont, quant à elles, confirmé la bonne maîtrise de leurs coûts et de leurs risques, de manière à éviter que la montée des défauts n'affecte trop leur rentabilité, mais aussi pour anticiper une détérioration plus marquée de la qualité de leur portefeuille. Associée à une croissance préservée du PNB, cette maîtrise des coûts a conduit à faire croître encore la productivité du système bancaire, le coefficient d'exploitation des banques affiliées au FDIC baissant de plus de 4 points de pourcentage entre la fin 2000 et la fin 2002 (de 60,5 % à 56,2 %). La forte progression du RBE qui en a résulté a permis d'absorber la montée des pertes exceptionnelles et des provisions sur les créances commerciales et industrielles et de dégager des résultats historiquement élevés.

1996. Le nouvel accord de Bâle qui devrait entrer en application en 2006 a pour objet d'affiner encore cette évaluation de l'exposition globale des établissements en isolant leurs risques opérationnels et en permettant aux banques de recourir à leurs propres modèles d'évaluation des risques de crédit.

Le graphique ci-contre illustre cet ajustement réalisé par les grandes banques européennes et américaines en 2002 à la lumière de la décomposition de la croissance du numérateur et du dénominateur du ratio Cooke de chaque établissement⁸. Le positionnement d'un établissement au-dessus (en dessous) de la diagonale signifie que son ratio réglementaire s'est élevé (réduit). De manière logique, par respect de la contrainte prudentielle, les établissements sont situés à proximité de cette diagonale, donc essentiellement dans les cadrans Nord-Est et Sud-Ouest. Plusieurs groupes d'établissements peuvent être distingués :

- le cadran Sud-Ouest rassemble les banques les plus sensibles aux chocs survenus ces 3 dernières années. Un grand nombre d'entre elles ont connu une baisse très prononcée de leurs actifs pondérés des risques en 2002. La diminution de la demande contribue à réduire ces actifs, mais l'essentiel de l'ajustement provient de décisions stratégiques des établissements en réaction à l'impact sur leurs fonds propres des chocs subis en 2001 et en 2002. Les ajustements les plus significatifs concernent les banques allemandes (Dresdner, la filiale d'Allianz, Deutsche Bank et Commerzbank), les deux banques italiennes Intesa BCI et Capitalia, et ABN Amro. Un deuxième cercle d'établissements dans ce cadran comprend des acteurs ayant ajusté leur bilan face à des chocs d'ampleur moindre (BNL, BNP Paribas et UBS en Europe, FleetBoston et Bank of New York aux États-Unis), d'autres en retard dans leur cycle d'assainissement ou ayant des difficultés à réduire la voilure (Hypovereinsbank, Crédit Suisse, Abbey National) et les deux banques espagnoles dont l'ajustement a autant consisté en la recherche de gains d'efficience qu'en cession d'activités ;

- le cadran Nord-Est regroupe les établissements qui ont bénéficié d'une croissance plus dynamique (essentiellement les banques anglaises et quelques banques régionales américaines), des établissements ayant augmenté leurs fonds propres par appel au marché (Lloyds TSB, Banco Espírito Santo, Gjensidige) et certaines banques suédoises dont la croissance des actifs risqués s'est réalisée au détriment d'une détérioration de leur ratio Cooke (Swedbank et Svenska Handelsbanken).

- enfin, le positionnement de plusieurs banques régionales américaines et des grands « centres financiers » Citigroup et Bank of America à proximité de l'origine du graphique, alors que leurs résultats ont, dans l'ensemble, fortement progressé en 2002, rappelle que ces bonnes performances tiennent davantage à l'effet positif sur leurs marges de la

politique monétaire et du *flight to quality* (des marchés actions vers les actifs sans risque dont font partie les dépôts), aux efforts de rationalisation des dépenses et au moindre coût du risque de ces institutions qu'au gonflement de leurs actifs risqués. Cela témoigne d'une certaine prudence face aux incertitudes de la conjoncture américaine, même si une grande partie de la réduction des crédits aux entreprises opérée par ces institutions en 2002 a été contrebalancée par un gonflement du crédit aux ménages. Or, une partie du risque macroéconomique menaçait toujours de se déplacer des entreprises vers les particuliers fin 2003.

L'ajustement des actifs risqués de nombreuses banques européennes a été un élément-clé de la résilience des systèmes bancaires. La priorité du rétablissement de la rentabilité conduit à ne pas laisser pourrir la situation, conformément au modèle anglo-saxon de gouvernement d'entreprise, et, même si les banques allemandes à forte activité de financement et d'investissement ont tardé à opérer ces ajustements par rapport à leurs homologues américaines ou espagnoles. Comme le système financier international ne s'est pas effondré, mais a connu un krach rampant, des cessions d'actifs ont pu être réalisées sans pertes excessives, conduisant *in fine* à un accroissement des fonds propres de certains établissements en plus du redressement de leur rentabilité.

14

LE MEILLEUR DES MONDES ? OU DES RISQUES CACHÉS ?

La soutenabilité des dettes privées

Les parties précédentes pourraient laisser penser que le pire est passé sans trop de casse au niveau des systèmes bancaires américain et européen, donc sans effet de surajustement à la baisse sur la croissance. C'est en partie notre opinion au regard de la résistance de l'économie mondiale face à la taille des chocs survenus depuis maintenant 3 ans.

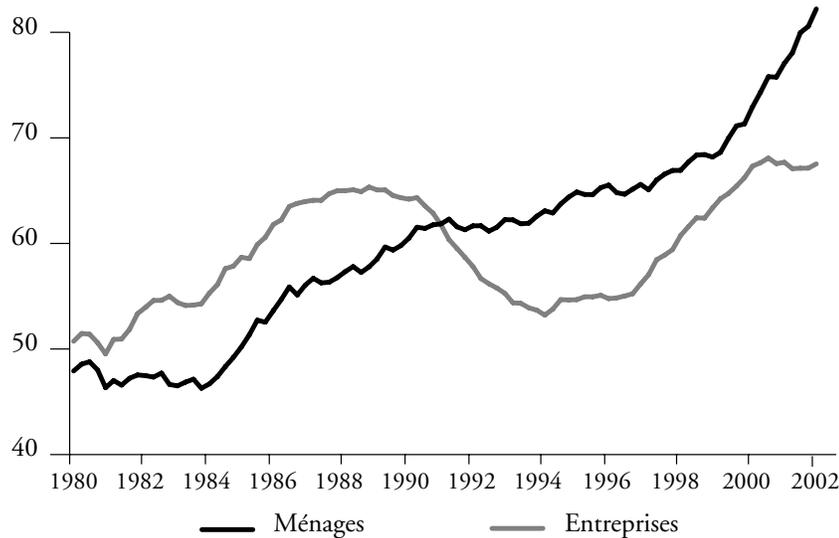
Deux thèses peuvent cependant être opposées concernant la santé actuelle de l'économie mondiale et en particulier de l'économie américaine⁹.

Suivant la première approche, qu'on pourrait qualifier d'autrichienne, les déséquilibres restent entiers et leur ajustement serait irrémédiable, ayant été jusque-là seulement reporté grâce à l'activisme du *policy-mix* américain. Cet ajustement passe notamment par une remontée du taux d'épargne des ménages, dont les effets sur la croissance seront douloureux si elle n'est pas étalée dans le temps.

La seconde thèse suggère que si les ratios d'endettement des entreprises (dette/PIB ou dette/fonds propres évalués à leur coût de remplacement) ont peu diminué jusque-là, en raison du temps que nécessite un tel ajustement, une part sans doute non négligeable de ces dettes a, en revanche, été transférée des acteurs les plus fragiles vers ceux dont les

structures étaient restées plus saines pendant la phase ascendante de la bulle. Par cession d'une partie de leurs actifs, les entreprises aux fonds propres trop faibles ont ainsi commencé à se désendetter, parfois de manière substantielle, mais les acheteurs ont pu à leur tour gonfler leur passif afin de réaliser ces investissements. Le niveau de l'endettement n'aurait donc pas baissé de manière significative, mais la concentration des risques serait déjà bien moindre¹⁰.

Graphique n° 5
Dettes privées aux États-Unis



Source : Datastream.

Par ailleurs, en soi, dans un contexte durable de basse inflation et de taux d'intérêt faibles en tendance, les économies tolèrent des niveaux d'endettement plus élevés que par le passé. Mais la fragilité financière n'en reste pas moins une fonction croissante des niveaux d'endettement, ce qui est particulièrement d'actualité aux États-Unis et au Royaume-Uni. Il est donc indispensable, d'une part de mini-miser les chocs macroéconomiques, essentiellement sur les taux d'intérêt et sur les revenus des agents privés, d'autre part d'endiguer de nouvelles dépréciations des Bourses pour éviter que ne s'enclenche un effet richesse négatif sur la consommation (peu apparent jusque-là), un nouveau renchérissement du coût du capital et une crise de liquidité. C'est ce que le *policy mix* américain a réussi à faire depuis 2001, en parvenant notamment à maintenir l'accès des entreprises aux financements obligataires (*via* une dépréciation du dollar

ces derniers mois). Et cela reste un enjeu des institutions publiques aujourd'hui.

Les banques commerciales de plusieurs pays demeurent ainsi toujours particulièrement vulnérables à une détérioration des revenus des ménages (montée du chômage), à une montée des taux d'intérêt et à une dépréciation du prix des actifs immobiliers.

Transfert des risques et effets de rétroaction

L'assainissement rapide des bilans bancaires réduit le risque de système et préserve l'efficacité de la fonction d'allocation des ressources des banques. Mais des effets de rétroaction peuvent cependant apparaître en cas de rationnement du crédit bancaire ou de défaillance des contreparties vers lesquelles est transférée une partie des risques.

Le risque est reporté sur l'économie réelle quand l'ajustement des actifs pondérés des banques se traduit par une réévaluation des standards de crédit et par un rationnement du crédit non discriminé. Au regard de la simple décélération des agrégats de crédit au secteur privé en Europe, la réduction du portefeuille des prêts à la clientèle de notre échantillon de grandes banques européennes d'environ 3 % en 2002 aurait pu étayer ce raisonnement. Confrontés à des pressions plus fortes de leurs actionnaires, ces établissements seraient davantage incités à rationner le crédit pour restaurer leurs marges que l'ensemble du système bancaire. Mais cette réduction du volume de crédit s'explique essentiellement par l'assainissement des bilans des 4 banques privées allemandes (avec une réduction de leurs crédits clientèle de 23 %), qui consiste en partie en des cessions à des structures de défaillance. On relativise donc cet argument de rationnement du crédit des grandes banques, sans pouvoir faire de même pour celui d'un resserrement global et indiscriminé des standards de crédit de l'ensemble du secteur bancaire (thèse toutefois improbable aujourd'hui au niveau européen, mais vraisemblable en Allemagne).

Par ailleurs, si l'accès des grands *corporate* aux financements courts (prêts bancaires et marché du papier commercial) reste difficile, les capitaux longs semblent avoir pallié en partie ce manque. Ils auraient donc joué une fonction cruciale de liquidité depuis le début de la crise, servant plutôt à assurer la trésorerie de ces entreprises et à renouveler leurs dettes qu'à investir. La baisse des taux longs et la forte détente des *spreads* entre octobre 2002 et mai 2003 ont notamment favorisé l'émission de dette obligataire au premier semestre 2003, suggérant ainsi que le ralentissement marqué des émissions en fin d'année 2002 provenait autant d'un rationnement de la part des prêteurs que de la baisse de la demande d'investissement des entreprises.

Une autre interrogation concerne la concentration des risques des

acteurs vers lesquels les banques ont transféré une part croissante de leurs actifs ces dernières années, grâce à la titrisation puis au développement des dérivés de crédit depuis 1997. On a discuté plus haut des risques portés par Freddie Mac et Fannie Mae aux États-Unis, mais un ensemble bien plus large d'institutionnels est concerné. On peut ainsi questionner l'expertise de certains de ces acheteurs de risque et pointer le manque de transparence sur la concentration de leurs portefeuilles ainsi que sur la concentration des principaux dealers de dérivés de crédit (généralement des banques)¹¹. Dans un contexte de grande instabilité financière, la possibilité de défiances vis-à-vis d'intermédiaires déjà fragilisés par ailleurs requiert ainsi toute l'attention des banques centrales.

Les inquiétudes majeures sont toutefois plus macroéconomiques que systémiques, pouvant passer par le canal de ventes de détresse d'institutionnels ayant accepté de porter ces risques et par le canal d'un resserrement du crédit bancaire en raison d'une moindre appétence pour le risque de la part de ces institutionnels. Un retour possible sur les banques ne doit toutefois pas être négligé en cas de crise de liquidité d'un dealer important ou de défaut d'un émetteur mettant en difficulté certaines contreparties, comme le cas d'Enron l'a suggéré.

Enfin, le risque d'un scénario à la japonaise est probablement moins celui d'une menace déflationniste que d'un marché actions durablement fragile. Les systèmes bancaires américain et européen sont, en effet, moins concernés par des dynamiques destructrices entre le crédit bancaire et les prix immobiliers que le système bancaire japonais l'était au début des années 1990. En revanche, restaurer la confiance des ménages dans les actions sera probablement long et les institutionnels dont les fonds propres ont été affaiblis risquent d'adopter les mêmes stratégies systématiques de réalisation des plus-values que leurs homologues japonais depuis maintenant plus de 10 ans. Le canal de propagation au PIB est alors encore une fois plus d'ordre macroéconomique que systémique, passant par des effets de richesse sur la consommation plutôt que par un rationnement du crédit bancaire.

Une histoire à suivre

On a montré dans cette étude que les principaux ressorts de la résistance des résultats des banques commerciales américaines par rapport à ceux des banques universelles européennes en 2002 étaient structurels, tenant, d'une part, à une réglementation passée ayant favorisé la spécialisation des institutions financières et à une désintermédiation bancaire en avance sur les autres pays, et, d'autre part, à la grande réactivité des acteurs économiques, que ce soit les banques dans la maîtrise de leurs coûts et la gestion de leurs risques ou la Réserve fédérale dans la conduite de sa politique monétaire. Si elles ont été plus

affectées en raison de leurs activités plus universelles, les banques européennes n'en ont pas moins montré une réactivité croissante, particulièrement visible en 2002. Des deux côtés de l'Atlantique, à l'exception de l'Allemagne, les systèmes bancaires sont ainsi apparus plus robustes que par le passé.

Plusieurs questions restent ouvertes, quant aux perspectives des systèmes bancaires américains et européens. Le contexte d'une atonie de la croissance européenne et d'une nouvelle *jobless recovery* aux États-Unis¹², d'un ralentissement de la croissance des volumes de crédit et d'une instabilité financière qui pourrait persister, tant que le désendettement des acteurs privés n'est pas plus prononcé, n'est pas favorable à la croissance des revenus bancaires. Le contrôle des frais d'exploitation et l'ajustement des risques devraient donc rester une priorité à moyen terme. En Europe, l'assainissement des bilans des établissements dont la rentabilité reste faible s'est poursuivi au premier semestre 2003 (banques allemandes, Abbey National). Par ailleurs, des interrogations concernent toujours la santé du secteur des non banques, qui porte une large part du risque émis par les établissements de crédit ces dernières années. Enfin, dans le contexte d'instabilité conjoncturelle actuel, les évolutions des encours d'actifs pondérés des banques au Royaume-Uni (mais aussi de certaines banques régionales aux États-Unis) et dans d'autres pays comme le Portugal ou l'Espagne suscitent des interrogations, quant aux excès de risques engrangés face à la fragilité des conjonctures et des consommateurs. L'optimisme relatif que suggère l'évolution conjoncturelle des 3 dernières années au regard de l'importance du surinvestissement passé, du dégonflement d'une bulle majeure et du choc subi par les *corporate* doit donc être relativisé. Mais des structures financières plus robustes que par le passé et la réactivité croissante dont ont témoigné les acteurs privés comme publics depuis 2001 sont des atouts pour absorber les chocs futurs.

L'histoire dira si la réactivité de l'économie américaine et la flexibilité croissante des acteurs privés européens, cohérentes avec un capitalisme devenu plus concurrentiel, permettront la survie d'un « régime de croissance patrimoniale » éprouvé dès sa naissance par une bulle financière globale, ou au contraire si l'incapacité d'avoir su prévenir la montée de tels déséquilibres, en particulier par des politiques prudentielles plus contraignantes et étendues aux acteurs non bancaires, conduira à une crise plus profonde que celle traversée ces 3 dernières années et à une remise en cause plus que partielle de ce régime.

ANNEXE

Synthèse : une comparaison États-Unis - Allemagne - Japon

	États-Unis (2000-2003)	Allemagne (2000-2003)	Japon (1989-2003)
Nature des chocs et étendue de la crise	<ul style="list-style-type: none"> - Krach boursier rampant ; crise du secteur <i>corporate</i> ; défaut argentin - Peu de transmission (ni de contagion) jusque-là aux PME, aux ménages et donc aux banques - Fragilisation des intermédiaires financiers non bancaires exposés aux marchés actions (avec un effet richesse latent sur la consommation) - Courte récession en 2001 mais une bonne résistance de la croissance grâce au consommateur et aux dépenses publiques 	<ul style="list-style-type: none"> - Krach boursier rampant ; crise du secteur <i>corporate</i> avec extension aux PME et aux ménages ; crise immobilière du milieu des années 1990 non soldée ; défaut argentin - Fragilisation du système bancaire (mais pas de rupture) et suspicion de <i>credit crunch</i> (impératif d'une rentabilité à restaurer) - Fragilisation des intermédiaires financiers non bancaires exposés aux marchés actions - Stagnation, risque élevé de récession en 2003 	<ul style="list-style-type: none"> - Krachs boursier et immobilier simultanés (fin 1989) ; transmission au système bancaire (collatéraux des crédits, participations financières) et pourrissement de la situation ; <i>credit crunch</i> et situation de trappe à liquidité depuis 1998 - Fragilisation des intermédiaires financiers non bancaires exposés aux marchés actions (assurance-vie) - Croissance annuelle moyenne de 1,3 % entre 1991 et 2002 - Déflation depuis 1999
Caractéristiques des structures financières	<ul style="list-style-type: none"> - Désintermédiation bancaire précoce ; spécialisation persistante des institutions financières ; faible exposition émergente des banques commerciales ; concentration bancaire fortement accrue ces dernières années (CR 5 : 45 % en 2002) même s'il subsiste 8 000 banques commerciales - Développement et apprentissage précoce des marchés financiers 	<ul style="list-style-type: none"> - Banques universelles intégrées dans un réseau dense de participations croisées (modèle rhénan) ; faible concentration du système bancaire (CR 5 : 20 % en 2001) avec encore environ 2 500 établissements ; concurrence déloyale des banques publiques favorisant la prise de risque - Développement rapide des marchés financiers depuis 1990 	<ul style="list-style-type: none"> - Déspecialisation bancaire au cours des années 1980 ; faible concentration du système bancaire (CR 5 environ 30 %) jusqu'aux mouvements de consolidation purement défensifs récents - Développement rapide des marchés financiers au cours des années 1980
Sensibilité des banques commerciales aux chocs survenus depuis 3 ans	<ul style="list-style-type: none"> - Faible (les banques commerciales étant essentiellement exposées sur le consommateur américain) 	<ul style="list-style-type: none"> - Forte (les banques ayant cumulé les expositions aux différents risques) 	<ul style="list-style-type: none"> - Moyenne (ces chocs ont surtout affecté le Japon de manière indirecte en raison de sa position de créancier net du reste du monde)
Réactivité des agents privés	<ul style="list-style-type: none"> - Forte dans le cas des entreprises, des banques commerciales et des banques d'investissement : ajustement des coûts, assainissement rapide des bilans (la faible baisse du taux d'endettement des entreprises masquant la réallocation des risques) 	<ul style="list-style-type: none"> - Croissante dans le cas des banques, mais assez peu proactive (réduction des actifs pondérés des 4 grandes banques privées allemandes de 182 Md€ en 2002, avec une baisse de leurs frais d'exploitation de 15 %) 	<ul style="list-style-type: none"> - Faible depuis maintenant plus de 10 ans (avec un dilemme constant entre faire accepter au pays une cure d'austérité ou colmater partiellement le système financier, systématiquement arbitré en faveur du second, ce qui n'a fait qu'aggraver la crise japonaise)

	États-Unis (2000-2003)	Allemagne (2000-2003)	Japon (1989-2003)
Réactivité du <i>policy mix</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Forte (politiques monétaire et budgétaire, mesures de restauration de la confiance des marchés) - Une banque centrale soucieuse de minimiser les chocs sur la dette privée, attentive au risque systémique et prête à recourir aux instruments « non conventionnels » pour éviter la déflation par la dette (souvenir prégnant des années 1930) 	<ul style="list-style-type: none"> - Insuffisante en raison d'un <i>policy mix</i> conflictuel (BCE indépendante, pacte de stabilité rigide) et du manque d'instruments efficaces pour répondre aux chocs asymétriques (type fonds de stabilisation, constitués <i>ex ante</i>) 	<ul style="list-style-type: none"> - Faible au début de la crise - Un <i>policy mix</i> très affaibli aujourd'hui - Difficulté à mener une politique de dépréciation du change (excédent courant chronique ; tentations de dépréciations compétitives des autres pays dans le climat actuel de croissance globale molle)
Risques	<ul style="list-style-type: none"> - Trappe à liquidité / déflation - L'éclatement de la bulle « ménages », qui affecterait bien davantage le système bancaire que la crise des <i>corporate</i> - La suspicion du marché sur un acteur financier important - Un krach dollar ? 	<ul style="list-style-type: none"> - Une récession en 2003 - L'entrée en déflation, en l'absence de marges de manœuvre des politiques économiques, qui alourdirait le poids réel des dettes - La suspicion du marché sur une banque importante (cf. l'intervention de la BaFIN en 2002 pour rassurer le marché financier) 	<ul style="list-style-type: none"> - Le pire est-il imaginable ? (un défaut sur la dette publique, qui serait suivi d'une spirale dépressionniste) - Le plus probable est la poursuite du lent pourrissement de la situation, sans rupture immédiate
Atouts face aux chocs futurs	<ul style="list-style-type: none"> - La réactivité des acteurs privés et publics - Des agences fédérales (Fannie Mae et Freddie Mac) <i>too big to fail</i> mettant <i>de facto</i> le marché immobilier sous perfusion publique en cas de crise - Le statut international du dollar, qui reporte une grande partie des ajustements sur le reste du monde 	<ul style="list-style-type: none"> - La réactivité croissante des acteurs privés - Au regard de la situation économique allemande, l'acceptation d'un dérapage du déficit public devient plus consensuelle au niveau européen - Des réformes et une consolidation en cours qui devraient rendre plus robuste le système bancaire 	<ul style="list-style-type: none"> - Un point bas bientôt atteint ? (mais cela fait maintenant plus de 10 ans que certains l'évoquent)

NOTES

1. Désintermédiation « bancaire » qui doit toujours être opposée à une désintermédiation « financière » qui ne s'est, quant à elle, pas réalisée, contrairement à certaines prédictions passées.
2. Construit à partir des données fournies par les établissements (*pro forma* le cas échéant), notre échantillon prend en compte 48 banques commerciales de 15 pays (dont la Suisse et la Norvège) totalisant environ 15 000 Md€ d'actifs fin 2001 (soit environ 60 % des actifs du système bancaire européen).
3. La seconde différence essentielle a été la plus grande réactivité de l'économie américaine (cf. *infra*).
4. Pour une synthèse récente, cf. FMI [2003], « When Bubbles Burst », in *World Economic Outlook*, Chapitre II, avril.
5. De nombreux auteurs se sont inquiétés du caractère explosif des bilans de Fannie Mae et Freddie Mac, ce qui a conduit l'OFHEO à réaliser une étude évaluant les risques portés par ces institutions en proposant différents scénarios de stress (*Systemic risk : Fannie Mae, Freddie Mac and the role of OFHEO*, février 2003). De portée rassurante, le rapport a toutefois été critiqué par W. Poole, président de la Banque de réserve fédérale de Saint Louis, qui rappelle l'occurrence passée de risques extrêmes non probabilisables et la fragilité des structures de ces agences fédérales en raison de la faiblesse de leurs ratios de fonds propres et de l'écart important entre leurs actifs longs et leurs dettes courtes. Ces dettes à renouveler régulièrement rendent ces institutions particulièrement sensibles aux remontées non anticipées de taux courts. *De facto*, W. Poole met ainsi en garde contre ce caractère *de facto too big to fail* des agences fédérales.
6. Cf. Borio et Lowe ("Asset prices, financial and monetary stability : exploring the nexus", *BIS WP*, n° 114, juillet 2002) pour une présentation systématique des dynamiques de prix d'actifs (actions, immobilier commercial et immobilier résidentiel) dans les principaux pays de l'OCDE depuis 1970, ainsi que le rapport de la BCE de mars 2003 sur les facteurs structurels des marchés immobiliers dans l'UE.
7. Les deux seuls grands établissements à avoir connu une faiblesse récurrente de leurs résultats en 2001 et 2002 sont JP Morgan Chase et Fleet Boston Financial, tous deux en raison de la concentration de leurs expositions, le premier en capital-risque et sur les crédits *corporate* et le second en Argentine.
8. Notre échantillon comprend 39 banques européennes et les 16 plus grandes banques commerciales américaines par la taille de leur bilan. Par souci de lisibilité, les noms de certains établissements n'apparaissent pas à côté du point représentant leur positionnement.
9. Même si les déséquilibres du Japon ne sont pas neutres sur la stabilité du système monétaire et financier international, nous considérons toujours les problèmes de ce pays comme spécifiques, issus de la difficulté politique à imposer les conditions nécessaires à l'assainissement du système financier depuis l'éclatement de la bulle financière de la fin des années 1980 (et donc d'un pourrissement de la situation).
10. Rappelons que les entreprises américaines ont massivement coupé leurs coûts (investissements fixes, déstockage), ce qui a conduit à une forte réduction de leur besoin de financement externe. Elles ont également restructuré leur bilan en augmentant sensiblement la maturité de leur dette.
11. Les études sur les dérivés de crédit se sont multipliées ces deux dernières années (cf. par exemple les résultats du sondage réalisé par l'agence de notation Fitch, « Global Credit Derivatives » : Risk Management or Risk?, *Credit Policy*, 10 mars 2003).
12. Cf. par exemple E.L. Groshen et S. Potter, « Has structural change contributed to a jobless recovery ? », *Current Issues in Economic and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, vol 9, n°8, août 2003.

