

REVUE DE LA STABILITÉ FINANCIÈRE

LA POLITIQUE MACROPRUDENTIELLE RÉSISTE-T-ELLE À LA PANDÉMIE ?

MARS 2021 - N° 24

PRÉFACE

Cette 24^e édition de la *Revue de la stabilité financière* de la Banque de France est un numéro spécial consacré à la politique macroprudentielle au cœur de la crise de la Covid.

Pendant une décennie, nous avons défini le cadre macroprudentiel et nous l'avons mis en œuvre. Certes pensée pour répondre aux crises financières, la politique macroprudentielle trouve aussi tout son intérêt dans cette crise économique provoquée par la crise sanitaire que nous traversons.

Si cette crise n'est pas celle du système financier, et si les banques ont au contraire apporté une partie des réponses pour combattre la crise économique, elle arrive néanmoins sur un terreau de vulnérabilités financières liées à un cycle financier dynamique et des taux bas persistants : valorisation élevée de certains actifs, niveaux élevés de dettes publique et privée, montée en puissance du secteur financier non bancaire.

Les divers points de vue exprimés dans cet ouvrage permettent de mieux cerner les problématiques qui seront à notre agenda macroprudentiel de la prochaine décennie. Il devient notamment essentiel (i) de mieux prendre en compte la dimension internationale du risque financier systémique, et plus spécifiquement de renforcer le cadre européen macroprudentiel ; (ii) d'étendre l'application de règles macroprudentielles au secteur financier dans son ensemble, au-delà des banques ; (iii) d'instaurer une meilleure coordination entre les politiques monétaire et macroprudentielle sur les questions de stabilité financière.

Sur tous ces débats, nous avons le plaisir et l'honneur de bénéficier des éclairages des contributeurs à cette revue :

Luis de Guindos, vice-président de la Banque centrale européenne, nous rappelle à quel point nos outils de stress-tests, en particulier macroprudentiels, sont essentiels, à la fois dans la prévention des crises mais aussi dans le pilotage de nos décisions dans les périodes les plus incertaines ;

Gabriel Makhoulouf, gouverneur de la Banque Centrale d'Irlande, lance un appel à une meilleure régulation macroprudentielle de la finance de marché et en particulier des fonds d'investissement au regard des turbulences observées lors du pic de la crise de la Covid sur les marchés ;

Richard Portes, membre du conseil scientifique du Comité européen du risque systémique, nous montre combien la coordination et les initiatives à l'échelle européenne sont primordiales pour gérer et prévenir les crises ;

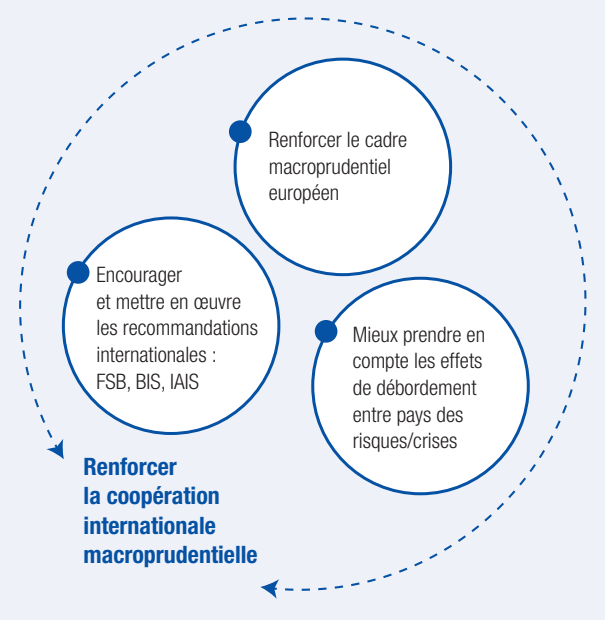
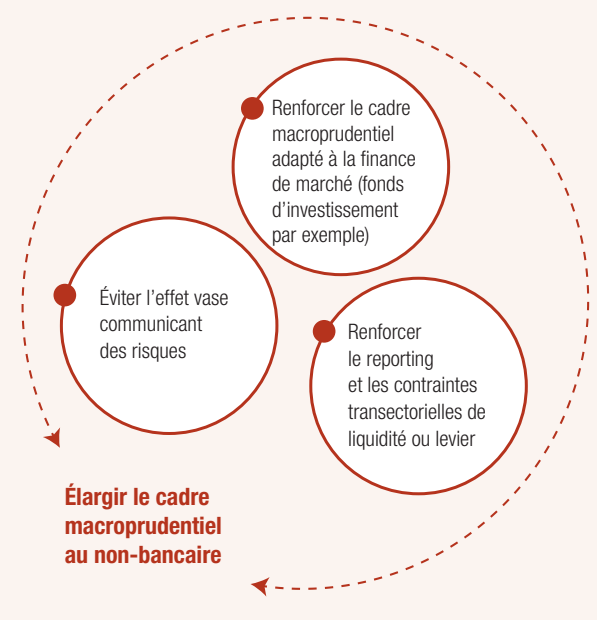
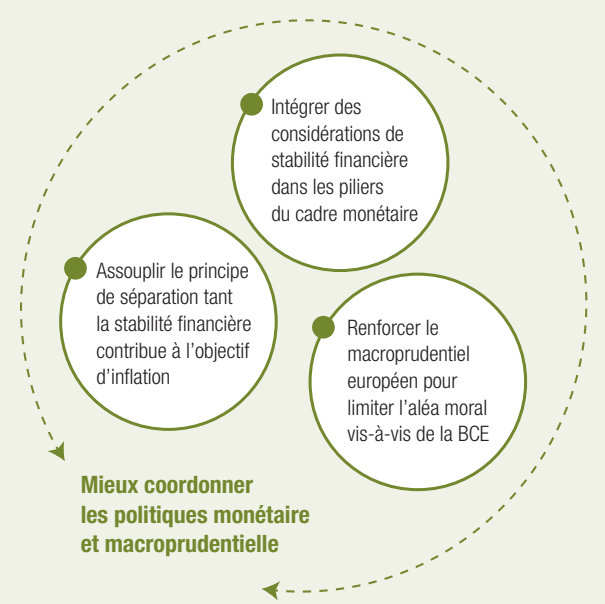
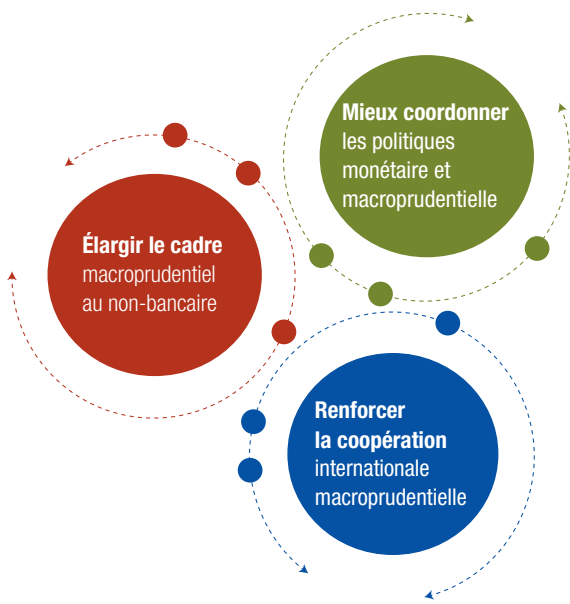
Jonathan Dixon, secrétaire général de l'IAIS (Association internationale des contrôleurs d'assurance), nous sensibilise aux progrès faits dans le secteur de l'assurance sur la prise en compte des risques systémiques, notamment lors de la crise de la Covid ;

Hyun Song Shin, conseiller et directeur de la Recherche à la Banque des règlements internationaux, et ses co-auteurs (**Stefan Avdjiev** et **Bat-el Berger**) élargissent nos perspectives aux pays émergents : ceux-ci ont plutôt bien résisté et les fuites de capitaux, qui ont pu avoir des effets dévastateurs lors des précédentes crises, n'ont pas eu lieu ;

Claudia Buch, vice-président de la Bundesbank, **Linda Goldberg**, vice-présidente de la Banque fédérale de réserve de New York, et **Matthieu Bussière**, directeur des Études monétaires et financières à la Banque de France nous mettent cependant en garde contre un risque de reprise désynchronisée au niveau mondial et pointent le rôle que les banques systémiques peuvent jouer à ce titre.

Enfin, pour ma part, j'aborderai la question d'une meilleure coordination entre politique macroprudentielle et politique monétaire tant cela s'avère nécessaire et doit aussi être une des leçons à retenir de l'épisode de crise que nous connaissons.

François Villeroy de Galhau
gouverneur de la Banque de France



SOMMAIRE

PRÉFACE	3
----------------	----------

LA STABILITÉ FINANCIÈRE À LA CHARNIÈRE DES POLITIQUES MONÉTAIRE ET MACROPRUDENTIELLE	7
---	----------

François VILLEROY de GALHAU
Gouverneur, Banque de France

LES TESTS DE RÉSISTANCE MACROPRUDENTIELS DANS UN ENVIRONNEMENT INCERTAIN	17
---	-----------

Luis de GUINDOS
Vice-Président, Banque centrale européenne

LES ENSEIGNEMENTS DE LA CRISE DE LA COVID : UN CADRE MACROPRUDENTIEL POUR LE SECTEUR DE LA FINANCE DE MARCHÉ	29
---	-----------

Gabriel MAKHLOUF
Gouverneur, Banque centrale d'Irlande

LE COMITÉ EUROPÉEN DU RISQUE SYSTÉMIQUE PASSE EN « MODE CRISE »	39
--	-----------

Richard PORTES
Professeur d'économie, London Business School,
Membre du comité scientifique consultatif du Comité européen du risque systémique

LE RÔLE DE LA POLITIQUE MACROPRUDENTIELLE DANS LE SECTEUR DE L'ASSURANCE : L'EXPÉRIENCE DE LA CRISE DE LA COVID-19	51
---	-----------

Jonathan DIXON
Secrétaire général, Association internationale des contrôleurs d'assurance – AICA

LES CRÉDITS INTERNATIONAUX OCTROYÉS AUX ÉCONOMIES DE MARCHÉ ÉMERGENTES PENDANT LA CRISE DE LA COVID-19 **63**

Stefan AVDJIEV

Conseiller pour la stabilité financière, Banque des règlements internationaux

Bat-el BERGER

Data scientist principal, Banque des règlements internationaux

Hyun Song SHIN

Conseiller économique et directeur de la Recherche, Banque des règlements internationaux

POLITIQUES MACROPRUDENTIELLES APRÈS LA CRISE LIÉE À LA COVID-19 : RETOMBÉES INTERNATIONALES ET COORDINATION ENTRE PAYS **73**

Claudia M. BUCH

Vice-présidente, Deutsche Bundesbank

Matthieu BUSSIÈRE

Directeur des Études monétaires et financières, Banque de France

Linda GOLDBERG

Vice-présidente senior, Banque fédérale de réserve de New York

ÉTUDES PUBLIÉES **86**

LA STABILITÉ FINANCIÈRE À LA CHARNIÈRE DES POLITIQUES MONÉTAIRE ET MACROPRUDENTIELLE

François VILLEROY de GALHAU

Gouverneur
Banque de France

Face à la crise de la Covid-19, la réponse de l'Eurosystème a été rapide et massive dans le but d'assurer le maintien de conditions de financement favorables à l'ensemble de l'économie. Elle a bénéficié de la résilience accrue du système financier à la faveur des réformes postérieures à la crise financière de 2008. Elle s'est également appuyée sur une gamme élargie d'instruments de politique monétaire flexibles et innovants.

Mais une politique monétaire durablement accommodante peut conduire à des effets indésirables pour la stabilité financière à travers une moindre discipline de marché, une prise de risque excessive encouragée par l'aléa moral généré dans la résolution des crises passées et l'augmentation du levier d'endettement des agents économiques. Pour mieux prévenir les risques d'instabilité financière et ainsi préserver les canaux de transmission de la politique monétaire, il apparaît nécessaire de dépasser le principe de stricte séparation entre politique monétaire et politique macroprudentielle, en lui préférant un principe de coordination.

Cependant, le cadre macroprudentiel demeure une ligne de défense indispensable et doit également être renforcé selon deux axes essentiels : muscler le volet européen et élargir le cadre aux institutions financières non bancaires.

Ces réformes sont la nouvelle frontière à franchir dans la consolidation des progrès vers un système financier plus sûr, en Europe et dans le monde.

La crise de la Covid-19 met la solidité du système financier à l'épreuve et, à travers elle, la pertinence de l'ensemble des réformes y compris macroprudentielles qui ont suivi la crise financière de 2008.

Contrairement à 2008, le secteur bancaire notamment s'est montré résilient car mieux capitalisé grâce à l'action conjuguée des autorités micro et macroprudentielles. Au-delà du renforcement des fonds propres des banques françaises (mais aussi européennes), qui entre 2008 et 2020 ont doublé pour atteindre près de 15 % de leur bilan (pondéré), plusieurs pare-feux macroprudentiels avaient été mis en place avant le déclenchement de la crise, notamment en France par le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) : l'activation des coussins contracycliques, des limites d'exposition pour les banques systémiques vis-à-vis des entreprises les plus endettées ou encore des recommandations de prudence sur l'octroi de crédit immobilier résidentiel.

La gestion de cette nouvelle crise en a bénéficié. La solidité du système bancaire a en effet contribué à l'efficacité de l'action des autorités publiques, gouvernements et banques centrales face à la pandémie et ses conséquences économiques. L'Eurosystème, en particulier, a mobilisé, vite, une palette très large d'instruments pour soutenir le financement de l'économie réelle, notamment via les banques. Ces mesures ont complété les mesures budgétaires prises au niveau national pour soutenir les entreprises et les ménages durement touchés par la situation de crise.

Mais l'application d'une politique monétaire durablement accommodante peut conduire à des effets collatéraux pour la stabilité financière, au point que l'accumulation de risques pour le système financier pourrait être de nature à affecter la transmission efficace de la politique monétaire. Cette menace implique que la politique monétaire, pour un objectif d'inflation donné, non seulement utilise en priorité des instruments dont la conception et la mise en œuvre contribuent le moins possible aux déséquilibres financiers, mais aussi agisse en tenant compte des dynamiques relatives à la stabilité financière.

Par ailleurs, au-delà de la solidité des banques, l'empreinte croissante des fonds d'investissement sur le financement de l'économie réelle implique de s'assurer de leur capacité à éviter des comportements procycliques de nature à amplifier les stress de liquidité. Le cadre macroprudentiel, appliqué aux seules entités bancaires et essentiellement à l'échelle nationale, ne suffit donc pas. Le développement d'un cadre macroprudentiel pour les intermédiaires financiers

non bancaires, coordonné à l'échelle internationale, est également indispensable.

En bref, la politique macroprudentielle ne peut suffire si elle est isolée de la politique monétaire (*section 1*). Elle peut et doit pour autant gagner en efficacité au niveau européen (*section 2*) comme à l'égard des acteurs non bancaires (*section 3*).

1 TIRER TOUTES LES LEÇONS DES INTERACTIONS ENTRE POLITIQUE MONÉTAIRE ET STABILITÉ FINANCIÈRE

Le principe traditionnel : séparation entre politique monétaire et politique macroprudentielle

La grande crise financière de 2008 a montré que la stabilité des prix n'était pas une garantie suffisante de stabilité financière. Elle a mis en évidence la nécessité de la politique macroprudentielle. Après 2008 en effet, s'est imposé le constat que les crises liées aux activités financières, et plus particulièrement les activités conduites par les banques, peuvent avoir des conséquences systémiques très néfastes pour la stabilité de l'ensemble du système financier, et suffisamment graves pour affecter également l'économie réelle. Le déroulement de la crise financière de 2008, par ses incidences sur l'activité économique et donc sur l'évolution des prix à la consommation, a montré qu'il fallait s'assurer de la solidité du système financier, et plus particulièrement bancaire, pour se prémunir de la répétition de turbulences similaires.

Le comité de Bâle sur la supervision bancaire (BCBS – *Basel Committee on Banking Supervision*) a franchi en septembre 2010 une étape importante en ce sens avec la réforme du cadre réglementaire international, dit de Bâle 3, approuvée par les dirigeants du G20 au sommet de Séoul en novembre 2010. Au-delà du renforcement des exigences microprudentielles, en termes de capital, de liquidité et de levier d'endettement, le BCBS a défini un cadre macroprudentiel pour la supervision des banques, comportant deux dimensions. En premier lieu, ce cadre macroprudentiel a pour objet de réduire l'ampleur des cycles financiers et donc contenir la tendance du système bancaire à accentuer les hauts ou les bas de cycles économiques par une distribution respectivement excessive ou insuffisante du crédit. L'outil emblématique institué est le coussin de fonds propres contracyclique, qui oblige les banques à augmenter leur capital réglementaire pendant les périodes de croissance excessive du crédit. En second lieu, ce cadre macroprudentiel vise à limiter la transmission des chocs à

travers le système financier, grâce notamment à la surcharge en capital exigée pour les banques les plus systémiques.

Cette réponse macroprudentielle a été mise en œuvre en suivant le principe de Tinbergen : à la politique macroprudentielle le soin d'assurer la stabilité financière, à la politique monétaire, celui d'assurer la stabilité des prix. Dans cette approche, la politique monétaire n'a pas vocation à agir pour limiter les risques de stabilité financière, par exemple ceux associés à l'évolution des prix d'actifs, qu'il s'agisse du cours des actions ou des prix immobiliers. Cette séparation se justifie traditionnellement par deux raisons principales : i) la difficulté à identifier en temps réel des bulles sur les prix d'actifs ; ii) les incertitudes associées à une politique monétaire soumise à des conflits d'objectifs.

Les limites de la séparation

Cependant, il faut réexaminer ce principe de séparation dans le contexte actuel de taux d'intérêt bas et d'une politique monétaire reposant sur une gamme d'instruments large et flexible.

Au sein de la zone euro, le mandat donné à la politique monétaire est sans ambiguïté : son objectif principal est celui de la stabilité des prix. Toutefois, le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne ¹ précise que « *le SEBC ² contribue à la bonne conduite des politiques menées par les autorités compétentes en ce qui concerne le contrôle prudentiel des établissements de crédit et la stabilité du système financier.* » L'Eurosystème met déjà en œuvre ce mandat en accordant une attention particulière à des agrégats financiers assez larges quand il arrête l'orientation de sa politique monétaire. Par exemple, il suit la dynamique de l'endettement des ménages, des entreprises et des intermédiaires financiers.

En 2010, au sein de l'Eurosystème, nous étions confrontés à des perspectives de taux d'intérêt encore élevés, affectant peu les marges bancaires et dispositions d'instruments de politique monétaire peu flexibles et assez conventionnels limitant *de facto* la capacité de la politique monétaire à agir sur les risques du système financier. En 2021, la boîte à outils de l'Eurosystème apparaît singulièrement élargie avec « *la forward guidance* » des taux d'intérêt, le déploiement des programmes d'achats de titres et la mise en place des opérations de refinancement à très long terme ciblées (TLTRO – *targeted longer-term refinancing operations*). Par ailleurs, l'application d'une politique monétaire durablement accommodante a pu entraîner des évolutions indésirables pour la stabilité financière parmi

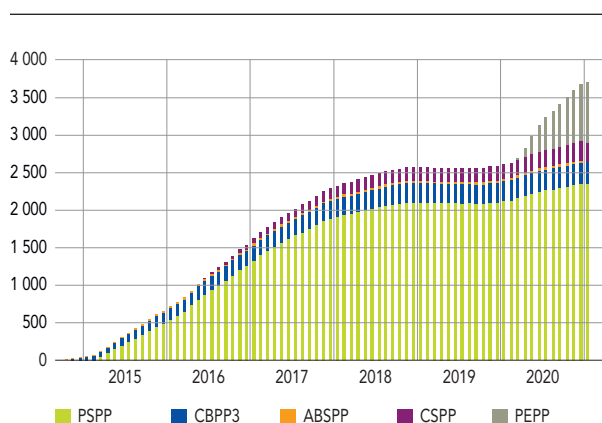
lesquels notamment : la baisse de la rentabilité bancaire du fait de taux d'intérêt très bas et même négatifs, un comportement de recherche de rendements trop risqué de la part des investisseurs dans un environnement de taux durablement bas ; un assouplissement des critères d'octroi des crédits ; l'augmentation du levier des agents non financiers qui accroissent leur dette ; une compression des primes de risque excessive sur certains segments.

Or, en cas d'instabilité financière affectant les prix d'actifs mais aussi la solvabilité des entreprises les plus endettées, et pesant sur les bilans bancaires (par la montée des prêts douteux), de nombreux canaux de transmission de la politique monétaire seraient remis en cause.

Pour un principe de coordination : utiliser la palette d'instruments de politique monétaire pour mieux prendre en compte les considérations de stabilité financière

La nécessité de contrer les risques pesant sur les perspectives d'inflation de la zone euro et sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire, aggravés par la crise de la Covid-19, justifie pleinement une politique monétaire très accommodante. Il ne peut donc s'agir, au nom de la stabilité financière, de « durcir » la politique monétaire (ce que voudraient les partisans du « *leaning against the wind* ») ; mais l'Eurosystème doit privilégier l'utilisation des instruments présentant le moins d'effets

G1 Programmes d'achats de titres de l'Eurosystème
(encours en milliards d'euros)



Notes : Programmes d'achats : de titres publics (PSPP), d'obligations sécurisées (CBPP3), de titres adossés à des actifs (ABSPP), d'obligations d'entreprise (CSPP) et d'urgence face à la pandémie (PEPP).

Source : Banque centrale européenne.

1 Article 127-5 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

2 Système européen des Banques centrales.

indésirables en matière de stabilité financière, voire la mise en place de dispositifs ad hoc de nature à réduire de tels effets. Par exemple, le mécanisme de *tiering*, qui rémunère une partie des réserves excédentaires des banques auprès de l'Eurosystème à un taux plus élevé que celui de la facilité de dépôt, permet d'exempter de taux d'intérêt négatifs une partie des réserves excédentaires des banques auprès de l'Eurosystème et de diminuer la compression des marges nettes d'intérêt, préservant ainsi la rentabilité du secteur bancaire dans l'environnement de taux d'intérêt bas. Son application permet ainsi à la politique monétaire d'agir dans le sens de la stabilité des prix sans affaiblir la stabilité du secteur financier.

Autre exemple : les opérations ciblées de refinancement à long terme dites TLTRO, assorties de taux d'intérêt très bas, excluent les prêts immobiliers pour limiter la contribution potentielle de la politique monétaire à l'inflation immobilière résidentielle qui amplifierait le risque de bulle. Enfin l'Eurosystème exclut les achats d'actions boursières ou ceux d'obligations bancaires qui diminueraient la discipline de marchés des institutions financières.

Intégrer le suivi des risques de stabilité financière dans la conduite de la politique monétaire

Il est essentiel, a minima, de continuer à privilégier l'utilisation des instruments de politique monétaire ayant le moins d'effets indésirables sur la stabilité financière, à effets identiques sur la stabilité des prix. Mais il faut également dépasser le principe traditionnel de stricte séparation entre politique monétaire et politique macroprudentielle. Sans remettre en cause la stabilité des prix comme l'objectif final de la politique monétaire, ni le rôle de la politique macroprudentielle en tant que première ligne de défense pour remédier aux déséquilibres financiers empêchant le fonctionnement efficace du mécanisme de transmission, la politique monétaire devrait être conduite en formalisant également un suivi des risques de stabilité financière, étant donné leur importance pour la transmission de la politique monétaire et ses effets sur la production et l'inflation.

Jusqu'à présent, la politique monétaire de la zone euro a été articulée autour de deux piliers : 1) l'analyse économique qui évalue les déterminants de court et moyen terme des développements économiques et justifie un taux d'intérêt cible et 2) l'analyse monétaire – dont le rôle a historiquement beaucoup diminué – qui exploite, dans une perspective de plus long terme, l'information tirée du lien entre l'offre de monnaie et les prix. Ce second pilier dédié à l'analyse monétaire mériterait d'être rénové

et étendu pour couvrir l'analyse permettant l'évaluation des déséquilibres financiers et de leurs effets ultérieurs sur la production et sur l'inflation : par exemple, prix d'actifs (biens immobiliers et/ou actions); évolutions des crédits aux ménages et aux entreprises.

Ainsi les considérations de stabilité financière seraient une partie explicite de l'orientation de la politique monétaire et, en pratique, seraient prises en compte dans un cadre unique, clair et transparent. Ce cadre présenterait le mérite de formaliser les analyses, déjà réalisées en pratique, présidant aux choix de combinaison d'instruments de politique monétaire; ces analyses seraient guidées par la volonté de maximiser l'effet sur l'inflation tout en minimisant les effets secondaires extrêmes sur la stabilité financière.

2 Articuler les niveaux européen et nationaux de la politique macroprudentielle pour une meilleure efficacité

L'intégration des considérations de stabilité financière dans la politique monétaire de la zone euro devra être modulée en fonction de la portée géographique des risques associés aux vulnérabilités identifiées; elle ne remet pas en cause la nécessité de la politique macroprudentielle. Un risque isolé sur un pays donné devra pouvoir continuer d'être traité dans le cadre macroprudentiel national. Un risque propre à un pays donné, mais avec de possibles conséquences sur les pays voisins, devra pouvoir être traité dans un cadre macroprudentiel européen complétant le cadre national. Enfin, un risque majeur commun à toute la zone euro, et dont l'incidence serait significative sur la croissance et les indices de prix à la consommation, ne saurait être ignoré par la politique monétaire unique. Cette allocation optimale entre politique monétaire et politique macroprudentielle implique toutefois un renforcement du volet macroprudentiel, au premier chef dans sa dimension institutionnelle européenne.

Des schémas institutionnels parfois complexes pour la politique macroprudentielle

La gouvernance de la politique macroprudentielle prend des formes variées dans le monde : certains pays la confient à une autorité politique quand d'autres s'appuient sur la banque centrale, via un comité dédié, ou sous la responsabilité d'un comité trans-institutionnel auquel la banque centrale prend part³. Cette hésitation reflète une dualité : les décisions macroprudentielles ont une forte

sensibilité politique – d’aucuns songent à l’exemple des mesures sur l’octroi de crédit immobilier – et présentent en même temps une forte technicité. La gouvernance politique expose donc à un risque d’inaction ; celle de la banque centrale à un risque d’illégitimité.

La France a retenu de ce fait une formule mixte, bien ajustée à l’usage : l’autorité macroprudentielle y est le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF), présidé par le ministre des Finances ; y siègent le gouverneur de la Banque de France qui a le monopole des propositions de décisions, les présidents des autorités de supervision que sont l’Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), l’Autorité des marchés financiers (AMF) et l’Autorité des normes comptables (ANC). À ces membres s’ajoutent trois personnalités qualifiées, économistes indépendantes et reconnues.

À l’étage national s’ajoute l’étage européen. L’ambition d’une meilleure prise en compte de la stabilité financière par la politique monétaire nécessite une articulation avec le cadre macroprudentiel au plan européen. Cette articulation existe déjà : la Banque centrale européenne (BCE) dispose d’un pouvoir dit de « *top-up* » l’autorisant à durcir certaines des mesures macroprudentielles adoptées par les autorités nationales si ces mesures sont jugées insuffisantes. De plus, la coordination et la coopération entre les autorités nationales s’effectuent grâce à l’intercession du Comité européen du risque systémique (CERS/ ESRB ⁴), présidé par la présidente de la BCE.

Renforcer le volet européen de la politique macroprudentielle

Il peut subsister des spécificités nationales qui justifient l’hétérogénéité des outils (par exemple dans le domaine de l’immobilier), mais un cadre européen doit être synonyme de transparence, de coopération accrue et d’une meilleure prévention de la diffusion des risques, en particulier dans une union économique et monétaire. D’où l’idée d’aller plus loin pour faire en sorte que l’intégration financière corresponde à un renforcement de la résilience du système financier européen. Cela ne doit toutefois pas se faire au prix d’une complexité qui, non seulement ne permet pas toujours de bien identifier les responsabilités des uns et des autres, mais donne aussi lieu à des procédures lourdes qui peuvent entraver l’agilité requise quand des crises surviennent.

La récente révision des textes européens dédiés à la réglementation du secteur bancaire accroît le degré

d’harmonisation du cadre macroprudentiel. La Commission européenne pourrait aller encore plus loin lors de la future révision de 2022, et notamment quant aux mesures concernant les emprunteurs. Celles-ci pourraient être intégrées à l’avenir à la directive CRD VI ⁵ de façon à avoir des outils communs et transparents pour l’ensemble des pays de l’Union européenne facilitant à la fois leur adoption et la réciprocité de ces mesures à l’échelle de l’Union : il s’agirait là d’un progrès encourageant vers une politique macroprudentielle européenne.

La dimension essentiellement nationale de la politique macroprudentielle pour le moment n’est adaptée qu’aux configurations de chocs internes. Chaque pays est alors censé être suffisamment outillé pour les contrer voire, dans le meilleur des cas, les anticiper et les prévenir. En revanche, un risque dont le caractère systémique est avéré doit pouvoir être traité au niveau européen afin de garantir la stabilité financière de l’ensemble de la zone. De tels risques sont de plus en plus probables compte tenu des fortes interconnexions au sein du système financier européen qui impliquent à la fois les intermédiaires financiers non bancaires et les établissements de crédit. Pour cela, la BCE (voire le CERS) devrait être dotée de pouvoirs macroprudentiels élargis, fondés sur un ensemble d’instruments définis au niveau européen afin de permettre une action réactive et coordonnée. La crise de la Covid-19 a révélé l’existence de marges de progrès sur plusieurs plans : les coussins contracycliques ont été relâchés, certes, mais à partir de situations initiales très différentes ; les procédures impliquant les instances européennes associées à la mobilisation de certains instruments macroprudentiels durent plusieurs mois avant que leur mise en œuvre ne soit effective. Cette bureaucratie peut – d’expérience – décourager, sans guère apporter.

3 Renforcer le cadre macroprudentiel et l’élargir aux acteurs non bancaires

Le système financier dans son ensemble a bien résisté à la crise de la Covid-19 grâce notamment aux interventions décisives des autorités gouvernementales mais également des superviseurs et des banques centrales. Néanmoins, plusieurs axes permettraient aussi de l’optimiser.

³ Cf. *IMF-FSB-BIS Elements of Effective Macroprudential Policies, Lessons from International Experience*, Fonds monétaire international, Conseil de stabilité financière et Banque des règlements internationaux, 31 août 2016.

⁴ *European systemic Risk Board*.

⁵ *Capital Requirements Directive*.

Un manque d'appétence pour les coussins de capital microprudentiels qui justifie un déploiement plus important des coussins macroprudentiels

Les réformes réglementaires issues de la crise financière de 2008 ont permis aux banques de bénéficier de ratios de solvabilité bien plus élevés en 2020 qu'ils ne l'étaient lors des précédentes crises. Cela a constitué un atout décisif pour que les banques apportent des financements soutenus aux sociétés non financières. Cependant, le renforcement des ratios de solvabilité s'est essentiellement fait par le déploiement de coussins en capital que les autorités ne peuvent relâcher en bas de cycle, contrairement au coussin contracyclique.

Plusieurs freins à l'utilisation des coussins microprudentiels bancaires ont été identifiés, même après que les autorités de supervision ont relâché leurs exigences : c'est le débat difficile sur la « *buffer usability* ». Premièrement, les banques restent particulièrement attentives à la pression des marchés financiers, qui s'exerce par le biais des investisseurs et des agences de notation ; elles craignent que l'utilisation de leurs coussins, et donc une dégradation de leur ratio de solvabilité, puisse les stigmatiser, et instiller des doutes sur leur solidité. Une deuxième raison pourrait être liée à la crainte de restrictions imposées par les superviseurs sur la distribution de dividendes si les ratios de solvabilité devaient se dégrader davantage. Une troisième raison semble tenir à l'incertitude des banques à faire face à terme, aux futures exigences, et aux reconstitutions de fonds propres imposées par les autorités en sortie de crise et à l'impact de la montée des risques futurs sur leurs ratios. Nous avons voulu lever cette crainte dans la réunion du groupe des gouverneurs et superviseurs de la BRI ⁶ (*group of Governors and Heads of Supervision – GHOS*) que j'ai présidée en novembre 2020 en donnant une orientation (« *guidance* ») claire sur la durée de ces flexibilités : « *Après la crise, les superviseurs donneront aux banques suffisamment de temps pour reconstituer leurs coussins, en tenant compte des conditions économiques, du marché et des banques.* » ⁷

Il a donc fallu que les autorités prudentielles communiquent largement sur l'utilisation souhaitée de ces coussins ou réduisent les exigences de certains instruments microprudentiels (par exemple l'orientation du Pilier 2) pour lesquels les relâchements contracycliques n'étaient pas initialement prévus. Cet appel à l'utilisation des coussins doit nécessairement être fait (et a été en partie fait) de façon coordonnée entre juridictions afin d'éviter tout risque de stigmatisation et garantir une concurrence internationale équitable entre les établissements.

Le renforcement des coussins macroprudentiels contracycliques doit intervenir sans augmenter le niveau total des exigences réglementaires prévues dans le cadre de la réglementation de Bâle 3. Cela implique un arbitrage entre la taille des coussins existants et le coussin contracyclique qui, lui, a bien vocation à être relâché dans les périodes de stress. Des coussins contracycliques toujours disponibles, et donc strictement supérieurs à zéro, en dehors des crises, seraient un levier d'action macroprudentiel essentiel : non seulement pour les crises « endogènes » au système financier, mais aussi pour les chocs « exogènes » du même type que la pandémie de Covid 19 ⁸. Il serait nécessaire d'y ajouter la possibilité pour la BCE de relâcher les coussins de façon homogène et coordonnée au sein de la zone euro, ce qui permettrait de disposer d'un levier macroprudentiel efficace au plan européen.

Nous avons gagné en crédibilité en faisant la démonstration que nous n'avions, en France, aucune réticence à relâcher les coussins contracycliques disponibles quand cela est apparu nécessaire : le HCSF l'a fait sur ma proposition dès le 18 mars 2020. En temps utile, et à l'issue de la crise, nous devrions également pouvoir amplifier l'utilisation de cet instrument. Encore faut-il pour cela que le superviseur microprudentiel (la BCE au travers du Mécanisme de supervision unique – MSU – dans le cadre européen) accepte de diminuer à hauteur équivalente ses propres exigences en capital, ce dont il ne montre malheureusement pas de signe.

L'établissement d'un cadre macroprudentiel pour le secteur non bancaire.

Le dynamisme du cycle financier, qui s'est poursuivi en parallèle des efforts de régulation financière à l'échelle mondiale depuis 2008, s'est traduit notamment par l'émergence du secteur financier non bancaire (*Non-Bank Financial Institutions – NBFIs*). Les principales institutions financières non bancaires sont les compagnies d'assurance, les fonds de pension, les fonds d'investissement monétaires et les autres fonds d'investissement. Ces derniers sont ceux qui ont vu leur activité croître le plus rapidement, la valeur totale des actifs de ce secteur ayant augmenté de 11 000 milliards d'euros en 2008 à 45 000 milliards d'euros en 2019 ⁹ au niveau mondial.

L'essor de l'intermédiation non bancaire et, notamment, le développement du secteur des fonds d'investissement a déplacé une partie de l'activité financière vers des acteurs plus nombreux et plus hétérogènes que ceux du secteur bancaire, mais répondant toutefois à des dynamiques

souvent identiques et dont les effets peuvent être de nature procyclique. C'est aussi leur degré d'interconnexion qui rend nécessaire l'émergence d'un cadre macroprudentiel pour ces acteurs, prenant en compte leur caractère systémique. En effet, les intermédiaires non bancaires sont fortement reliés entre eux et aux banques, par des expositions directes mais aussi des expositions indirectes, notamment via la structure des conglomérats et via la détentions d'actifs communs. De plus, dans un contexte de taux d'intérêt bas, ces acteurs peuvent être incités à détenir des actifs toujours plus risqués et moins liquides tout en ayant recours au levier.

La crise de la Covid-19 a ainsi mis la lumière sur les vulnérabilités des fonds d'investissement, et notamment celles des fonds monétaires, ainsi que l'insuffisance des cadres réglementaires existants. Le secteur de la finance de marché doit être suffisamment résilient pour être capable d'absorber les chocs sans les transmettre au reste du système financier ni a fortiori à l'économie réelle. L'action des banques centrales a été décisive, notamment pour apporter de la liquidité aux marchés de financement à court terme, là où les fonds monétaires sont les plus actifs en période normale et là où leur retrait au plus fort de la crise a pu avoir un effet procyclique d'assèchement de la liquidité disponible pour les sociétés non financières.

Mais le cadre prudentiel actuel concernant les fonds monétaires est lacunaire, car il s'attache uniquement à la situation individuelle de chaque fonds sans intégrer les externalités négatives que leurs activités entraînent pour l'ensemble du système financier. Il fait peser des risques de liquidité sur la sphère réelle, dont une part croissante du financement dépend des fonds. Parmi les améliorations impératives de la réglementation en vigueur, les coussins de liquidité devront être renforcés tout en donnant la capacité au régulateur de relâcher ces contraintes en période de stress : ce serait une première ligne de défense macroprudentielle, à utiliser avant de recourir au soutien de dernier ressort apporté par la banque centrale. Ces instruments doivent être conçus au niveau européen, compte tenu de la forte intégration européenne du secteur financier non bancaire, et conformément à l'ambition européenne d'une union des marchés de capitaux. Une approche internationale est également souhaitable, compte tenu du fort degré d'interconnexion et de dépendance au-delà du seul périmètre européen. Les autorités américaines devraient prendre ici un rôle plus actif, aux côtés des autorités européennes, pour s'assurer que le développement de leur industrie de la gestion d'actifs soit compatible avec la stabilité financière.

Dans les circonstances où la situation des fonds monétaires ferait néanmoins peser des risques majeurs affectant la croissance et la stabilité des prix dans la zone euro, la politique monétaire devrait exceptionnellement se tenir prête à intervenir ; mais la mise en œuvre de mesures macroprudentielles au plan européen doit constituer un prérequis pour éviter tout aléa moral.

Conclusion

L'objectif de mieux assurer la stabilité financière au cours des prochaines années est un chantier ambitieux qui nécessite d'agir selon trois axes :

- mieux coordonner la politique macroprudentielle et la politique monétaire,
- étoffer le volet européen de la politique macroprudentielle bancaire,
- et surtout mieux prendre en compte le secteur financier non-bancaire dans le cadre de la politique macroprudentielle.

Soyons clairs : nous avons depuis la grande crise financière de 2008 considérablement renforcé la réglementation bancaire et nos politiques macroprudentielles sur ce secteur. La crise de 2020 a confirmé qu'un « chaînon manquant » demeurait : des règles et des outils macroprudentiels pour le **non-bancaire**. À mesure que celui-ci gagne en importance, il est impératif de maîtriser ses risques, de liquidité bien plus souvent que de solvabilité. C'est la nouvelle frontière à franchir dans la consolidation des progrès vers un système plus sûr en Europe et dans le monde.

6 Banque des règlements internationaux.

7 GHOS (2020), *Governors and Heads of Supervision commit to ongoing coordinated approach to mitigate Covid-19 risks to the global banking system and endorse future direction of Basel Committee work*, communiqué de presse, novembre.

8 En cas de fort retournement du cycle financier, les banques verraient leurs exigences se réduire davantage, et par conséquent elles auraient une

plus ample marge de manœuvre pour soutenir le crédit. De façon symétrique, dans une phase d'accumulation des risques, les autorités macroprudentielles pourraient augmenter les exigences de manière plus importante, avec le but de fortifier la résilience de banques.

9 Estimation sur la zone euro et 21 autres juridictions représentant 80 % du PIB mondial (cf. Conseil de stabilité financière, *Global monitoring report on non-bank financial intermediation*, 2020).

BIBLIOGRAPHIE

Comité de Bâle sur la supervision bancaire (2020)

« Governors and Heads of Supervision commit to ongoing coordinated approach to mitigate Covid-19 risks to the global banking system and endorse future direction of Basel Committee work », communiqué de presse, novembre :

<https://www.bis.org/press/p201130.htm>

Conseil de stabilité financière – CSF (2020)

FSB Global monitoring report on non-bank financial intermediation 2020, décembre :

<https://www.fsb.org/2020/12/>

[global-monitoring-report-on-non-bank-financial-intermediation-2020/](https://www.fsb.org/2020/12/global-monitoring-report-on-non-bank-financial-intermediation-2020/)

Fonds monétaire international, CSF

et Banque des règlements internationaux (2016)

Elements of Effective Macroprudential Policies, Lessons from International Experience, août :

<https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/2016/083116.pdf>

LES TESTS DE RÉSISTANCE MACROPRUDENTIELS DANS UN ENVIRONNEMENT INCERTAIN

Luis de GUINDOS

Vice-président
Banque centrale européenne

NB : L'auteur tient à remercier Cosimo Pancaro (BCE, DG Politique macroprudentielle et Stabilité financière) pour sa contribution à cet article

Initialement utilisés comme outil de gestion des crises pour identifier et quantifier les pertes en capital, les tests de résistance, dits « *stress tests* », sont progressivement devenus un outil de prévention, visant à identifier les vulnérabilités présentes dans le système financier. Dans la mesure où les tests peuvent intégrer un large éventail de scénarios, ils apportent aux régulateurs des réponses à des questions présentant un degré élevé d'incertitude, comme celles que pose la crise de la Covid-19. Deux types d'exercices de tests de résistance coexistent : les tests microprudentiels, visant à identifier les vulnérabilités propres à chaque banque, et les tests macroprudentiels, qui portent sur le secteur bancaire dans son ensemble. Ces derniers recouvrent les ajustements dynamiques des banques, les interactions entre banques et économie réelle et l'interconnexion avec les secteurs non bancaires. Les nouvelles orientations visant les tests de résistance macroprudentiels incluent le risque climatique et la modélisation des interactions entre les différents établissements.

Initialement utilisés comme outil de gestion des crises pour identifier et quantifier les pertes en capital et renforcer la discipline de marché, les tests de résistance sont progressivement devenus un outil de prévention, visant à identifier les vulnérabilités présentes dans le système financier. En 2020, plusieurs autorités, dont la Banque centrale européenne (BCE), ont utilisé des exercices de tests de résistance pour évaluer l'impact de l'épidémie de coronavirus (Covid-19) sur la solvabilité des banques et pour prendre les décisions politiques appropriées. Les tests de résistance sont particulièrement adaptés aux circonstances actuelles, qui présentent un degré élevé d'incertitude quant aux évolutions économiques. En effet, les tests de résistance fournissent aux responsables politiques un éclairage sur la manière dont différents scénarios et politiques économiques sont susceptibles d'affecter la solvabilité des banques.

Pour évaluer l'adéquation des fonds propres d'une banque donnée, les autorités de contrôle s'appuient sur deux approches complémentaires des tests de résistance, « *bottom-up* » et « *top-down* », dans le cadre desquels ce sont soit les banques, soit les autorités qui calculent l'insuffisance de fonds propres. En revanche, l'approche macroprudentielle évalue la résilience du secteur bancaire dans son ensemble, et étend le périmètre des tests de résistance classiques à trois niveaux : l'ajustement dynamique des banques aux évolutions macrofinancières, les interactions entre banques et économie réelle, et l'interaction entre les banques et les établissements financiers non bancaires. Les tests de résistance peuvent être des outils multifonctions. Ainsi, la BCE utilise son cadre de test de résistance macroprudentiel pour évaluer l'impact de la réglementation du secteur bancaire et pour déterminer le calibrage des politiques macroprudentielles telles que les coussins de fonds propres. Les nouvelles orientations relatives aux tests de résistance macroprudentiels couvrent notamment l'élaboration d'outils prenant en compte le risque climatique et les interactions entre les différents établissements individuels au sein du secteur financier.

1 L'élaboration de tests de résistance comme outil à la disposition des superviseurs

Devenus, depuis la crise financière, des outils importants pour les banques centrales et les autorités de surveillance du secteur bancaire, les tests de résistance ont été utilisés à différentes fins (de Guindos, 2019a).

Pendant la crise financière, les tests de résistance ont été utilisés principalement pour identifier et quantifier

les déficits de fonds propres dans le secteur bancaire et renforcer la discipline de marché. Des statistiques homogènes et détaillées sur les banques ont été publiées à cet effet et les banques ont été tenues de combler les déficits de fonds propres identifiés par les tests de résistance quand leurs ratios de fonds propres étaient devenus inférieurs à un seuil prédéfini.

La manière dont les tests de résistance sont utilisés a évolué depuis la crise, tant en Europe que dans le reste du monde. Ils sont devenus un élément clé de la panoplie d'outils de surveillance et de stabilité financière visant à évaluer les profils de risque et les performances dans des conditions macroéconomiques défavorables.

Ces dernières années, les tests de résistance ont été utilisés à des fins de prévention des crises. L'objectif est d'identifier les vulnérabilités du système financier et d'évaluer la résilience du secteur bancaire et des banques individuelles aux chocs macrofinanciers défavorables, afin d'étayer les évaluations des autorités de surveillance et les décisions et calibrages des politiques macroprudentielles.

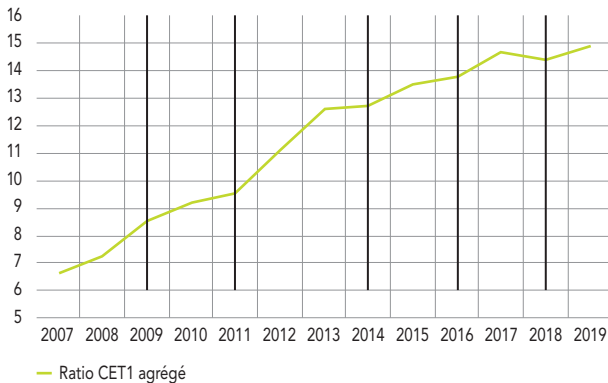
En Europe, les tests de résistance bisannuels effectués sous l'égide de l'Autorité bancaire européenne (ABE) contribuent de manière significative au processus de surveillance et d'évaluation prudentielle de la BCE (*Supervisory Review and Evaluation Process – SREP*)¹.

En d'autres termes, plutôt que de se limiter à une évaluation positive ou négative, les tests de résistance constituent désormais un point de départ, tant pour les discussions entre les banques et les autorités de surveillance que pour les responsables de la politique macroprudentielle.

Dans l'ensemble, les divers tests de résistance européens menés depuis la crise ont joué un rôle déterminant dans le renforcement de la capitalisation et donc de la résilience du secteur bancaire de la zone euro. Le ratio de fonds propres de base de catégorie 1 (*Common Equity Tier 1 – CET1*) des établissements importants de la zone euro est passé de moins de 7 % en 2007 à près de 15 % en 2019 (cf. graphique 1). Une comparaison des résultats des tests de résistance de 2014, 2016 et 2018² fait apparaître le relèvement progressif des niveaux des ratios CET1 dans le scénario adverse, témoignant d'une amélioration de la résilience.

Les tests de résistance à l'échelle de l'Union européenne (UE) sont menés selon une approche de type « *bottom up* » sous contraintes (*constrained bottom-up approach*) qui suppose une contribution importante des banques. Dans le cadre

G1 Ratio CET1 agrégé des établissements importants de la zone euro
(en%)



Notes : Sur la base des chiffres publics disponibles pour un échantillon non équilibré d'établissements importants (2007-2014) et des statistiques publiées par les autorités de surveillance (2015-2019).
Les lignes verticales correspondent aux tests de résistance à l'échelle de l'Union européenne depuis 2009.
CET1 : fonds propres de base de catégorie 1 (Common Equity Tier 1).
Sources : Banque centrale européenne, S&P Global Market Intelligence.

de cette approche, les banques réalisent des projections à partir de leurs propres modèles de tests de résistance. Ces projections reposent sur un scénario macrofinancier fourni par le Conseil européen du risque systémique (CERS) qui est le même pour toutes les banques, et sur une méthodologie prédéfinie fournie par l'ABE.

L'approche *bottom-up* sous contraintes présente plusieurs avantages. En particulier, une approche *bottom-up* devrait renforcer la capacité de gestion des risques des banques en les contraignant à examiner en interne la manière dont des circonstances très défavorables pourraient affecter leur solvabilité. Elle devrait accroître leur capacité à détecter les vulnérabilités et les inciter à élaborer leurs propres modèles internes de tests de résistance.

L'approche *bottom-up* sous contraintes présente toutefois également certaines limites. L'hypothèse d'un bilan statique³ limite le réalisme de l'exercice en ne tenant pas compte de la manière dont les banques réagiraient en situation de stress. Certaines contraintes imposées par la méthodologie du test de résistance peuvent également rendre ses résultats moins réalistes. En outre, cette approche laisse aux banques une grande latitude pour sous-estimer significativement leur vulnérabilité face à des circonstances défavorables et risque donc de biaiser l'exercice⁴.

En conséquence, les autorités de tutelle européennes ont mis en place un processus d'assurance qualité approfondie des résultats des tests de résistance *bottom-up* des

banques afin d'en vérifier la crédibilité. Les banques se voient notamment présenter des estimations modélisées indépendantes issues d'un modèle *top-down*. Ce processus conduit généralement les banques à revoir les résultats de leurs tests de résistance avant publication.

La surveillance approfondie des autorités de tutelle, faisant également intervenir une comparaison avec un modèle *top-down*, a jusqu'ici pris la forme d'un dialogue entre les superviseurs et les banques. Cette surveillance joue un rôle important pour inciter les banques à la discipline et comme garde-fou face à la tentation de sous-estimer systématiquement leurs vulnérabilités⁵.

La communauté des superviseurs européens examine notamment la possibilité de réformer le dispositif actuel des exercices de tests de résistance à l'échelle de l'UE dans le cadre de l'initiative de l'ABE afin de remédier à certains des inconvénients mentionnés précédemment. L'objectif serait notamment de rendre les tests de résistance plus réalistes et le processus d'assurance qualité plus efficace, tout en préservant la comparabilité et le principe de prudence.

Dans la section suivante, je détaillerai la manière dont les tests de résistance ont été utilisés par la BCE pour évaluer la vulnérabilité du secteur bancaire de la zone euro

1 La surveillance bancaire effectuée par la BCE prend en compte aussi bien les résultats qualitatifs (qualité et rapidité des informations communiquées par les banques) que les résultats quantitatifs (diminution des fonds propres et résilience des banques dans un scénario adverse) pour fixer les exigences de fonds propres au titre du Pilier 2 et les orientations concernant les fonds propres au titre du Pilier 2 dans le cadre du SREP. Outre l'exercice de l'ABE qui couvre les principales banques de la zone euro, la BCE mène en parallèle un test de résistance sur les autres établissements importants qu'elle supervise directement.

2 Le ratio CET1 final moyen dans un scénario adverse ressortait à 9,9% en 2018, contre 8,8% lors du test de résistance de 2016 (pour 33 banques, ratio CET1 cible – *fully loaded*). Le ratio CET1 final moyen de 9,1% dans un scénario adverse de 2016 était supérieur aux 8,6% du test de résistance effectué dans le cadre de l'exercice d'évaluation complète de 2014 (pour 37 banques, ratio CET1 transitoire).

3 L'hypothèse de bilan statique consiste à supposer que les banques conservent un bilan, un type d'activité et un modèle d'entreprise inchangés sur l'horizon du test de résistance. À l'inverse, l'hypothèse de bilan dynamique, généralement utilisée dans les tests de résistance macroprudentiels, suppose que les banques sont autorisées à ajuster leurs bilans en réponse aux évolutions macroéconomiques et financières sur l'horizon du test de résistance.

4 Pour des éléments empiriques sur la tendance à biaiser les résultats observée chez les banques participantes, cf. Philippon *et al.* (2017); Niepmann et Stebunovs (2018); Quagliariello (2019) et Kok *et al.* (2019).

5 Des éléments empiriques donnent à penser que l'examen détaillé associé au processus d'assurance qualité des tests de résistance de la BCE contribue à accroître la discipline des banques en matière de prise de risque après les tests de résistance (cf. Kok *et al.*, 2019). Pour des éléments similaires dans le contexte des États-Unis, cf. Acharya *et al.* (2018) ainsi que Hirtle *et al.* (2019).

pendant la crise de la Covid-19 et pour guider la réflexion sur les mesures nécessaires dans la situation délicate et très incertaine qui a caractérisé la première moitié de l'année 2020. J'évoquerai les avantages découlant de cette utilisation ainsi que les difficultés rencontrées lors de la mise en œuvre des tests.

2 L'analyse 2020 de la vulnérabilité par la BCE

En 2020, en conséquence de la pandémie de Covid-19, le test de résistance prévu à l'échelle de l'UE a été reporté à 2021. C'est pourquoi la BCE, en collaboration avec les autorités compétentes nationales (ACN) participant au mécanisme de surveillance unique (MSU), a effectué un test de résistance *top-down* centralisé sur 86 banques supervisées directement par le MSU, englobant quelque 80 % des actifs totaux de la zone euro, afin d'identifier à un stade précoce les vulnérabilités potentielles au sein du secteur bancaire ^{6,7}.

L'exercice a été réalisé en exploitant les données des autorités de surveillance et en s'appuyant sur trois scénarios : i) le scénario de référence du test de résistance 2020 de l'ABE, qui avait été défini avant l'épidémie de Covid-19 et qui a servi de référence pour mieux évaluer l'impact de la crise du coronavirus ; ii) un scénario central Covid-19 ; et iii) un scénario Covid-19 sévère présenté dans les projections macroéconomiques des services de l'Eurosystème de juin 2020. Les deux derniers scénarios incluaient, dans une certaine mesure, l'impact des mesures monétaires, de supervision et de soutien budgétaire adoptées en réponse à la crise sanitaire ⁸. Dans le scénario central, le ratio CET1 moyen des banques diminue d'environ 1,9 point de pourcentage, à 12,6 %, tandis que dans le scénario sévère, il diminue de 5,7 points de pourcentage pour s'établir à 8,8 % à fin 2022. Globalement, les résultats montrent que le secteur bancaire de la zone euro peut résister aux tensions causées par la pandémie et continue de remplir son rôle de prêteur à l'économie. Toutefois, si le scénario sévère se matérialisait, certaines banques pourraient enregistrer une réduction significative de leurs fonds propres.

Cet exercice a permis à la BCE de publier rapidement une évaluation du secteur bancaire dans son ensemble. Les résultats du test de résistance ont également servi à orienter les mesures de la BCE en réponse à la crise actuelle, à la fois sur le plan microprudentiel et macroprudentiel. En outre, la publication des résultats a levé certaines incertitudes et contribué à maintenir la confiance des investisseurs dans la solidité du secteur bancaire de la

zone euro et dans sa capacité à continuer à soutenir l'économie réelle. Elle a également fourni aux banques une indication sur l'appréciation par la BCE de la probabilité des risques pesant sur la solvabilité et sur ses prévisions concernant l'évolution des principaux postes des bilans et des comptes de résultat des banques.

Le caractère exceptionnel de la crise actuelle a rendu particulièrement complexe l'analyse de la vulnérabilité menée par la BCE en 2020.

Pour la première fois, la BCE a effectué un test de résistance *top-down* granulaire sans la participation des banques et en a publié les résultats agrégés. Si cette approche a permis de garantir le déroulement rapide de l'exercice dans ces circonstances extraordinaires et a contribué à libérer, pour les banques, des ressources qui participent normalement aux tests de résistance à l'échelle européenne, la BCE a toutefois dû s'appuyer sur un ensemble plus restreint d'informations pour effectuer son analyse. La BCE n'a pas pu exploiter les données qui sont régulièrement fournies par les banques dans le cadre du test de résistance à l'échelle européenne et n'a pas pu interagir avec les banques pendant l'exercice. En outre, l'élaboration de scénarios a été rendu particulièrement complexe par les fortes incertitudes entourant les évolutions économiques à court terme. La BCE a donc exceptionnellement basé son analyse sur deux scénarios Covid-19 plutôt que sur le seul scénario adverse habituel.

La nécessité d'intégrer dans l'analyse les mesures prises pour répondre à la crise, contrairement à la pratique habituelle, a constitué un autre facteur de complexité. Cette approche était nécessaire étant donné les mesures de soutien exceptionnelles ciblant divers domaines introduites peu de temps après le début de la pandémie. Ces mesures devaient être prises en compte pour parvenir à une estimation plus réaliste de l'impact de l'épidémie de Covid-19, mais ce processus s'est heurté à plusieurs difficultés pratiques : il a en effet fallu émettre des hypothèses concernant l'efficacité des mesures, leur prolongation éventuelle et les situations pouvant survenir lors de la suppression ou de l'expiration de ces mesures.

Après avoir évoqué l'évolution de l'utilisation des tests de résistance au fil du temps et la manière dont la BCE a utilisé cet outil depuis le début de la crise sanitaire, je consacrerai la section suivante à la manière dont des exercices à l'échelle du système pourraient éclairer l'analyse macroprudentielle en intégrant les effets d'amplification causés par la contagion interbancaire ou les boucles de rétroaction entre l'économie réelle et le secteur financier.

3 Tests de résistance macroprudentiels du secteur bancaire menés par la BCE

Les tests de résistance macroprudentiels prolongent les exercices de supervision en fournissant une perspective sur le secteur bancaire dans son ensemble plutôt que de se concentrer uniquement sur la résilience d'une banque donnée. Cela implique d'étendre le cadre standard des tests de résistance à trois niveaux.

Premièrement, les tests de résistance macroprudentiels tiennent compte des réactions des banques aux évolutions macroéconomiques et financières. Ils permettent de relâcher l'hypothèse du bilan statique. Les banques peuvent donc ajuster leurs actifs, passifs et prix. Les tests de résistance macroprudentiels prennent également en compte les éventuelles interactions entre la solvabilité des banques et leurs coûts de financement⁹.

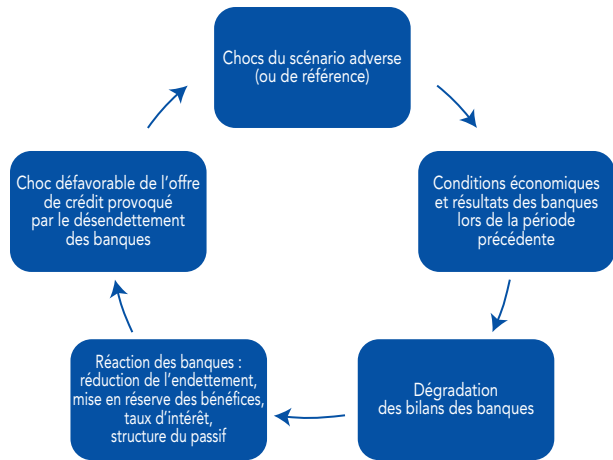
Deuxièmement, les tests de résistance macroprudentiels permettent de tenir compte des interactions entre les établissements financiers et les canaux de transmission endogènes du risque systémique associés, par exemple les ventes forcées d'actifs et les effets de contagion.

Enfin, les tests de résistance macroprudentiels peuvent intégrer les interactions entre le secteur financier et l'économie réelle. À cet égard, leurs résultats peuvent fournir non seulement des informations sur la baisse des fonds propres à l'échelle du système dans des scénarios adverses, mais également un éclairage sur la capacité du secteur à faire face à des évolutions défavorables sans perturber les flux de crédit vers l'économie réelle.

Ces dernières années, la BCE a développé un vaste modèle de tests de résistance macroprudentiels (Budnik, 2019 ; Budnik *et al.*, 2019) qui intègre la dynamique commune des dix-neuf économies de la zone euro et d'une centaine des plus importantes banques de la zone euro. Le modèle continue d'être développé en collaboration avec les banques centrales de l'Eurosysteme.

Ce modèle permet aux banques d'ajuster de manière endogène la taille et la composition de leurs bilans, de modifier leurs politiques en matière de dividende et de fixer de nouveaux taux d'intérêt sur les prêts et les dépôts en réponse aux conditions économiques et en fonction de leurs caractéristiques spécifiques (par exemple solvabilité, qualité des actifs, rentabilité et structure du bilan). En outre, le modèle inclut l'interdépendance entre le secteur financier et l'économie réelle et les mécanismes d'amplification non linéaire associés, comme illustré sur le schéma 1.

Schéma 1 Représentation stylisée du mécanisme d'amplification économie réelle secteur financier dans le modèle des tests de résistance macroprudentiels de la BCE



Source : Banque centrale européenne.

Le modèle permet une évaluation bi-annuelle de la résilience du système bancaire dans une perspective macroprudentielle qui complète le test de résistance régulier de l'autorité de surveillance. Par exemple, en 2018, le test de résistance macroprudentiel a révélé une érosion des fonds propres plus élevée au niveau du système, en montants nominaux, dans le scénario adverse, que celle obtenue avec l'hypothèse de bilans statiques. Toutefois, en raison de la réduction de l'endettement des banques, les ratios CET1 étaient en moyenne plus élevés dans le test de résistance macroprudentiel. La croissance des prêts d'une proportion significative de banques dans le scénario adverse apparaît négative, notamment dans le cas du crédit aux entreprises non financières.

6 La méthodologie utilisée dans cet exercice était conforme à celle de l'ABE pour les tests de résistance à l'échelle européenne. L'hypothèse de bilan statique a été appliquée.

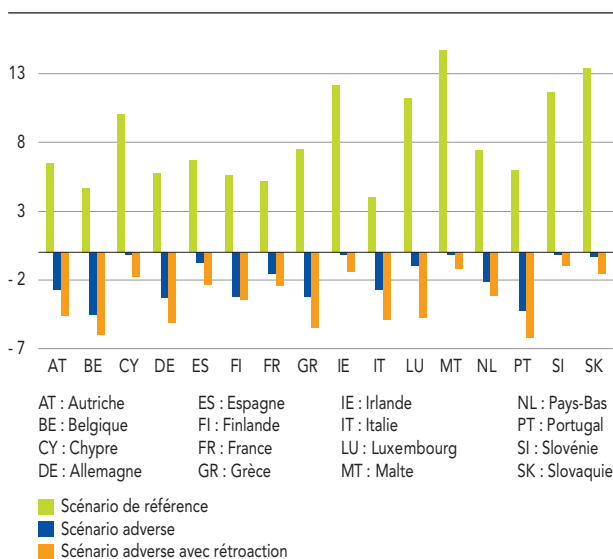
7 Baudino (2020) illustre l'utilisation de tests de résistance par diverses autorités pendant la crise de Covid-19.

8 Le scénario central Covid-19 était considéré comme le plus susceptible de se produire. Il prévoyait une baisse sans précédent du produit intérieur brut (PIB) réel de la zone euro en 2020,

suivie d'un rebond en 2021 et 2022, à mesure que des solutions médicales deviendraient disponibles. Le scénario Covid-19 sévère représentait une évolution plus défavorable mais encore plausible de la crise, sous l'effet d'une forte résurgence des contaminations et d'une prolongation des mesures strictes de confinement jusqu'à mi-2021. Pour des informations plus détaillées, cf. BCE (2020a).

9 Sur la relation entre la solvabilité des banques et leurs coûts de financement, cf. Arould *et al.* (2020).

G2 Croissance cumulée du produit intérieur brut (PIB) pour les trois scénarios de 2018 : scénario de référence, scénario adverse et scénario adverse avec rétroaction (en %, croissance cumulée du PIB)



Source : Budnik et al. (2019).

Outre les résultats basés sur le scénario adverse initial, le test de résistance macroprudentiel a fourni une estimation des effets de second tour sur la production économique. La boucle de rétroaction entre l'économie réelle et le secteur bancaire et l'amplification associée pourraient amputer de 1,6 % supplémentaire la production de la zone euro. Dans la perspective transnationale illustrée par le graphique 2, le mécanisme d'amplification est plus prononcé pour les pays dont les systèmes bancaires présentent des niveaux de capitalisation relativement bas au début de l'horizon du scénario.

Ce cadre de test de résistance macroprudentiel peut également servir à analyser les perspectives à moyen terme des politiques applicables au secteur bancaire. Il a récemment été utilisé en association avec une approche de « croissance à risque » (*growth at risk*) pour évaluer les coûts et les avantages macroéconomiques du cadre final de Bâle III, en collaboration avec l'ABE (cf. ABE, 2019).

Dans cette analyse, les coûts macroéconomiques sont mesurés par une croissance du produit intérieur brut (PIB) moins élevée que prévu dans les conditions du scénario de référence du fait de l'introduction des mesures finalisant Bâle III et de l'éventuelle réduction transitoire des prêts bancaires. Les avantages sont en revanche mesurés par l'atténuation attendue de la baisse de la croissance du PIB dans des conditions défavorables, en raison de la meilleure capacité du secteur bancaire à accorder des crédits à l'économie réelle grâce à l'introduction des mesures finalisant Bâle III.

Les résultats de l'analyse montrent que la mise en œuvre des réformes de Bâle entraînera des coûts de transition modérés qui disparaîtront progressivement. Les avantages à long terme seront importants et bien supérieurs aux coûts de transition. Les réformes devraient limiter la sévérité des ralentissements économiques futurs grâce à la réduction de la probabilité et de l'intensité des crises bancaires futures, avec pour corollaire des avantages nets appréciables sur le long terme.

Le calibrage des politiques macroprudentielles bénéficie également de ce cadre analytique, qui permet ainsi d'évaluer les coûts et les avantages ainsi que l'impact du calendrier d'introduction d'un coussin en fonds propres macroprudentiel. En matière d'avantages, le cadre peut quantifier la mesure dans laquelle un secteur bancaire mieux capitalisé permet d'assurer un approvisionnement satisfaisant en crédits de l'économie réelle tout au long du cycle. Cet aspect doit être mis en balance avec le coût (transitoire) de l'introduction de nouvelles exigences qui, à leur tour, peuvent varier au cours du cycle. Lorsque la nouvelle politique est mise en place progressivement dans des conditions normales, les banques peuvent renforcer leur capital en conservant leurs bénéfices et n'ont pas besoin de réduire leurs prêts pour améliorer leurs ratios de fonds propres. Toutefois, la mise en œuvre d'une nouvelle politique en matière de fonds propres au début d'un ralentissement est susceptible d'entraîner une réduction du crédit et de freiner encore plus l'économie. Un mauvais calendrier accroît les coûts des interventions macroprudentielles et réglementaires, et peut limiter leur efficacité.

Le cadre des tests de résistance macroprudentiels réinterprété au sein d'une approche « croissance à risque » du risque systémique peut ainsi fournir des analyses coûts/avantages intuitives et cohérentes de la réglementation et des mesures mises en œuvre. Un modèle intégré produit des mesures comparables, détaille les canaux de transmission et permet aux décideurs de distinguer les effets à court terme des effets à moyen/long terme. Si ce type de modèle est complexe et nécessite d'importantes ressources, il repose toutefois sur un nombre limité d'hypothèses et son analyse d'impact ne dépend pas d'événements rares très difficiles à mesurer avec précision tels que les crises systémiques.

En outre, la BCE est en train d'adapter son cadre de tests de résistance macroprudentiels de manière à inclure les risques liés au climat. Le changement climatique est susceptible d'influer sur de nombreux pans de l'économie et donc sur le système financier. Les tests de résistance macroprudentiels semblent bien adaptés à l'analyse de risques tels que les événements climatiques extrêmes, les changements

structurels déclenchés par l'augmentation progressive des températures et l'impact des mesures correctives.

Ces travaux comportent deux dimensions. La première est un test de résistance pilote centré sur l'importance des risques de transition pour la solvabilité et la capacité de prêt des banques, ainsi que sur les conséquences de ces risques sur l'économie dans son ensemble (de Guindos, 2019b). Ces risques peuvent être liés à l'introduction tardive des politiques environnementales ou à l'arrivée soudaine de nouvelles solutions technologiques. La deuxième dimension est liée à l'objectif plus ambitieux consistant à évaluer l'importance des risques physiques pour le secteur bancaire et à étudier l'interaction entre les risques de transition et les risques physiques.

4 Tests de résistance macroprudentiels : prise en compte des interactions entre les banques et les établissements non bancaires

Bien que les tests de résistance de la BCE ciblent principalement le secteur bancaire, il est important de ne pas se limiter aux banques mais de considérer le système financier dans son ensemble. Il est essentiel pour les décideurs et les marchés financiers de comprendre la réaction de l'ensemble du système financier face à un scénario de choc macrofinancier adverse. Cela est d'autant plus important compte tenu du développement considérable du secteur financier non bancaire ces dernières années et des risques potentiels posés par ce segment du système financier¹⁰. De plus en plus d'études traitent des interconnexions entre les différents canaux et segments du secteur financier et beaucoup de ces études plaident en faveur de tests de résistance intégrés communs¹¹. Les modèles de tests de résistance à l'échelle du système visent à répondre à cette demande ; nombre de banques centrales et de chercheurs élaborent actuellement des modèles de ce type.

Actuellement, il n'existe qu'un petit nombre de modèles documentés de tests de résistance à l'échelle du système incluant différents types d'agents. Il reste très difficile de réunir des données complètes et cohérentes pour cartographier et analyser le réseau financier. En conséquence, les études existantes sur les tests de résistance à l'échelle du système utilisent principalement des données simulées ou se concentrent sur des données agrégées pour les entités financières (par exemple en utilisant une banque ou une compagnie d'assurance représentative, comme dans Aikman *et al.*, 2019).

Dans le même esprit, les équipes de la BCE ont élaboré un modèle permettant d'étudier les interactions les plus pertinentes au sein du système financier de la zone euro. Le noyau dur du modèle est constitué d'un ensemble d'agents représentatifs : banques, compagnies d'assurance, fonds de pension, fonds d'investissement, *hedge funds* ; ainsi que de la Banque centrale. Ces agents interagissent sur les marchés des actifs, des financements et des instruments dérivés, et réallouent de manière endogène les portefeuilles en fonction de leur horizon d'investissement et des contraintes réglementaires ainsi qu'à des fins d'optimisation.

Le modèle a été utilisé récemment pour étudier les effets possibles de la dégradation à grande échelle des notations des obligations d'entreprises de la zone euro dans le cadre de la crise sanitaire (di Iasio *et al.*, 2020). Selon les simulations, les prix de marché pâissent de ces chocs et les actifs risqués se négocient donc avec des décotes élevées. Alors que les réactions des banques et des compagnies d'assurance restent ordonnées, les importantes sorties de capitaux des fonds d'investissement amplifient la réaction du système aux chocs et expliquent la plus grande partie des pertes essuyées par le système financier de la zone euro. Ce constat valide le point de vue de la BCE, qui considère que la résilience du secteur financier non bancaire, et plus particulièrement de la gestion d'actifs, doit être renforcée d'une manière qui tient compte des perspectives macroprudentielles¹².

Cette approche qui repose sur des secteurs agrégés ne permet pas de saisir les dynamiques importantes liées aux interconnexions entre les entités individuelles et aux effets de réseau. En conséquence, les équipes de la BCE travaillent actuellement de concert avec les équipes des banques centrales nationales de la zone euro à l'élaboration d'un cadre analytique des tests de résistance pouvant prendre en compte les interactions entre banques et établissements financiers non bancaires à partir d'un ensemble de données granulaires. Ce nouveau cadre vise à permettre aux équipes de la BCE et des autorités nationales compétentes (ANC) d'évaluer l'incidence d'un scénario macrofinancier adverse au niveau de chaque entité financière et sur le système financier dans son ensemble. Le cadre prévoit des mécanismes de contagion directe et indirecte, les interactions entre la liquidité et la solvabilité, l'évolution

10 Cf., par exemple, BCE (2020b).

12 Cf., par exemple, Pires (2019).

11 Cf., par exemple, Calimani *et al.* (2019), Chrétien *et al.* (2020), Halaj (2018), Mirza *et al.* (2020) et Timmer (2018).

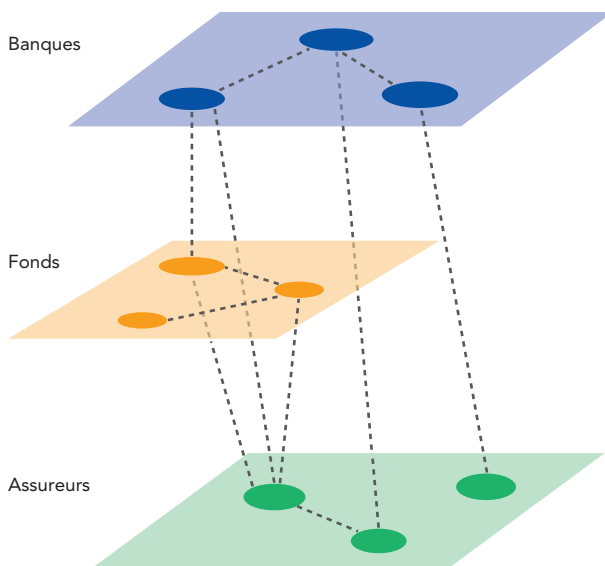
dynamique des bilans et les réactions connexes des différents établissements financiers, facteurs qui peuvent à leur tour entraîner des effets d'amplification importants. Le nouveau cadre devrait contribuer à révéler les vulnérabilités du secteur financier non bancaire et à évaluer les risques de contagion, dus principalement aux ventes en catastrophe, entre établissements et entre secteurs (par exemple entre banques, fonds d'investissement et compagnies d'assurance).

L'approche retenue dans ce cadre par la BCE considère le risque systémique, ce qui signifie qu'il existe un choc (macrofinancier) commun qui affecterait un large éventail d'entreprises. Ce modèle de test de résistance à l'échelle du système vise donc à évaluer le risque d'un événement systémique. Il diffère donc des tests de résistance mis en place par les autorités de surveillance européennes qui, dans la plupart des cas, se concentrent sur le risque de solvabilité d'une entité donnée, alors que les travaux de la BCE portent sur la solidité du système financier dans son ensemble.

Ce cadre établi par la BCE vise à réduire la possibilité de sous-estimer le risque systémique grâce à une modélisation explicite et détaillée du risque de contagion résultant des relations existantes au sein du réseau financier (cf. schéma 2).

Dans ce cadre, le scénario provient de défaillances dans le secteur non financier associées à un choc des rachats dans les fonds d'investissement.

Schéma 2 Illustration des relations au sein du réseau financier



Source : Banque centrale européenne.

Le cadre de la BCE prend principalement en compte les contraintes réglementaires applicables aux banques et aux fonds d'investissement (cf. également Cont et Schaaning, 2017). D'autres agents peuvent effectuer des opérations spécifiques en vue d'atteindre des objectifs propres à un établissement. Ces objectifs peuvent eux-mêmes évoluer en fonction des décisions stratégiques. Dans la dernière étape, une distribution statistique des résultats est obtenue à partir de l'ensemble des résultats des simulations. Le cadre mesure en particulier le risque systémique, à partir d'une analyse *ex post* des différents vecteurs de contagion et d'une évaluation de la contribution des différents secteurs.

Compte tenu de la complexité du modèle, son calibrage fait intervenir un grand nombre de paramètres. La mise en œuvre du modèle reste donc très modulaire, ce qui permet de modifier facilement les principaux paramètres ou d'exclure certains mécanismes afin d'effectuer des tests de sensibilité.

Conclusion

Depuis la crise financière, les tests de résistance sont devenus un outil de plus en plus important. À ce titre, différentes autorités, dont la BCE, y ont eu recours y compris pendant la crise de la Covid-19.

Les tests de résistance macroprudentiels peuvent être utilisés pour déterminer dans quelle mesure le secteur financier peut supporter des évolutions macrofinancières défavorables sans réduire l'octroi de crédit à l'économie réelle. Ils servent dès lors un large objectif de stabilité financière, permettant d'évaluer la résilience du système financier dans son ensemble. Ils peuvent également servir à réaliser des analyses d'impact contrefactuelles et ainsi orienter les discussions sur la politique macroprudentielle et les initiatives en matière de réglementation financière.

Dans ce contexte, et en vue de soutenir ses évaluations de la politique macroprudentielle, la BCE a élaboré ses propres cadres de tests de résistance macroprudentiels, centrés à la fois sur la dimension temporelle du risque systémique (boucles de rétroaction économie réelle/secteur financier) et sur la dimension transversale du risque systémique (effets de contagion dus aux interactions). Bien qu'en termes analytiques, des progrès significatifs aient été réalisés ces dernières années, il reste encore beaucoup à faire. Des ressources considérables sont consacrées à la poursuite du développement de ces outils, en particulier en vue d'évaluer de manière fiable les risques pour la stabilité financière liés au climat et les interactions entre banques et établissements non bancaires et avec l'économie réelle.

BIBLIOGRAPHIE

Acharya (V. V.), Berger (A. N.) et Roman (R. A.) (2018)

« Lending implications of U.S. bank stress tests: costs or benefits? », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 34, p. 58-90.

Aikman (D.), Chickanov (P.), Douglas (G.), Georgiev (Y.), Howat (J.) et King (B.) (2019)

« System-wide stress simulation », *document de travail de la Banque d'Angleterre*, n° 809 : <https://www.bankofengland.co.uk/>

Arnould (G.), Pancaro (C.) et Źochowski (D.) (2020)

« Bank funding costs and solvency », *série de documents de travail de la BCE*, n° 2356.

Autorité bancaire européenne – ABE (2019)

« Basel III reforms – Impact study and key recommendations » : <https://www.eba.europa.eu/>

Banque centrale européenne – BCE (2020a)

« Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area, June 2020 » : <https://www.ecb.europa.eu/>

Banque centrale européenne – BCE (2020b)

Financial Stability Review, novembre : <https://www.ecb.europa.eu/>

Baudino (P.) (2020)

« Stress-testing banks during the Covid-19 pandemic », *FSI Briefs*, n° 11 : <https://www.bis.org/>

Budnik (K.) (2019)

« A bird's-eye view of the resilience of the European banking system: results from the new macroprudential stress test framework », *Bulletin macroprudentiel de la BCE*, n° 7 : <https://www.ecb.europa.eu/>

Budnik (K.), Mozzanica (M. B.), Dimitrov (I.), Groß (J.), Hansen (I.), Kleemann (M.), Sanna (F.), Sarychev (A.), Šigenko (N.), Volk (M.) et Covi (G.) (2019)

« Macroprudential stress test of the euro area banking system », *série d'études à caractère spécifique de la BCE*, n° 226 : <https://www.ecb.europa.eu/>

Calimani (S.), Hałaj (G.) et Źochowski (D.) (2019)

« Simulating fire sales in a system of banks and asset managers », *Journal of Banking and Finance*, à paraître : <https://www.sciencedirect.com/>

Chrétien (É.), Darpeix (P.-E.), Gallet (S.), Grillet-Aubert (L.), Lalanne (G.), Malessan (A.), Novakovic (M.), Salakhova (D.), Samegni-Kepgnou (B.) et Vansteenberghe (E.) (2020)

« Exposures through common portfolio and contagion via bilateral cross-holdings among funds, banks and insurance companies », document à caractère spécifique du Haut Conseil de stabilité financière (*HCSF Occasional Paper*) : <https://www.economie.gouv.fr/>

Cont (R.) et Schaanning (E.) (2017)

« Fire sales, indirect contagion and systemic stress testing », série de documents de travail de la Banque de Norvège (*Norges Bank Working Paper Series*), n° 2 : <https://www.norges-bank.no/>

de Guindos (L.) (2018)

« The ECB and financial stability », discours prononcé lors du colloque organisé conjointement par la Banque nationale de Belgique, la Toulouse School of Economics, la Solvay Brussels School of Economics and Management et la Banque centrale européenne à Bruxelles, le 5 novembre : <https://www.ecb.europa.eu/>

de Guindos (L.) (2019a)

« The evolution of stress-testing in Europe », discours prononcé lors du symposium annuel États-Unis/Union européenne organisé par le Programme sur les systèmes financiers internationaux à Francfort, le 4 septembre : <https://www.ecb.europa.eu/>

de Guindos (L.) (2019b)

« Implications of the transition to a low-carbon economy for the euro area financial system », discours prononcé lors de la conférence de l'European Savings and Retail Banking Group sur le thème « Creating sustainable financial structures by putting citizens first » à Bruxelles, le 21 novembre : <https://www.ecb.europa.eu/>

di lasio (G.), Alogoskoufis (S.), Kordel (S.), Kryczka (D.), Nicoletti (G.) et Vause (N.) (2020)

« System-wide stress in the Euro area: the Covid-19 crisis », Banque centrale européenne *mimeo*.

Hałaj (G.) (2018)

« Agent-based model of system-wide implications of funding risk », *série de documents de travail de la BCE*, n° 2121 : <https://www.ecb.europa.eu/>

Hirtle (B.), Kovner (A.) et Plosser (M.) (2019)

« The impact of supervision on bank performance », *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, n° 768 : <https://www.newyorkfed.org/>

Kok (C.), Müller (C.) et Pancaro (C.) (2019)

« The disciplining effect of supervisory scrutiny on bank risk taking: evidence from the EU-wide stress test », *Bulletin macroprudentiel de la BCE*, n° 9 : <https://www.ecb.europa.eu/>

Mirza (H.), Moccero (D.), Palligkinis (S.) et Pancaro (C.) (2020)

« Fire sales by euro area banks and funds: what is their asset price impact? », *Economic Modelling*, vol. 93, p. 430-444 : <https://www.sciencedirect.com/>

Niepmann (F.) et Stebunovs (V.) (2018)

« Modeling your stress away », *International Finance Discussion Papers*, n° 1232, Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale des États-Unis : <https://www.federalreserve.gov/>

Philippon (T.), Pessarossi (P.) et Camara (B.) (2017)

« Backtesting european stress tests », *document de travail du Bureau national de la recherche économique*, n° 23083 : <http://www.nber.org/>

Pires (F.) (2019)

« Non-banks in the EU: ensuring a smooth transition to a Capital Markets Union », *document d'orientation du SUERF*, n° 103 : <https://www.suerf.org/>

Quagliariello (M.) (2019)

« Are stress tests beauty contests? (And what we can do about it) », *série de documents produits par les équipes de la BCE*, n° 4 : <https://eba.europa.eu/>

Timmer (Y.) (2018)

« Cyclical investment behavior across financial institutions », *Journal of Financial Economics*, vol. 129, n° 2, p. 268-286 : <https://www.sciencedirect.com/>

LES ENSEIGNEMENTS DE LA CRISE DE LA COVID : UN CADRE MACROPRUDENTIEL POUR LE SECTEUR DE LA FINANCE DE MARCHÉ

Gabriel MAKHLOUF

Gouverneur
Banque centrale d'Irlande

Même s'il ne trouve pas son origine dans le système financier, le choc de la Covid-19 représente le plus grand défi auquel le système financier a été confronté depuis la crise financière mondiale survenue il y a plus de dix ans. Au démarrage de cette crise sanitaire, le secteur bancaire avait gagné en résilience grâce aux réformes adoptées depuis la crise financière mondiale. Mais dans le même temps, le système financier dans son ensemble avait connu une mutation considérable avec l'augmentation de la part d'intermédiation financière assurée par les acteurs non bancaires, en particulier les fonds d'investissement. Les perturbations financières observées au début du choc de la Covid-19 ont mis en lumière certaines vulnérabilités du secteur non bancaire, notamment pour les fonds monétaires et les fonds de placement ouverts dont le délai de rachat est court et qui sont exposés à des actifs moins liquides. L'un des principaux enseignements de ce choc est la nécessité de développer et de rendre opérationnel un cadre macroprudentiel pour la finance de marché. Un tel cadre serait bénéfique pour le secteur dans son ensemble et pour la stabilité du système financier.

La pandémie de Covid-19 et les mesures sanitaires publiques prises pour l'endiguer se sont répercutées sur l'économie mondiale et les marchés financiers tout au long de l'année 2020. Le choc qui en est résulté, même s'il ne trouve pas son origine dans le système financier, représente le plus grand défi auquel le système financier est confronté depuis la crise financière mondiale survenue il y a plus de dix ans (Makhlouf, 2020). L'économie mondiale a fort heureusement commencé à se redresser depuis le plus fort de la crise. Toutefois, malgré des avancées salutaires dans le développement d'un vaccin, la deuxième vague de l'épidémie pose des défis supplémentaires à court terme.

Au début de cette période d'incertitude extrême, le noyau dur du système financier était en meilleure posture pour absorber plutôt que pour amplifier les chocs. Au cours de la dernière décennie, la résilience des banques s'est considérablement renforcée. Sous l'effet des réformes réglementaires adoptées après la crise, notamment l'introduction et la mise en œuvre de cadres macroprudentiels, les banques disposent désormais de fonds propres plus élevés et de meilleure qualité ainsi que de sources de financement plus stables. Les banques sont dès lors mieux à même de soutenir les ménages et les entreprises jusqu'à la fin de cette crise, et au-delà.

Toutefois, le système financier a considérablement changé depuis la crise financière. Depuis quelques années, le système bancaire connaît une érosion progressive de sa part dans l'intermédiation financière totale à l'échelle mondiale. Concomitamment, on observe une croissance équivalente de la part de l'intermédiation financière réalisée par le système financier non bancaire.

1 Un système financier en mutation

Depuis la crise financière mondiale, le secteur de la finance de marché a vu sa taille plus que doubler dans le monde (cf. graphique 1). Au niveau de la zone euro, bien que cette croissance ait été relativement plus lente, les établissements financiers non bancaires représentent aujourd'hui quelque 40 % des actifs totaux du secteur financier total (BCE, 2020).

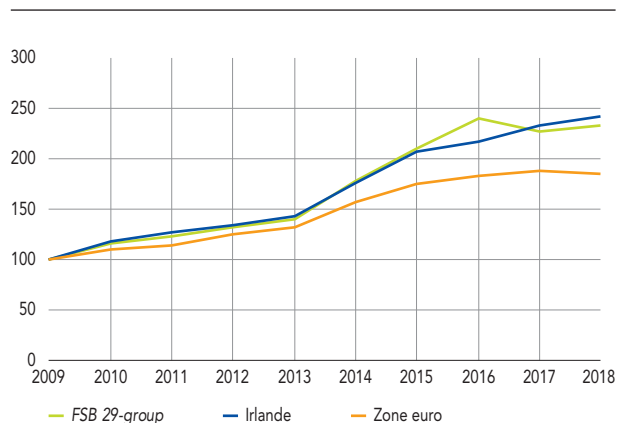
Depuis plusieurs années, ces mutations structurelles sont au cœur des préoccupations de la Banque centrale d'Irlande. L'Irlande héberge un vaste secteur de la finance de marché orienté à l'international qui a connu une croissance rapide ces dernières années, conformément à la tendance mondiale. Le secteur irlandais de la finance de marché

est l'un des plus importants au monde au regard de la taille de l'économie domestique. Le total des actifs du secteur s'élevait à plus de 4 500 milliards d'euros au premier trimestre 2020. En Irlande, le secteur est dominé par les fonds d'investissement et les fonds monétaires (*money market funds* – MMF) qui, ensemble, concentrent environ deux tiers des actifs totaux.

Au fur et à mesure de l'essor du secteur de la finance de marché, l'importance de cette forme d'intermédiation financière pour l'économie et le système financier s'est également renforcée. Des perturbations au niveau de l'offre de la finance de marché auraient aujourd'hui un plus fort impact macrofinancier qu'il y a dix ans, pour deux raisons. Tout d'abord, la finance de marché fournit des financements à d'autres segments du système financier ; ainsi, les fonds monétaires procurent un financement à court terme au système bancaire mondial. Ensuite, parce que la finance de marché fournit directement des financements à l'économie réelle, au travers, notamment, de la détention de dette d'entreprises non financières. En effet, depuis la crise financière mondiale, une part croissante du financement des sociétés non financières de la zone euro est un financement de marché (cf. graphique 2).

La Banque centrale d'Irlande s'est placée en première ligne des efforts internationaux visant à combler les lacunes en matière de données et à permettre de mieux comprendre

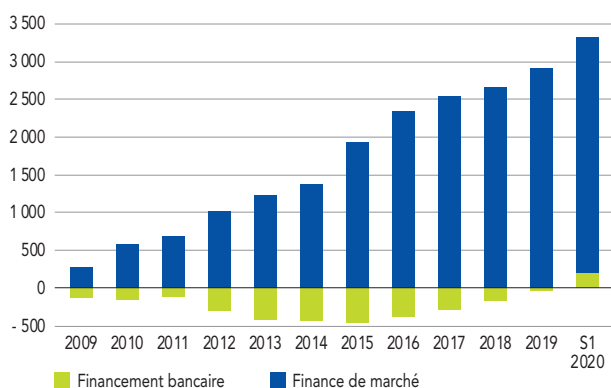
G1 Croissance du secteur de la finance de marché à l'échelle mondiale, dans la zone euro et en Irlande, 2009-2018 (indice)



Note : indice base 100 en 2009, basé sur les valeurs sous-jacentes en euros. FSB 29-group : Groupe des 29 pays inclus dans le rapport de suivi du CSF sur l'intermédiation financière non bancaire.

Sources : Conseil de stabilité financière (CSF), Banque centrale européenne (BCE) – entrepôt de données statistiques (Statistical Data Warehouse – SDW); calculs de la Banque centrale d'Irlande.

G2 Financement bancaire et financement de marché nets cumulés des sociétés non financières de la zone euro, 2009-2018 (en milliards d'euros)



Notes : La « finance de marché » inclut le financement via les actions cotées, les actions non cotées et les titres de créance. La dernière observation correspond au 2^e trimestre 2020.

Sources : Comité européen du risque systémique (CERS), Non-Bank Financial Intermediation Risk Monitor 2019; Banque centrale européenne (BCE), comptes trimestriels par secteur et calculs du CERS.

les flux et les interactions au sein du secteur. Ces initiatives ont permis à la Banque centrale d'améliorer sa capacité à effectuer ses propres évaluations des risques et de participer aux exercices internationaux de surveillance du développement des vulnérabilités à une échelle mondiale et européenne.

2 Les avantages de la finance de marché

L'essor de la finance de marché constitue une évolution positive. En effet, elle offre une bonne alternative au financement bancaire et peut faciliter le partage des risques au sein du système financier. Ce faisant, elle contribue à soutenir l'activité économique, indépendamment de la conjoncture. Des marchés de capitaux plus profonds et plus développés peuvent faciliter l'investissement à long terme, en offrant aux entreprises un accès à un éventail plus large de sources de financement. Elle offre aussi une plus grande diversité aux épargnants et aux investisseurs. Les marchés de capitaux peuvent également contribuer à financer la reprise après la crise de la Covid-19 ainsi que la transition vers une économie à faible empreinte carbone, durable et numérisée (de Guindos, 2020).

Une diversification accrue des canaux de financement des entreprises et des ménages peut s'avérer particulièrement utile lors de chocs défavorables. Certains éléments indiquent que, après une crise économique, les économies

plus tournées vers la finance de marché enregistrent des reprises plus vigoureuses et plus durables que les économies davantage tributaires du financement bancaire (Allard et Balvy, 2011). Pour beaucoup d'observateurs, l'un des principaux avantages de la finance de marché réside dans le fait que, dans la mesure où elle est davantage basée sur les actions que sur la dette, les investisseurs assument intrinsèquement un rôle de partage des risques, ce qui renforce la résilience du système (Buch, 2017).

Ces différents aspects expliquent pourquoi la Commission européenne œuvre à la diversification du système financier européen au travers de son plan d'action pour une Union des marchés de capitaux. Il est important de poursuivre les actions visant à approfondir les marchés de capitaux en Europe, non seulement pour le développement de notre système financier, mais aussi pour améliorer l'efficacité du cadre général de la politique macroéconomique de l'Union européenne.

Bien entendu, les efforts visant à développer les marchés de capitaux doivent être assortis de mesures visant à garantir leur **résilience** : des marchés de capitaux qui peuvent apporter à l'économie les avantages d'une augmentation des flux de la finance de marché en période favorable, mais qui s'avèrent également résilients dans les périodes difficiles.

Pour promouvoir la stabilité financière, les décideurs doivent veiller à ce que le niveau de résilience de la finance de marché soit proportionnel à sa contribution au risque systémique et à son interaction avec le système financier et l'économie dans son ensemble. Renforcer la résilience de la finance de marché permettra au système financier au sens large d'être mieux armé pour absorber, plutôt qu'amplifier les chocs financiers en période de tensions.

3 Les risques liés à la finance de marché

Si la finance de marché procure des avantages, comme toutes les formes d'intermédiation financière, elle peut également contribuer à une accumulation de vulnérabilités financières. Du fait de la taille, de la complexité, de la diversité et du très grand nombre d'entités qui composent le secteur mondial de la finance de marché, les responsables de la politique financière en charge de la surveillance des risques et des vulnérabilités sont confrontés à une situation plus opaque.

L'histoire peut s'avérer riche d'enseignements pour guider nos réflexions en la matière. Si l'on examine les

précédents épisodes de tensions financières, on constate que deux sources principales de vulnérabilité financière reviennent régulièrement. La première sous la forme d'un levier excessif et la deuxième d'une transformation excessive de la liquidité. En présence de chocs, ces deux facteurs peuvent se propager du fait de l'interaction entre les divers segments du système financier.

Certaines de ces vulnérabilités sous-jacentes se retrouvent également dans certains pans du secteur de la finance de marché et ont fait l'objet d'une surveillance accrue ces dernières années.

La transformation des liquidités peut présenter des vulnérabilités en cas d'inadéquation, dans les fonds ouverts, entre la liquidité des actifs et la fréquence à laquelle les investisseurs peuvent disposer de leurs fonds. Ces fonds pourront être exposés au risque de demandes de rachat importantes en période de tensions. Les fonds présentant des inadéquations importantes peuvent se voir contraints de vendre des actifs à des prix cassés. Il s'agit dans ce cas d'une vente forcée d'actifs qui peut avoir des répercussions soit directement sur l'économie réelle, au travers de son impact sur le patrimoine, les investissements, les garanties, etc., soit sur d'autres secteurs (par exemple les banques), ce qui peut affecter le fonctionnement de marchés essentiels et, à terme, les flux potentiels de crédit à l'économie.

Un levier excessif dans des fonds peut également constituer une source de vulnérabilité en période de tensions. Lorsque les prix des actifs chutent, les fonds d'investissement peuvent chercher à maintenir leur levier à un niveau cible en vendant des actifs, ou y être contraints par leurs créanciers. Là encore, cela peut aboutir à des ventes forcées d'actifs, ce qui a un impact sur les marchés d'investissement des fonds et peut potentiellement entraîner une contraction du financement pour d'autres secteurs d'importance systémique (par exemple, les banques). Ces deux mécanismes peuvent nuire au fonctionnement de marchés essentiels. Ainsi, le levier peut accentuer les risques de liquidité. Par exemple, les fonds ayant un niveau de levier élevé au travers d'instruments dérivés peuvent être plus exposés aux appels de marge en période de tensions, ce qui se répercute sur leur position de liquidité. En période de tensions, cette situation peut coïncider avec des pressions accrues sur la liquidité du fonds liées à l'augmentation des demandes de rachat.

Le potentiel d'externalités des ventes forcées se situe au cœur de ces vulnérabilités. En effet, les mesures que les différents acteurs du système financier peuvent prendre en période de tensions, parfaitement rationnelles de leur point

de vue individuel, sont également susceptibles d'avoir des répercussions négatives sur leurs marchés d'investissement et sur le fonctionnement général des marchés financiers. Les ventes forcées peuvent avoir des répercussions plus larges sur le marché et, de ce fait, influencer également le comportement d'autres investisseurs sensibles aux fluctuations des cours. Une telle dynamique est susceptible d'accroître la procyclicité au sein du système financier.

Enfin, les interconnexions sont légion dans le secteur de la finance de marché. Nombre d'entre elles sont transfrontières et les fonds financent d'autres segments du secteur financier. Certains contrats d'assurance en unités de compte sont investis directement dans des fonds d'investissement. Les fonds d'investissement et les compagnies d'assurance détiennent des parts de MMF à des fins de gestion de la liquidité. Certains fonds, par exemple ceux qui investissent dans l'immobilier commercial, empruntent directement auprès des banques. Il existe des interconnexions entre différentes parties du système financier au travers des instruments dérivés. Par conséquent, les expositions communes des fonds d'investissement, des compagnies d'assurance, des fonds de pension et des banques sur certains actifs constituent autant de possibilités d'effets de contagion. Les chocs touchant certains segments du secteur de la finance de marché peuvent ainsi se propager à d'autres pans du système financier et, au final, à l'économie réelle.

4 Les turbulences du marché au début de la crise de la Covid-19

La crise de la Covid-19 a posé un défi de taille à certains pans du secteur de la finance de marché. De plus en plus malmenés par la crise, plusieurs marchés financiers ont opéré un vaste mouvement de report vers les valeurs sûres et ont fait face à une demande accrue de liquidité. À peu près au moment où l'Organisation mondiale de la santé (OMS) a qualifié l'épidémie de coronavirus de pandémie à la mi-mars 2020, le secteur des fonds connaissait une forte augmentation des rachats.

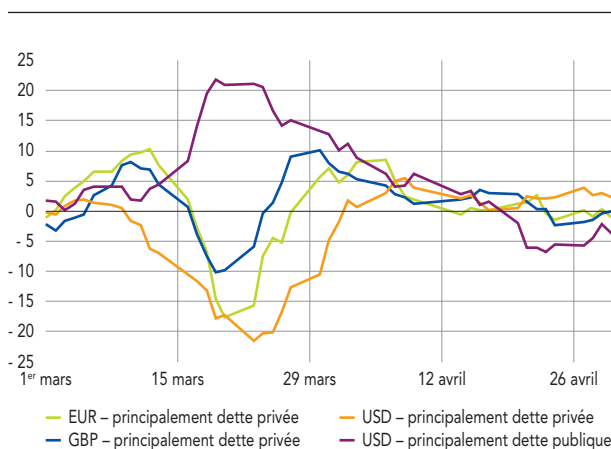
Certaines des pressions de rachat les plus fortes ont été observées au niveau des MMF, lesquels sont généralement utilisés par des investisseurs tels que les sociétés non financières à des fins de gestion de trésorerie et interviennent eux-mêmes de manière active sur les marchés du financement à court terme. Les MMF du monde entier, y compris ceux basés en Irlande, ont enregistré une augmentation considérable des rachats. Ainsi, les MMF domiciliés en Irlande et libellés en dollars qui investissent

dans la dette du secteur privé ont connu d'importantes sorties de capitaux en mars. En revanche, les MMF qui investissent dans des titres de dette publique plus liquides bénéficiaient au même moment de souscriptions élevées (cf. graphique 3). Dans l'ensemble, la crise de mars a montré que, si les MMF sont utilisés par les investisseurs comme source de liquidité quotidienne, les instruments du marché monétaire dans lesquels ces fonds investissent peuvent s'avérer, dans certaines circonstances, moins liquides que ne le pensent les investisseurs. Tous les MMF sont parvenus à satisfaire les demandes de rachat; s'ils avaient été contraints de suspendre les rachats, les tensions sur la liquidité auraient pu se propager à d'autres pans du système financier. Du fait de l'interconnexion entre les MMF et d'autres segments du système financier, notamment les banques et d'autres établissements non bancaires, la résilience de ces fonds en période de tensions peut être importante sur le plan systémique (Banque centrale d'Irlande, 2020).

Ces tendances se sont accompagnées d'une perturbation des marchés du papier commercial sur lesquels les MMF investissent et d'une envolée des coûts de financement à court terme des banques, notamment s'agissant du spread Libor-OIS¹ (Eren, Schrimpf et Sushko, 2020). Les MMF domiciliés en Irlande ont réagi à ces turbulences en augmentant la liquidité de leurs portefeuilles et en raccourcissant la maturité de leurs positions. Si, ce faisant, les MMF sont mieux positionnés pour faire face à d'éventuelles vagues de rachats, ils n'acceptent cependant plus de fournir au système bancaire que des financements à très court terme. En outre, les effets de la pandémie sur les MMF irlandais ont persisté (Golden, 2020).

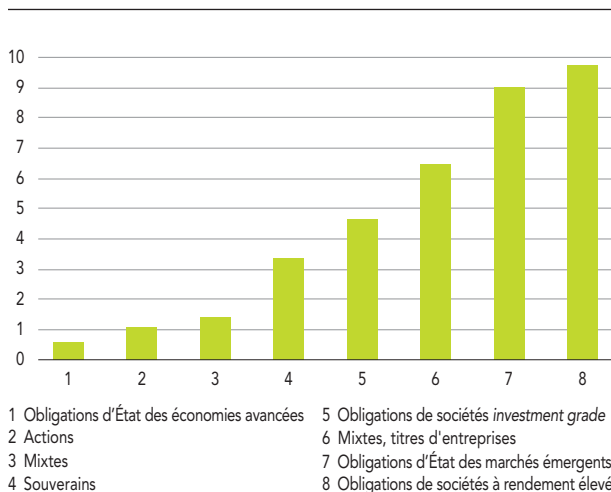
Les rachats ont également été importants dans d'autres segments du secteur plus large des fonds de placement ouverts. Le montant total des rachats nets dans les fonds domiciliés en Irlande a atteint environ 72 milliards d'euros en mars. La structure des rachats dans les différents types de fonds semble indiquer que les fonds exposés à des actifs moins liquides, ou à des actifs devenus temporairement illiquides, ont été particulièrement exposés à des rachats. Il convient également de noter que les rachats de fonds n'étaient pas nécessairement corrélés aux rendements des actifs. Les cours des actions ont chuté bien davantage que ceux des obligations d'entreprises ou des obligations d'État des économies de marchés émergentes (EME). Pourtant, en proportion des actifs sous gestion, les rachats ont été beaucoup moins importants dans les fonds actions que dans les fonds d'obligations d'entreprises ou d'obligations d'État des EME (cf. graphique 4). Ce schéma global de rachats est cohérent avec l'existence d'une dynamique liée à « l'avantage du premier sortant » qui amplifie les pressions

G3 Rachats nets des fonds monétaires, mars-avril 2020
(en pourcentage de la valeur liquidative)



Notes : Ce graphique présente la moyenne mobile sur cinq jours des rachats nets en pourcentage de la valeur liquidative (VL) initiale. La pondération attribuée à chaque fonds est établie à partir de la taille du fonds et représentée par la part de VL du fonds dans la VL du secteur. Période d'observation du 1^{er} mars 2020 au 30 avril 2020. Les fonds composés principalement de dette privée comprennent les fonds monétaires à valeur liquidative à faible volatilité dans les devises indiquées.
Source : Banque centrale d'Irlande (2020b).

G4 Rachats des fonds d'investissement domiciliés en Irlande
en pourcentage des actifs sous gestion de la période précédente
(en points de pourcentage)



- 1 Obligations d'État des économies avancées
- 2 Actions
- 3 Mixtes
- 4 Souverains
- 5 Obligations de sociétés investment grade
- 6 Mixtes, titres d'entreprises
- 7 Obligations d'État des marchés émergents
- 8 Obligations de sociétés à rendement élevé

Notes : Données à mars 2020.
Source : Banque centrale d'Irlande (2020a).

¹ London Interbank Offered Rate-Overnight Indexed Swap.

de rachat dans certains cas. L'avantage du premier sortant est une dynamique importante des fonds d'investissement car, du fait de leurs structures de placement collectif, les investisseurs peuvent être incités à demander rapidement le rachat de leurs parts, surtout lorsque le fonds détient des investissements importants en actifs illiquides. Bien que la vaste majorité des fonds soit parvenue à honorer les demandes de rachat des investisseurs pendant la crise de la Covid-19, les ventes d'actifs moins liquides destinées à financer ces rachats ont contribué à la dynamique de marché procyclique observée sur la période (Banque centrale d'Irlande, 2020).

Au plus fort des tensions sur les marchés financiers en mars, les turbulences se sont propagées à certains des marchés d'obligations d'État les plus profonds et les plus liquides. L'analyse de la Banque des règlements internationaux (BRI) a mis en exergue les ventes forcées effectuées par des hedge funds et d'autres fonds à fort effet de levier, lesquelles ont concouru aux perturbations sur le marché des obligations du Trésor américain (Schrimpf, Shin et Sushko, 2020). La forte augmentation de la volatilité des cours des actifs a entraîné une augmentation des appels de marge, ce qui a obligé les fonds à vendre des obligations du Trésor américain pour dégager de la liquidité. L'effet de levier a joué un rôle d'amplificateur. Cette situation était inhabituelle étant donné le statut historique de valeur refuge reconnue des obligations du Trésor américain (Cunliffe, 2020).

De manière générale, les tensions sur les marchés en mars, ainsi que l'ampleur et la rapidité sans précédent des interventions des banques centrales, ont mis en évidence des vulnérabilités structurelles déjà identifiées, liées à certains segments du secteur des fonds d'investissement.

5 Un enseignement clé : la nécessité d'un cadre macroprudentiel pour la finance de marché

L'un des principaux enseignements de la crise de la Covid-19 est la nécessité de développer et de rendre opérationnel un cadre macroprudentiel pour la finance de marché.

Andrew Crockett a établi une analogie utile entre le système financier et un portefeuille de titres pour expliquer la réglementation macroprudentielle (Crockett, 2000). Le point de vue macroprudentiel considère la performance du portefeuille dans son ensemble (en l'occurrence, du système financier), tandis que le point de vue microprudentiel se concentre sur les différents titres constitutifs (en l'occurrence,

les établissements financiers pris individuellement). L'approche macroprudentielle met donc particulièrement l'accent sur la probabilité d'un comportement corrélé des différents établissements financiers et sur l'impact de ce comportement sur l'économie en cas de choc. Ce comportement corrélé peut être dû à l'exposition à des chocs exogènes similaires, à des similitudes dans les vulnérabilités sous-jacentes à l'origine d'un comportement commun en période de tensions ou à des externalités provenant du comportement des différents établissements, conduisant à des chocs endogènes communs.

Les problèmes pouvant résulter des actions collectives constitue le principal motif d'adoption d'une approche macroprudentielle dans le secteur de la finance de marché.

Si certains progrès ont été réalisés dans ce domaine au cours des dernières années, le cadre macroprudentiel de la finance de marché reste incomplet et n'est pas encore opérationnel. Alors que dans le secteur bancaire des outils sont déjà en place, la politique macroprudentielle destinée au secteur de la finance de marché n'en est encore qu'aux prémices de son développement.

Plusieurs questions essentielles doivent être considérées dans l'élaboration d'un cadre macroprudentiel destiné à la finance de marché.

Premièrement, quels sont les outils appropriés permettant de cibler l'inadéquation excessive de la liquidité ou les leviers excessifs dans le secteur de la finance de marché ? Les modèles d'activité des institutions financières du secteur de la finance de marché sont très différents de ceux des banques ; il en va de même pour les canaux sous-jacents au travers desquels elles peuvent amplifier les chocs pour l'économie et le système financier.

Deuxièmement, quel est l'équilibre approprié entre les interventions structurelles et celles variant au fil du temps ? Cette question reste insuffisamment explorée. Par exemple, un alignement plus étroit des profils de rachat des fonds et de la liquidité de leurs actifs sous-jacents pourrait résoudre le problème des inadéquations structurelles de la liquidité. Dans le même temps, la prime exigée pour le risque de liquidité du marché par les participants de marché varie au fil du temps, ce qui pourrait également justifier d'envisager des interventions au gré des circonstances.

Troisièmement, quelle est l'approche la mieux adaptée en matière de coordination internationale dans ce domaine ? Les marchés des capitaux sont internationaux par nature et des lacunes dans la couverture et la coordination limiteraient

l'efficacité des interventions de politique macroprudentielle et pourraient donner lieu à des arbitrages réglementaires. En outre, les actions d'une juridiction peuvent avoir un impact direct sur les conditions de financement d'une autre juridiction. La coordination internationale est donc importante.

Quatrièmement, comment trouver un juste équilibre entre les coûts et les avantages d'une résilience accrue du secteur de marché ? Les réformes réglementaires globales du système bancaire après la crise financière ont donné lieu à une analyse coûts-avantages détaillée coordonnée par le Conseil de stabilité financière et le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire. En outre, les mesures macroprudentielles prises par les différentes juridictions cherchent toujours à assurer un équilibre entre les coûts et les avantages pour l'économie. Ce cadre devra être élargi au secteur de la finance de marché. En raison de la nature internationale et interdépendante du secteur, le développement de cette approche se heurte à de nombreuses difficultés.

6 Des réformes structurelles s'appuyant sur une approche macroprudentielle – les fonds monétaires

Outre la nécessité de développer et de rendre opérationnel un cadre macroprudentiel général pour le secteur de la finance de marché dans son ensemble, il est également indispensable de revoir le cadre réglementaire des fonds monétaires (*money market funds* – MMF). Comme évoqué ci-dessus, les MMF ont été fortement affectés au début du choc de la Covid-19 et compte tenu de leurs interconnexions avec d'autres segments du système financier, leur résilience en période de tensions peut être d'importance systémique. Malgré les importantes réformes réglementaires mises en place depuis la crise financière mondiale, les turbulences du marché liées à la Covid en mars et avril 2020 ont mis en lumière des risques systémiques persistants liés à certains types de MMF, à savoir les fonds qui investissent dans des titres de créance du secteur privé plutôt que dans des titres de créance d'État ou du secteur public.

À l'instar de l'élaboration d'un cadre macroprudentiel destiné à l'ensemble du secteur de la finance de marché, toute réforme des MMF nécessitera de trouver un équilibre entre le maintien des avantages offerts par le secteur et le renforcement de sa résilience, tout en veillant à ce que les risques soient internalisés. En termes simples, les MMF fournissent un financement à court terme à l'économie et un service de gestion de trésorerie aux investisseurs, et ce faisant jouent un rôle de transformation de la liquidité. Le prix de cette transformation, en l'occurrence le risque

de liquidité, peut se cristalliser rapidement en période de tensions, comme ce fut le cas en mars 2020.

Des réformes spécifiques devront cibler les moyens de réduire ou de limiter cette inadéquation de la liquidité. Il pourra par exemple s'agir de modifications visant à aligner la liquidité des actifs sur la structure des engagements de passif des MMF, ou l'inverse. Les réformes potentielles devront être soigneusement évaluées afin de garantir un équilibre entre le maintien des avantages de ce secteur et le renforcement de sa résilience.

Conclusion

Un enseignement majeur à tirer de la crise de la Covid-19 est la nécessité de combler les lacunes du cadre actuel de la finance de marché afin de le rendre pleinement opérationnel. Les difficultés sont similaires à celles rencontrées lors du développement et de la mise en œuvre d'outils destinés au secteur bancaire. Néanmoins, il existe des enjeux et des considérations supplémentaires dans le cas de la finance de marché, notamment en ce qui concerne la dimension internationale des activités et des entités concernées. La Banque centrale d'Irlande, en collaboration avec ses homologues internationaux, est déterminée à faire avancer ces importants travaux visant à développer et à rendre opérationnel un cadre macroprudentiel plus complet afin de préserver la stabilité financière.

BIBLIOGRAPHIE

Allard (J.) et Balvy (R.) (2011)

« Market phoenixes and banking ducks are recoveries faster in market-based financial systems? », *document de travail du FMI*, WP/11/213 : <https://www.imf.org/>

Banque centrale européenne (2020)

Financial integration and structure in the euro area : <https://www.ecb.europa.eu/>

Banque centrale d'Irlande (2020a)

Financial Stability Review 2020 I : <https://www.centralbank.ie/>

Banque centrale d'Irlande (2020b)

Financial Stability Review 2020 II : <https://www.centralbank.ie/>

Buch (C.) (2017)

« How can we protect economies from financial crises? », notes préparées pour la table ronde des Rencontres économiques d'Aix-en-Provence, juillet : <https://www.bis.org/>

Comité européen du risque systémique – CERS (2019)

Non-Bank Financial Intermediation Risk Monitor, juillet. <https://www.esrb.europa.eu/>

Crockett (A.) (2000)

« Marrying the micro- and macro-prudential dimensions of financial stability », commentaires prononcés lors de la 11^e Conférence internationale des contrôleurs bancaires, Bâle, 20-21 septembre : <https://www.bis.org/>

Cunliffe (J.) (2020)

« The impact of leveraged investors on market liquidity and financial stability », notes préparées pour l'édition 2020 du sommet mondial de la *Managed Funds Association*, novembre : <https://www.bis.org/>

de Guindos (L.) (2020)

« Banking union and capital markets union after Covid-19 », remarques préparées pour l'édition 2020 de la conférence internationale annuelle du CIRSF (Centre de recherche sur la réglementation et la supervision du secteur financier, Portugal) portant sur les principales tendances dans la réglementation financière, novembre : <https://www.ecb.europa.eu/>

Eren (E.), Schrimpf (A.) et Sushko (V.) (2020)

« US dollar funding markets during the Covid-19 crisis – the money market fund turmoil », *Bulletin de la Banque des règlements internationaux*, n° 14, mai : <https://www.bis.org/>

Golden (B.) (2020)

« The persisting effect of the pandemic on money market funds and money markets », lettre économique de la Banque centrale d'Irlande (*Central Bank of Ireland Economic Letter*), vol. 2020, n° 9. <https://www.centralbank.ie/>

Makhlouf (G.) (2020)

« Making the case for macroprudential tools for the market-based finance sector : lessons from Covid-19 », notes préparées pour l'événement en ligne de Bruegel, juin : <https://www.centralbank.ie/>

Schrimpf (A.), Shin (H. S.) et Sushko (V.) (2020)

« Leverage and margin spirals in fixed income markets during the Covid-19 crisis », *Bulletin de la BRI*, n° 2, avril : <https://www.bis.org/>

LE COMITÉ EUROPÉEN DU RISQUE SYSTÉMIQUE PASSE EN « MODE CRISE »

Richard PORTES

Professeur d'économie

[London Business School](#)

Membre du comité scientifique consultatif
du Comité européen du risque systémique

N.B. : Durant la période couverte dans cet article, l'auteur était président du Comité scientifique consultatif du CERS et est intervenu à divers titres dans les travaux décrits. Cet article n'engage que la responsabilité personnelle de son auteur, aucun collaborateur du CERS ni aucun membre de ses différents comités n'étant impliqué, et n'a fait l'objet d'aucun examen de la part du CERS.

Face à la crise provoquée par la pandémie de Covid-19 et tandis que les autorités monétaires et budgétaires prenaient des mesures directes sans précédent pour freiner les effets néfastes de ce choc pandémique sur l'économie réelle, le Comité européen du risque systémique (CERS) – l'autorité en charge de la surveillance macroprudentielle de la stabilité financière au sein de l'Union européenne – est passé à l'action. Le CERS a notamment décidé de concentrer son attention sur les cinq domaines prioritaires suivants : (i) implications, pour le système financier, des dispositifs de garantie et des autres mesures budgétaires visant à protéger l'économie réelle, (ii) illiquidité des marchés et conséquences pour les gestionnaires d'actifs et les assureurs, (iii) impact procyclique des dégradations des notes de crédit des obligations sur les marchés et les entités du système financier, (iv) restrictions, à l'échelle du système, applicables aux distributions de dividendes, rachats d'actions et autres paiements et (v) risques de liquidité découlant des appels de marge. Pour chacun de ces domaines de travail, cet article recense les principaux risques identifiés par le CERS et énumère les différentes recommandations et autres mesures qui, de l'avis de l'autorité de surveillance macroprudentielle européenne, devraient être prises.

Autorité en charge de la surveillance macroprudentielle du système financier de l'Union européenne (UE), le Comité européen du risque systémique (CERS) est garant de sa stabilité financière et contribue à la prévention et à l'atténuation du risque systémique. Il a été créé fin 2010. Le CERS est présidé par la présidente de la Banque centrale européenne. Son organe de décision est le Conseil général où siègent l'ensemble des gouverneurs des banques centrales des 27 pays de l'UE, un membre de la Commission européenne, les présidents des autorités européennes de surveillance - AES (Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles - AEAPP, Autorité bancaire européenne - ABE, Autorité européenne des marchés financiers - AEMF) ainsi que le président et deux vice-présidents du Comité scientifique consultatif. Les décisions sont normalement adoptées par consensus, mais des votes peuvent être organisés en cas de désaccord. Un quorum des deux tiers des membres ayant le droit de vote est requis pour toute décision, même si aucun vote n'est jugé nécessaire. Le Conseil général, ses comités et groupes de travail sont épaulés par un secrétariat relativement modeste. Le Comité technique consultatif, qui compte un très grand nombre de membres, discute des questions susceptibles d'être soumises au Conseil général, et le Comité directeur, présidé par le président du CERS, concourt à l'organisation des réunions du Conseil général.

Le CERS ne dispose d'aucun pouvoir exécutif. Il peut formuler des recommandations à destination des AES et des organismes de réglementation nationaux. Bien qu'elles ne soient pas contraignantes, ces recommandations revêtent un caractère fortement incitatif (mécanisme de type « agir ou se justifier »). Le Comité peut également émettre des alertes et adresser des lettres aux diverses institutions européennes et nationales. Il publie par ailleurs des rapports ainsi que des travaux de recherche.

Cette organisation tout entière joue un rôle particulièrement pertinent dans la réponse que le CERS a apportée à la crise économique engendrée par le choc pandémique de la Covid-19. Le CERS a porté ses efforts sur l'atténuation des risques que la crise économique fait peser sur la stabilité financière. Engendrée par le secteur financier lui-même, la crise financière mondiale de 2008-2009 avait mûri progressivement avant d'ébranler les marchés financiers et les établissements financiers de manière brutale et systémique. Ses effets sur la production et l'emploi n'ont toutefois rien de comparable avec les conséquences profondes et immédiates de la crise de 2020. La crise que nous connaissons aujourd'hui provient d'un choc exogène dont les effets économiques (à la fois directs et résultant

des réponses des autorités) ont eu de réelles répercussions financières et pourraient déstabiliser le système financier. Dans les deux cas, des actions rapides ont été nécessaires.

Les mesures politiques déployées en 2020 ont bénéficié des enseignements tirés de la crise financière mondiale et de la résilience établie par les mesures réglementaires prises dans son sillage, au nombre desquelles la création du CERS et des AES. Toutefois, obtenir qu'une instance qui compte 35 membres votants et autant d'intérêts différents et qui ne se réunit habituellement qu'une fois par trimestre prenne des décisions rapides a tout de la gageure. Durant l'année écoulée, le véritable défi a été d'agir rapidement et de manière globale afin d'éviter une crise financière systémique et de consolider les maillons du système financier les plus à risque, tout en soutenant les politiques financières visant à relancer l'économie réelle.

Si elle dispose d'une force de frappe monétaire qu'elle peut rapidement déployer, la BCE doit toutefois veiller à ne pas outrepasser les limites de la politique monétaire. Ces limites sont définies par ses statuts ainsi que, dans une certaine mesure, par des décisions de jurisprudence voire judiciaires. Les limites du mandat du CERS sont moins bien définies, tandis que son pouvoir est plus circonscrit. Point important, le CERS associe huit pays qui ne font pas partie de l'Union économique et monétaire. Parmi ces pays, plusieurs sont financièrement intégrés à la zone euro selon une acceptation différente de l'intégration financière au sein de la zone euro.

Les politiques monétaire et macroprudentielle devraient être complémentaires. Si la stabilité financière est menacée par un assouplissement nécessaire de la politique monétaire, des mesures macroprudentielles peuvent contribuer à réduire les risques encourus. Si les mesures monétaires visent à endiguer des chocs préjudiciables à l'économie réelle, la politique macroprudentielle peut également être favorable. Or, une telle complémentarité exige une surveillance attentive. Le fait que la présidente de la BCE préside le CERS et que les gouverneurs des banques centrales siègent à son Conseil général offre ainsi un réel avantage. Cette coordination est sensiblement différente de la coordination tout aussi souhaitable mais politiquement plus difficile entre les politiques monétaire et budgétaire.

Souvent négligé, un autre aspect essentiel de la coordination s'est avéré important pour répondre à la crise de 2020 : la gestion des retombées transfrontières des politiques macroprudentielles¹. Ces retombées peuvent aussi bien se produire au sein de la zone euro, entre les États membres de la zone euro et les États de l'UE qui n'en sont pas membres, qu'entre les 27 États de l'UE et le reste du monde,

en particulier les États-Unis. Les mesures nationales peuvent affecter les banques multinationales ; il est peu probable que des interventions liées à la surveillance microprudentielle s'inscrivent dans une perspective macroprudentielle, systémique et transfrontière ; les mesures prises à l'échelle de l'UE peuvent affecter la position concurrentielle des institutions de l'UE vis-à-vis de celles qui sont en dehors du bloc ; l'instabilité des marchés se transmet souvent par-delà les frontières ; l'illiquidité des marchés d'un pays peut absorber les liquidités du reste du monde. L'idéal serait de coordonner les politiques. Le CERS se prête particulièrement bien à l'exercice de cette coordination au sein de l'UE. S'il ne lui appartient pas de négocier ou de prendre des mesures pour protéger directement les intérêts de l'UE, il est du moins à même de défendre les positions de l'UE dans l'arène internationale.

Certains de ces aspects ont été mis en exergue avec l'apparition de la crise. Si les contaminations à la Covid-19 hors de Chine ont progressé en février 2020, les marchés sont restés dans un premier temps imperméables. Mais dès la dernière semaine de février, « l'aversion au risque » s'est intensifiée entraînant un surcroît de volatilité, aussi bien en Europe qu'aux États-Unis. En raison du repli croissant vers les valeurs refuge, les rendements des principales obligations d'État ont baissé, tandis que les écarts de rendement des obligations à haut rendement ont grimpé en flèche. Les sorties de fonds de prêts ont bondi. Le prix du pétrole s'est effondré. S'exprimant quasiment en même temps, les dirigeants des quatre principales banques centrales (présidente Lagarde le 2 mars²) n'ont pas apaisé la fébrilité grandissante des marchés.

Les conditions de marché ont continué de se dégrader. À partir du 8 mars, de façon non coordonnée, les régulateurs de chaque pays ont assoupli les règles relatives aux coussins de fonds propres contracycliques des banques. Le 12 mars, la BCE a annoncé plusieurs mesures de politique monétaire et d'autres dispositions. Mais sans qu'il y ait de consensus quant à l'urgence de la situation en matière de stabilité financière, urgence dont avaient pourtant conscience les marchés. Le 16 mars, ils se sont effondrés et les volatilités se sont accrues – l'indice VIX, « l'indice de la peur », culminant à un niveau jamais vu depuis septembre 2008.

Le Conseil des gouverneurs de la BCE s'est réuni le 17 mars, au plus fort de la « ruée sur les liquidités » ou de la « frénésie de mars » (*March madness*). Il a lancé un programme d'achats d'urgence face à la pandémie d'un montant de 750 milliards d'euros (portant sur toutes les catégories d'actifs éligibles dans le cadre du programme d'achats d'actifs existant, avec toutefois une plus grande flexibilité). Le Conseil a élargi

l'éventail des actifs éligibles au programme d'achat de titres du secteur des entreprises aux billets de trésorerie du secteur non financier. Le Conseil des gouverneurs a par ailleurs précisé que « la BCE veillera à ce que tous les secteurs de l'économie bénéficient de conditions de financement favorables leur permettant d'absorber ce choc »³.

Le CERS, de son côté, était déjà passé à l'action. Très tôt, le secrétariat avait compris que l'urgence sanitaire liée à la pandémie avait ébranlé la stabilité financière. À l'issue d'une réunion préliminaire du Comité directeur le 10 mars, le secrétariat lui a préparé le terrain le 12 mars, en définissant les mesures macroprudentielles qui pourraient être prises en réponse à la crise. Le Comité scientifique consultatif a tenu des réunions élargies les 11 et 13 mars pour discuter des faiblesses systémiques et des éventuelles réponses à y apporter. Le Comité directeur, lors de sa réunion du 17 mars, a décidé de passer en « mode crise ». Le secrétariat a été chargé d'organiser une consultation pour dresser une liste de « questions prioritaires ». Après des discussions internes auxquelles a participé le président du Comité scientifique consultatif, une liste de dix questions a été soumise aux membres du Conseil général, qui ont été invités à en retenir cinq par voie écrite (à ce stade, aucune réunion n'était prévue). Le Comité directeur s'est de nouveau réuni le 25 mars pour discuter des réponses politiques à la crise et des priorités du travail du CERS. Même si les marchés s'étaient stabilisés entre-temps, on craignait que les autorités nationales n'aient agi sans coordination, et ce dans de nombreux domaines.

Force est de reconnaître que le processus aurait pu être plus rapide encore. Faut de consensus précoce sur la vision portée par son secrétariat, le CERS a perdu du temps, en partie parce que les autorités nationales et les diverses agences étaient opposées au départ à l'idée d'une action centralisée. Le CERS n'a pas d'assise naturelle. Il n'y a pas d'unanimité des membres du Conseil général, et encore moins des responsables nationaux et européens, pour adhérer au principe selon lequel la stabilité systémique exige une action à l'échelle du système et une coordination entre les différentes autorités, chacune ayant ses propres responsabilités et son pré carré. Pour autant, une fois qu'il a été trouvé, le consensus a été rapidement suivi d'actes et de résultats.

Après avoir tenu un nombre exceptionnel de réunions et de consultations approfondies et décentralisées en mars,

1 Cf. CERS (2020a).

3 Cf. BCE (2020b).

2 Cf. BCE (2020a).

Le Conseil général du CERS s'est réuni le 2 avril. Il s'est mis d'accord sur cinq domaines prioritaires en vue d'accélérer les travaux complémentaires dont l'objectif était de soumettre des propositions de mesures ciblées ou des analyses du CERS sur les questions clés. Chaque axe de travail identifié devait réunir de petits groupes d'experts sur proposition du Comité technique consultatif ainsi que des membres du Comité scientifique consultatif. Pour chaque axe de travail, le Conseil général définirait immédiatement une mission assortie d'un court délai de réalisation. Les livrables seraient présentés au Comité directeur sous la supervision du premier vice-président du CERS, en étroite collaboration avec les présidents du Comité technique consultatif et du Comité scientifique consultatif. Le Comité directeur discuterait des livrables et les soumettrait, à condition qu'ils soient acceptables, au Conseil général pour discussion et décisions. Le Secrétariat du CERS soutiendrait ce processus.

Le timing était serré. En l'occurrence, un rapport sur les axes de travail identifiés a été présenté au Conseil général lors de ses réunions des 6 mai, 27 mai et 25 juin. Certaines mesures et publications ont été approuvées lors de chacune de ces réunions. Soulignant l'ampleur et la difficulté de la tâche, le calendrier répondait également à la nécessité de parvenir à des déclarations publiques et de formuler des recommandations qui seraient de nature à susciter un consensus au sein du Conseil général. La complexité de certaines questions et les intérêts parfois contradictoires des États membres ont souvent nécessité de longs échanges et parfois même des négociations pour parvenir à des formulations acceptables de tous. Il était essentiel de fixer un cap qui ne pouvait venir que d'en haut.

Les domaines prioritaires identifiés et leurs axes de travail respectifs étaient les suivants :

- les implications, pour le système financier, des dispositifs de garantie et autres mesures de nature budgétaire visant à protéger l'économie réelle ;
- l'illiquidité des marchés et ses conséquences pour les gestionnaires d'actifs et les assureurs ;
- l'impact procyclique des dégradations des notes de crédit des obligations sur les marchés et des entités du système financier ;
- les restrictions à l'échelle du système applicables aux versements de dividendes, rachats d'actions et autres distributions ;
- les risques de liquidité découlant des appels de marge.

Les mandats de ces axes de travail ont été détaillés dès le départ et généralement suivis de près. Le travail a été intensif, ponctué d'innombrables visioconférences. Les efforts soutenus du personnel et des membres des groupes de travail ainsi que les orientations régulières fournies par la direction ont permis d'obtenir des résultats remarquables. Je vais à présent développer chacun des mandats tels qu'ils ont été énoncés au départ et présenter les travaux produits par les cinq groupes, en les commentant. Il y a lieu de noter que les axes de travail 3 et 4 étaient présidés par des membres du Comité scientifique consultatif, tandis que les trois autres axes étaient présidés par des responsables des banques centrales nationales.

1 Implications, pour le système financier, des dispositifs de garantie et des autres mesures de soutien de nature budgétaire

Les États membres ont pris des mesures budgétaires sans précédent pour atténuer l'impact financier de la lutte contre la Covid-19 sur l'économie réelle et, indirectement, sur le secteur financier. Ces mesures comprennent notamment des reports de paiement aux banques (moratoires publics), des garanties publiques pour encourager les prêts et des subventions publiques (aides d'État). Il est essentiel de comprendre l'impact et l'efficacité de ces mesures pour anticiper les tensions futures sur le secteur financier et le risque que ce dernier aggrave la crise par un comportement procyclique, comme par exemple une forte hausse des provisions pour pertes sur prêts et des expositions non performantes ou des défaillances parmi les principales institutions financières.

Ce groupe de travail avait pour missions d'examiner les risques en matière de stabilité financière à la lumière de ces mesures budgétaires et de proposer des mesures susceptibles d'atténuer ces risques. Il a analysé :

- les implications des différents dispositifs nationaux de garantie des prêts, tant au niveau national qu'euro-péen, y compris les conséquences intersectorielles et transfrontières, intentionnelles et involontaires, des dispositifs nationaux de garantie ;
- la capacité de ces systèmes à éviter un assèchement du crédit ;
- l'impact sur la solvabilité et la viabilité des banques/ assureurs/autres institutions financières, en particulier

ceux affichant des ratios de créances douteuses élevés avant la crise de la Covid-19, en examinant également les retombées transfrontières ;

- l'impact du traitement prudentiel et comptable des défaillances sur les ratios de fonds propres ;
- l'impact de l'augmentation de l'endettement public et, partant, de la soutenabilité de la dette sur les expositions souveraines détenues par les banques et les assureurs ;
- l'impact des garanties publiques sur les pondérations du risque et les ratios de fonds propres ;
- la coopération et la coordination possibles entre les autorités pendant la crise en ce qui concerne le redressement des établissements non viables et la résolution de leurs défaillances.

Le groupe de travail était appelé à produire les livrables suivants :

- une évaluation de la diversité des systèmes d'aide nationaux et de leurs implications pour (i) la résilience des secteurs financiers nationaux et leur capacité à fournir des crédits et (ii) le fonctionnement du marché unique (par exemple, la transmission des prêts aux marchés se fait-elle avec le plus large soutien public possible aux emprunteurs ou des écarts au niveau du soutien budgétaire faussent-ils la concurrence entre les prestataires de services financiers ?).
- une identification des domaines dans lesquels la coordination à l'échelle de l'UE sous l'égide du CERS aiderait les autorités membres de ce dernier à mieux appréhender les problèmes transfrontaliers et intersectoriels ;
- des communications pouvant être émises soit par le CERS, soit en coordination avec ses institutions membres ; des déclarations informelles pouvant être transmises aux parties prenantes et d'éventuelles alertes et recommandations du CERS.

Il y a lieu de noter ici l'accent mis sur la coordination à l'échelle de l'UE et sur la défense du marché unique. Ces deux thèmes sont également mis en avant dans les autres domaines prioritaires comme le travail sur les restrictions à l'échelle du système applicables aux versements volontaires effectués par les banques et les compagnies d'assurance.

Le groupe de travail a notamment publié une recommandation du CERS concernant le suivi des implications, en matière de stabilité financière, des moratoires sur les dettes, ainsi que

des systèmes de garantie publique et des autres mesures de nature budgétaire adoptées pour protéger l'économie réelle en réaction à la pandémie de Covid-19 (CERS/2020/8) ⁴. Ce suivi a été réalisé à l'aide de plusieurs modèles détaillés produits par le groupe. Le CERS a également adressé une lettre aux gouvernements sur l'impact des dispositifs de garanties nationaux et des autres mesures nationales de nature budgétaire sur la stabilité financière ⁵.

2 Illiquidité des marchés et conséquences pour les gestionnaires d'actifs et les assureurs

La forte baisse des cours des actifs liée à la pandémie et les mesures prises pour la combattre se sont soldées par des retraits de grande ampleur dans le secteur des fonds d'investissement et des compagnies d'assurance, alors que les marchés financiers devenaient moins liquides. Le décalage grandissant entre les possibilités de retrait pour les investisseurs et la liquidité des actifs accroît le risque de nouvelles baisses des cours des actifs, les gestionnaires d'actifs et les assureurs pouvant être contraints de réaliser des ventes (en catastrophe). Cela fait courir un risque de contagion par le biais des pertes de valeur d'actifs vendus qui sont soit identiques soit corrélés entre eux, provoquant de l'instabilité financière. Les gestionnaires de fonds disposent généralement de plusieurs instruments pour faire face à une vague de retraits, qu'il s'agisse de mécanismes de « *swing pricing* » (ajustements de la valeur liquidative) ou de « *redemption gates* » (seuils de valeur bloquant les retraits), même si la disponibilité de ces instruments diffère d'un pays à l'autre au sein de l'UE. Dans le secteur de l'assurance, ces outils ne sont généralement pas disponibles. Ce groupe de travail avait pour missions d'examiner les risques pesant sur la stabilité financière du fait des décalages entre la liquidité des actifs et les retraits et de proposer des mesures susceptibles d'atténuer ces risques. Il devait analyser :

- l'évolution de la liquidité des différents types d'actifs détenus par les fonds et les assureurs ;
- l'évolution des remboursements dans les secteurs des fonds et de l'assurance ainsi que les possibles effets de contagion en provenance des fonds d'investissement vers le secteur des assurances ou celui des fonds de pension ;

4 Cf. CERS (2020b).

5 Cf. CERS (2020c).

- les conséquences pour la liquidité du marché ;
- les moyens permettant d'atténuer les risques pesant sur la stabilité financière. Il pourrait s'agir d'évaluer le rapport coûts/bénéfices de la suspension, par les autorités nationales, des retraits dans les fonds d'investissement et les produits d'assurance dans l'intérêt du public, ainsi que de mesures dépassant le cadre de compétence des autorités (macro)prudentielles, telles que l'action des banques centrales en tant que « teneurs de marché en dernier ressort ».
- les outils alternatifs pouvant être envisagés dans le secteur des assurances, faute d'outils macroprudentiels permettant d'atténuer les risques de liquidité.
- les propositions de réforme réglementaire pouvant être mises en œuvre en urgence.

Le groupe de travail était appelé à produire les livrables suivants :

- une évaluation de la possible évolution future de la liquidité des principaux actifs financiers détenus par les fonds et les assureurs et de leur résilience probable face aux demandes de remboursement ;
- une identification des domaines dans lesquels la coordination à l'échelle de l'UE sous l'égide du CERS aiderait les autorités membres de ce dernier à mieux appréhender les problèmes transfrontaliers et intersectoriels ;
- des communications pouvant être émises soit par le CERS, soit en coordination avec ses institutions membres ;
- des déclarations informelles pouvant être transmises aux parties prenantes et d'éventuelles alertes et recommandations du CERS.

Là encore, la coordination à l'échelle de l'UE est mise en avant. Le besoin de coordination transparaît effectivement en filigrane dans les mandats des cinq axes de travail. Le CERS était particulièrement conscient de son rôle unique dans la promotion d'une telle coordination dans le domaine macroprudentiel.

Ce groupe a émis une recommandation du CERS sur les risques de liquidité des fonds d'investissement (CERS/2020/4), accompagnée d'une déclaration publique sur l'utilisation des outils de gestion de la liquidité et d'une lettre à l'AEAPP sur les risques de liquidité dans le secteur de l'assurance ⁶. L'AEAPP et l'AEMF ont répondu par des

déclarations publiques. Les groupes de travail 2 et 3 ont produit conjointement une « note de synthèse » analysant la liquidité des marchés des obligations d'entreprise et des billets de trésorerie, l'impact procyclique des dégradations des notes de crédit et les conséquences pour les gestionnaires d'actifs et les assureurs ⁷.

3 Impact procyclique des dégradations des notes de crédit des obligations sur les marchés et les entités financières

Le choc économique engendré par la lutte contre la pandémie pourrait être amplifié par les dégradations à grande échelle des notes de crédit des obligations (instruments de dette titrisés inclus). Les conséquences de l'arrêt de l'activité économique se faisant ressentir, de nombreuses entités notées BBB pourraient perdre leur statut « *investment grade* » et devenir ainsi inéligibles pour de nombreux portefeuilles, y compris ceux qui suivent les indices « *investment grade* » et certains fonds indiciels cotés (*exchange-traded funds* - ETF). Cela les rendrait également inéligibles au programme d'achats de titres du secteur des entreprises (*Corporate Sector Purchase Programme*) de la BCE. Ces dégradations de notes de crédit pourraient avoir des conséquences sur les coûts de refinancement des entreprises et leur recours aux lignes de crédit bancaires et pourraient accroître l'ampleur des défaillances et des destructions d'emplois. Elles pourraient affecter les institutions financières fortement exposées à de tels actifs, au risque d'entraîner des défaillances d'ordre systémique ou de réduire la capacité de prêt.

Ce groupe de travail a examiné les conséquences pour le système financier d'un point de vue systémique, en se focalisant plus particulièrement sur :

- les nouvelles émissions d'obligations notées « *investment grade* » ;
- le volume d'obligations notées « *investment grade* » susceptibles d'être rétrogradées, les entités qui les détiennent ainsi que l'impact et le degré de rééquilibrage implicite au niveau du portefeuille ;
- les anticipations des décisions des agences de notation ;
- les besoins d'emprunt des émetteurs marginaux notés « *investment grade* » ou dont la note a été dégradée qui pourraient avoir du mal à se refinancer sur le marché obligataire et qui devraient alors se tourner vers les banques ;

- l'ampleur probable des faillites d'entreprises fortement endettées et des pertes encourues par les prêteurs ;
- le fonctionnement du marché des obligations à haut rendement (spéculatives), sa capacité à absorber les « anges déchus » sans incident ;
- les mesures permettant d'atténuer les risques menaçant la stabilité financière, par exemple les moyens de contrecarrer les effets mécaniques largement préjudiciables des dégradations des notes de crédit ; en remarquant que ces mesures vont au-delà de la compétence des autorités (macro)prudentielles, telles que la flexibilité pour déterminer les garanties éligibles dans le cadre des opérations standard des banques centrales ou des programmes d'achat spéciaux.

Le groupe de travail était appelé à produire les livrables suivants :

- une évaluation de la possible évolution future des dégradations des notes de crédit et de leurs conséquences directes et indirectes pour le secteur financier ;
- une identification des domaines dans lesquels la coordination à l'échelle de l'UE sous l'égide du CERS aiderait les autorités membres à mieux appréhender les problèmes transfrontaliers et intersectoriels ;
- des communications pouvant être émises soit par le CERS, soit en coordination avec ses institutions membres ; des déclarations informelles pouvant être transmises aux parties prenantes ; d'éventuelles alertes et recommandations du CERS.

Outre la note de synthèse susvisée (produite en collaboration avec le groupe de travail 2), ce groupe (qui a bénéficié d'une aide non négligeable de la part du personnel de la BCE) a analysé des scénarios de dégradations de notes de crédit de grande ampleur d'obligations d'entreprise et leurs effets systémiques⁶. Première évaluation « *top down* » consistant à étudier globalement les possibles effets d'une vague de dégradations, cette analyse a demandé un énorme effort d'innovation méthodologique ainsi que le regroupement de données provenant d'un vaste éventail de bases de données. Par ailleurs, après de longues discussions, le Conseil général a accepté d'envoyer une lettre à la Commission européenne et à l'AEMF pour mettre en garde contre l'impact que pourraient avoir des dégradations à grande échelle par les agences de notation, et pour proposer à la Commission de réexaminer, en coopération avec l'AEMF, le rôle des références contractuelles aux notations dans les mandats de gestion et les prospectus des fonds et d'évaluer la transparence des méthodologies des agences de notation⁹.

4 Restrictions à l'échelle du système applicables aux versements de dividendes, aux rachats d'actions et autres distributions

Plusieurs institutions membres du CERS (ABE, AEAPP, BCE/MSU¹⁰) avaient déjà incité les banques et les compagnies d'assurance de l'UE à s'abstenir d'effectuer des versements volontaires (par exemple, dividendes, bonus et rachats d'actions destinés à rémunérer les actionnaires). Ces mesures peuvent accroître la résilience du secteur financier, en renforçant sa capacité à octroyer des prêts à l'économie réelle et en réduisant le risque de défaillance des institutions financières et la nécessité de faire appel à une intervention publique. Le CERS devait réfléchir aux moyens de soutenir ces initiatives bienvenues en :

- encourageant toutes les autorités nationales de surveillance à adopter uniformément les mesures recommandées par les AES ;
- plaidant en faveur d'ententes mondiales ou régionales, au-delà de l'UE, allant dans le même sens ;
- pesant le pour et le contre d'une extension d'une même recommandation à d'autres sociétés financières et éventuellement à des sociétés non financières ;
- examinant l'impact des recommandations sur le fonctionnement du marché unique, y compris les questions ayant trait au versement des dividendes des filiales aux groupes ;
- conditionnant les futures restrictions (au-delà de 2020) applicables aux versements volontaires à une éventuelle recapitalisation ; pointant la nécessité d'une action législative par opposition à des demandes non contraignantes.

Le groupe de travail était appelé à produire les livrables suivants :

- une évaluation des tendances en matière de versements volontaires dans le secteur des sociétés financières et non financières et de leurs conséquences pour la résilience du secteur financier et sa capacité à accorder des prêts à l'économie réelle ;

6 Cf. CERS (2020d).

7 Cf. CERS (2020e).

8 Cf. CERS (2020f).

9 Cf. CERS (2020g).

10 Mécanisme de surveillance unique.

- une identification des domaines dans lesquels la coordination à l'échelle de l'UE sous l'égide du CERS aiderait les autorités membres de ce dernier à mieux appréhender les problèmes transfrontaliers et intersectoriels ;
- des communications pouvant être émises soit par le CERS, soit en coordination avec ses institutions membres ; des déclarations informelles pouvant être transmises aux parties prenantes et d'éventuelles alertes et recommandations du CERS.

Ce groupe de travail a effectivement remis une recommandation, adressée par le Conseil général aux autorités compétentes, sur les restrictions applicables aux versements volontaires pendant la crise de la Covid-19 jusqu'à fin 2020¹¹. Le groupe de travail a également rédigé un rapport explicatif publié par le CERS¹². Les conflits d'intérêts apparents entre les différents États membres, en particulier entre pays d'origine et pays d'accueil des grandes banques internationales et la nécessité de défendre le marché unique ont rendu ce travail particulièrement difficile. Les AES ont également défendu leurs propres points de vue (certaines ayant déjà pris des mesures pertinentes). Enfin, les perspectives microprudentielles différaient parfois des points de vue macroprudentiels (systémiques). La recommandation ainsi produite témoigne des vertus du compromis tout en reconnaissant les intérêts à prendre en compte à l'échelle systémique.

5 Risques de liquidité découlant des appels de marge

La crise a entraîné d'importants appels de marges sur des positions en produits dérivés, avec de lourdes conséquences sur la liquidité des contreparties et leurs besoins de financement, voire leur solvabilité. L'un des objectifs des réformes adoptées après la crise financière mondiale était de réduire l'accumulation d'expositions non garanties issues d'opérations sur produits dérivés en introduisant une obligation de compensation des produits dérivés de gré à gré et d'appels de marge quotidiens pour les transactions compensées (et non compensées). Résultat, de plus en plus de produits sont compensés par des contreparties centrales (CCP), ce qui a largement contribué à réduire le risque global de crédit de contrepartie ainsi que les besoins globaux de liquidité en liaison avec les avantages résultant du *netting*. En période de tensions financières, cependant, les appels de marge initiaux ont tendance à augmenter étant donné que les CCP doivent se protéger contre le risque de défaut de la contrepartie et la hausse probable du coût de gestion d'un tel défaut. Les marges

de variation augmentent dans la mesure où elles reflètent les fluctuations du marché. Les exigences en matière de marges initiales et de marges additionnelles pourraient devenir plus contraignantes sous l'effet de la possible dégradation de la qualité de crédit des membres et de leurs clients. Ces tensions peuvent être exacerbées pour les membres compensateurs qui détiennent des comptes multidevises auprès de différentes CCP, que ce soit en Europe ou en dehors de l'Europe, et qui sont donc confrontés à de multiples sources de risques de liquidité accrus. Des répercussions sont également à craindre sur les marchés de financement et les bilans pourraient se dégrader en termes de liquidité et de solvabilité du fait de charges grevant les actifs.

Ce groupe de travail s'est penché sur :

- le montant et la concentration des marges initiales et des marges de variation au niveau des contreparties des transactions compensées et non compensées, en incluant les répercussions sur la compensation des clients par les membres compensateurs et la mesure dans laquelle les exigences en matière d'adhésion et de politiques d'accès peuvent engendrer des risques supplémentaires ;
- les modalités de financement des marges et les conséquences liées au fait de gager des actifs détenus sur la marge initiale ;
- la question de savoir si le système de compensation et les mesures anti-procyclicité ont produit les effets escomptés ou si le comportement des CCP ou des membres compensateurs a contribué à amplifier le risque de liquidité ;
- la question de savoir si les récents événements ont révélé des failles qui n'avaient pas été traitées par les réformes mises en œuvre après la crise financière mondiale ;
- les moyens d'atténuer les risques pour la stabilité financière pouvant résulter d'appels de marge importants.

Le groupe de travail était appelé à produire les livrables suivants :

- une évaluation de l'ampleur des appels de marge actuels et à venir et de leur impact sur les acteurs du marché et sur l'économie réelle ;
- une identification des domaines dans lesquels la coordination à l'échelle de l'UE sous l'égide du CERS aiderait les autorités membres de ce dernier à mieux appréhender les problèmes transfrontaliers et intersectoriels ;

- des communications pouvant être émises soit par le CERS, soit en coordination avec ses institutions membres ;
- des déclarations informelles pouvant être transmises aux parties prenantes et d'éventuelles alertes et recommandations du CERS.

Les travaux de ce groupe ont également conduit, pour l'essentiel, à la publication d'une recommandation du CERS, portant cette fois sur les risques de liquidité découlant des appels de marge (CERS/2020/6)¹³, qui a été complétée par un autre rapport publié par le CERS¹⁴. Cette recommandation a porté sur quatre questions distinctes et le travail fourni reflète le haut niveau d'expertise technique au sein du groupe de travail.

Conclusion

Il ne fait aucun doute que le CERS – sa direction, son Conseil général, son secrétariat et ses comités – a traité les risques systémiques engendrés par la crise de la Covid-19 en déployant des efforts exceptionnels et en produisant une large palette de résultats. Je pense que le CERS a nettement renforcé la stabilité du système financier et qu'il continuera à le faire. Les exemples de coordination dans divers domaines cités dans cet article donnent matière à réflexion. Il y a lieu d'espérer qu'il ne s'agit pas seulement d'une réponse à court terme à la crise, et que cette coordination – indispensable à la stabilité systémique – se poursuivra en temps normal.

11 Cf. CERS (2020h).

13 Cf. CERS (2020j).

12 Cf. CERS (2020i).

14 Cf. CERS (2020k).

BIBLIOGRAPHIE

Banque centrale européenne (BCE) (2020a)

« Déclaration de la Présidente de la BCE », communiqué de presse, 2 mars 2020 : <https://www.ecb.europa.eu/>

BCE (2020b)

« La BCE annonce un programme d'achats d'urgence face à la pandémie », communiqué de presse, 18 mars 2020 : <https://www.banque-france.fr/>

Comité européen du risque systémique (CERS) (2020a)

The global dimensions of macroprudential policy, rapports du Comité scientifique consultatif du CERS n° 10, février 2020 : <https://www.esrb.europa.eu/>

CERS (2020b)

« Recommandation du Comité européen du risque systémique du 27 mai 2020 concernant le suivi des implications, en termes de stabilité financière, des moratoires sur les dettes, ainsi que des systèmes de garantie publique et des autres mesures de nature budgétaire adoptées pour protéger l'économie réelle en réaction à la pandémie de COVID-19 », mai 2020 : <https://www.esrb.europa.eu/>

CERS (2020c)

« Travaux du CERS portant sur les implications, pour le système financier, des systèmes de garantie et des autres mesures de nature budgétaire visant à protéger l'économie réelle en réaction au coronavirus », lettre, mai 2020 : <https://www.esrb.europa.eu/>

CERS (2020d)

« Recommandation du Comité européen du risque systémique du 6 mai 2020 sur les risques de liquidité des fonds d'investissement », mai 2020 : <https://www.esrb.europa.eu/>

CERS (2020e)

Note de synthèse sur la liquidité des marchés d'obligations d'entreprise et des billets de trésorerie, l'impact procyclique des dégradations des notes de crédit et les implications pour les gestionnaires d'actifs et les assureurs, Rapport du CERS, mai 2020 : <https://www.esrb.europa.eu/>

CERS (2020f)

Analyse des effets systémiques d'une vague hypothétique de dégradations des notes de crédit des obligations d'entreprise, juillet 2020 : <https://www.esrb.europa.eu/>

CERS (2020g)

« Impact procyclique des dégradations des notes de crédit des obligations d'entreprise sur les marchés et les entités du système financier », lettre, octobre 2020 : <https://www.esrb.europa.eu/>

CERS (2020h)

« Recommandation du Comité européen du risque systémique du 27 mai 2020 sur des restrictions applicables aux distributions pendant la pandémie de COVID-19 », mai 2020 : <https://www.esrb.europa.eu/>

CERS (2020i)

Restrictions à l'échelle du système applicables aux versements de dividendes, aux rachats d'actions et autres distributions, rapport du CERS, juin 2020 : <https://www.esrb.europa.eu/>

CERS (2020j)

« Recommandation du Comité européen du risque systémique du 25 mai 2020 sur les risques de liquidité découlant d'appels de marge », mai 2020 : <https://www.esrb.europa.eu/>

CERS (2020k)

Risques de liquidité découlant d'appels de marge, rapport du CERS, juin 2020 : <https://www.esrb.europa.eu/>

LE RÔLE DE LA POLITIQUE MACROPRUDENTIELLE DANS LE SECTEUR DE L'ASSURANCE : L'EXPÉRIENCE DE LA CRISE DE LA COVID-19

Jonathan DIXON

Secrétaire général
Association internationale
des contrôleurs d'assurance – AICA

NB : Les opinions exprimées dans le présent article sont celles du secrétaire général de l'AICA et ne reflètent pas nécessairement celles de l'AICA ou de ses membres.

L'Association internationale des contrôleurs d'assurance (AICA) a modifié son approche visant à évaluer et atténuer le risque systémique dans le secteur de l'assurance. La nouvelle approche, baptisée « cadre holistique », intègre le fait que le risque systémique peut avoir pour origine non seulement des difficultés ou la faillite non contrôlée de compagnies d'assurance considérées isolément, mais également les expositions collectives du secteur de l'assurance.

Le présent article expose cette nouvelle approche, qui se décline en trois volets : i) la surveillance macroprudentielle au niveau mondial ; ii) l'application d'exigences de supervision plus strictes à une plus grande partie du secteur de l'assurance ; et iii) l'évaluation de la mise en œuvre cohérente de ces normes.

Durant la pandémie de Covid-19, le cadre holistique a déjà fait ses preuves dans la mesure où il a permis à l'AICA de suivre l'impact de la Covid-19 sur le secteur de l'assurance au niveau mondial grâce à des collectes de données ciblées, et a fourni la panoplie d'outils nécessaire pour que les autorités de contrôle des assurances adoptent une approche coordonnée vis-à-vis des événements systémiques.

L'association internationale des contrôleurs d'assurance (AICA) a pour mission de promouvoir un contrôle efficace et uniforme au niveau mondial du secteur de l'assurance, afin de développer et de maintenir des marchés de l'assurance équitables, sûrs et stables, dans l'intérêt et pour la protection des assurés, ainsi que de contribuer à la stabilité financière mondiale. Les activités qui contribuent à cette mission peuvent être déclinées de la manière suivante (cf. schéma 1).

- Évaluation des évolutions du marché et réponse à ces évolutions :
Suivi des tendances et des évolutions du marché mondial notamment le suivi macroprudentiel (à savoir l'exercice de suivi à l'échelle mondiale du risque systémique potentiel dans le secteur de l'assurance).
- Établissement de normes :
Établissement et maintien de normes de supervision reconnues à l'échelle mondiale, efficaces et proportionnées.
- Pratiques en matière de supervision :
Assistance aux autorités de supervision dans l'application pratique des textes relatifs à la supervision, par exemple en élaborant des documents d'orientation en matière de supervision et des plateformes de dialogue entre pairs.
- Respect des normes :
Évaluation de la mise en œuvre de la documentation de l'AICA relative à la supervision et contribution au renforcement des capacités en la matière.

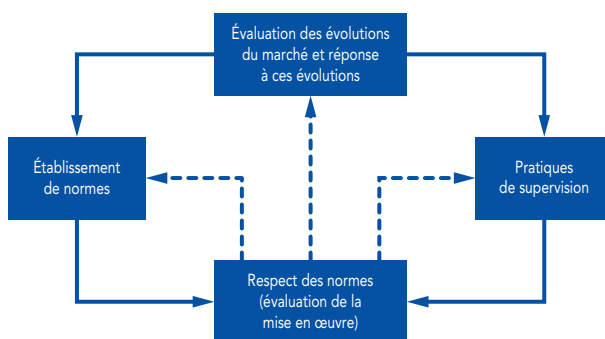
1 Cadre holistique

Conformément à ce cycle de renforcement des activités de l'AICA, le cadre holistique pour l'évaluation et l'atténuation du risque systémique dans le secteur mondial de l'assurance (« *Holistic Framework* ¹ »), adopté en novembre 2019, s'articule autour des principaux piliers suivants :

- suivi macroprudentiel au niveau mondial (exercice de suivi à l'échelle mondiale, *global monitoring exercise* – GME) ²,
- documentation relative à la supervision, avec notamment des exigences plus strictes pour une plus grande partie du secteur de l'assurance ³, et
- évaluation de la mise en œuvre cohérente des normes de l'AICA.

Dans ce cadre, l'AICA adopte une approche globale à différents niveaux. Tout d'abord, elle reconnaît que le risque systémique dans le secteur de l'assurance peut résulter non seulement des difficultés ou de la faillite incontrôlée de compagnies d'assurance considérées isolément, mais également des expositions et des activités collectives du secteur de l'assurance. Ensuite, comme les compagnies d'assurance font partie intégrante du système financier, le cadre holistique contribue à une vision intersectorielle lors de l'évaluation du risque systémique. Dans la phase de développement du cadre, l'AICA et le Conseil de stabilité financière (CSF) ont travaillé en étroite collaboration ; le cadre a également bénéficié des travaux intersectoriels entrepris en collaboration avec le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB). Enfin, le cadre holistique tient compte du caractère évolutif du risque systémique, en fonction notamment de la conjoncture économique générale ou de la stabilité de certains marchés financiers.

Schéma 1 Activités de l'AICA

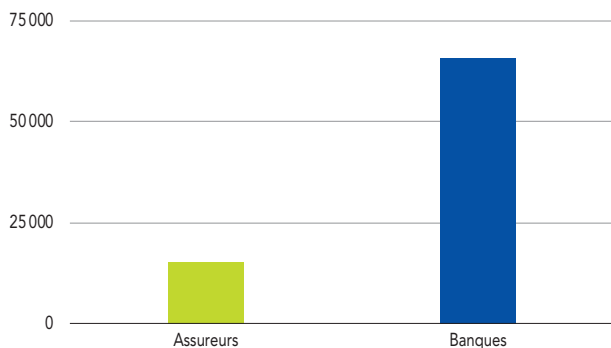


Source : Association internationale des contrôleurs d'assurance (AICA).

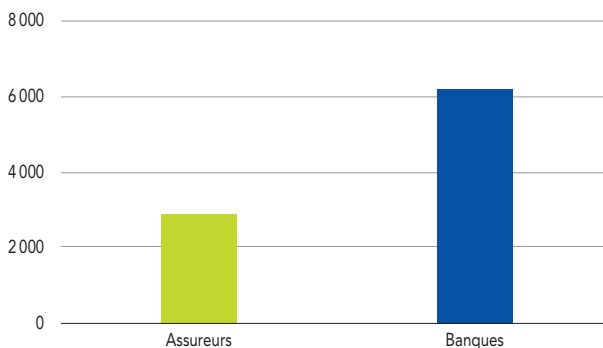
Le graphique 1 fournit quatre illustrations de la pertinence d'une perspective globale. Bien que les compagnies d'assurance aient un rôle majeur au sein du système financier mondial, l'échelle et l'interconnexion des assureurs sont relativement limitées comparées à celles des banques, comme l'illustrent la taille totale des bilans et les actifs totaux dans le système financier des cinquante premières compagnies d'assurance dans le monde relativement aux bilans des cinquante premières banques (sur la base de leur taille). En conséquence, la question du « trop grand pour faire faillite » (*too big to fail*), ou du « trop interconnecté pour faire faillite » (*too interconnected to fail*), se pose de manière limitée au niveau des compagnies d'assurance considérées individuellement, alors qu'elle revêt une grande

G1 Les compagnies d'assurance dans le système financier au sens large

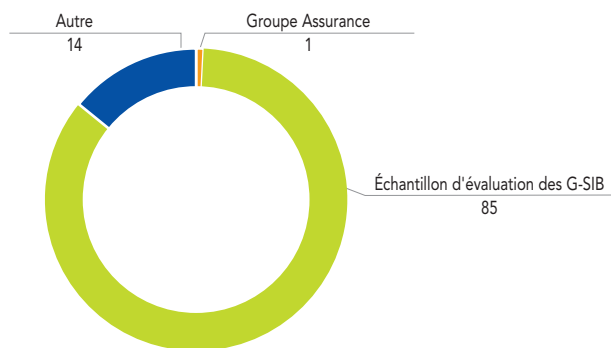
a) « 50 » premières sociétés d'assurance et banques, par taille
(en milliards d'euros)



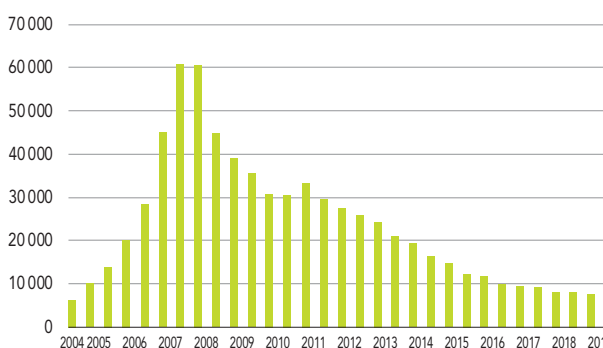
b) Interconnexion (actifs intra système financier)
(en milliards d'euros)



c) Dérivés (montant notionnel des dérivés OTC)
(en %)



d) Marché des *credit default swaps* – CDS (encours notionnel total)
(en milliers de milliards de dollars américains)



Notes : Toutes les données sont à fin 2018 à l'exception des données relatives aux CDS qui sont à fin 2019.

50 premières sociétés d'assurance : sur la base de l'exercice 2019 de collecte de données sur les assureurs d'importance systémique mondiale (G-SII – Global Systemically Important Insurers), auquel une cinquantaine de compagnies d'assurance ont participé (« Groupe assurance »).

50 premières banques : sur la base de 50 premières banques (classées par taille) participant à l'exercice relatif aux banques d'importance systémique mondiale (G-SIB – Global Systemically Important Banks).

Échantillon d'évaluation des G-SIB : l'ensemble des 75 banques participant à l'exercice G-SIB.

Dérivés OTC – over-the-counter : dérivés de gré à gré ; credit default swaps – CDS : swaps de défaut de crédit.

Sources : Association internationale des contrôleurs d'assurance (2019d), Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, Banque des règlements internationaux.

importance au niveau des banques. De même, sur le marché mondial des instruments dérivés négociés de gré à gré (*over-the-counter* – OTC), la part des cinquante compagnies d'assurance les plus importantes de la planète représente moins de 1 % du total. Enfin, la pertinence d'un point de vue au fil du temps peut être illustrée par l'évolution du marché des instruments dérivés de crédit (*credit default swaps* – CDS), marché qui a joué un rôle majeur lors de la grande crise financière. Lors du pic atteint en 2007, le portefeuille notionnel des engagements d'American International Group (AIG) au titre des CDS représentait 530 milliards de dollars⁴. À fin 2019, le marché total des CDS s'était contracté de plus de 85 %. En résumé, l'adoption d'une approche globale permet une évaluation du risque

systémique proportionnée au risque réel et tient compte du fait que l'impact systémique du secteur de l'assurance peut également dépendre du fonctionnement d'autres éléments faisant partie du système financier dans son ensemble.

Cette approche globale est comparable à l'approche adoptée par d'autres organismes de normalisation qui se sont également intéressés à un juste équilibre entre l'approche centrée sur des entités individuelles et celle consistant à

1 Cf. AICA, 2019a.

2 Cf. AICA, 2019b.

3 Cf. AICA, 2019c.

4 Cf. AIG, 2007.

considérer des secteurs ou des activités⁵. Dans le cas du secteur bancaire, cette réflexion a abouti à des exigences supplémentaires pour les banques d'importance systémique mondiale (G-SIB – *Global Systemically Important Banks*) et à l'intégration de divers outils macroprudentiels dans le cadre de Bâle III, notamment le ratio d'endettement, les exigences de liquidité et le coussin contracyclique. Dans le secteur de la gestion d'actifs, le résultat a plutôt été de considérer en priorité les activités, afin de remédier aux vulnérabilités structurelles des activités de gestion d'actifs. Les travaux ultérieurs du CSF et de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) concernant la gestion d'actifs porteront sur les sources potentielles de risque systémique résiduel au niveau des entités du fait de difficultés ou de faillites non contrôlées qui ne peuvent pas être traitées efficacement par des mesures basées sur les activités à l'échelle de l'ensemble du marché⁶.

2 Exercice de suivi à l'échelle mondiale

Dans tout cadre macroprudentiel, la première étape est le suivi et l'évaluation des risques et des évolutions susceptibles à terme d'affecter la stabilité financière. L'AICA effectue cet exercice de suivi à l'échelle mondiale (*Global Monitoring Exercise – GME*). Le GME de l'AICA comprend une collecte annuelle de données (complétée par des collectes de données supplémentaires approfondies, le cas échéant) concernant les tendances et les évolutions du marché de l'assurance, dont l'objectif est de détecter une potentielle accumulation de risque systémique dans le secteur de l'assurance. Le GME de l'AICA vient compléter la surveillance macroprudentielle exercée au niveau juridictionnel ou régional par les autorités de supervision, dont l'objectif est de surveiller la montée des risques systémiques au sein des juridictions (*cf. section suivante*). Il se crée ainsi une interaction entre le suivi mondial effectué par l'AICA et la surveillance macroprudentielle exercée par les autorités de supervision. Une augmentation des vulnérabilités dans certaines juridictions peut, par exemple, avoir des conséquences au-delà de ces juridictions, tandis que l'interprétation de tendances mondiales est enrichie par une meilleure compréhension des tendances sous-jacentes au niveau juridictionnel ou régional.

Le GME adopte une approche globale en collectant des données à la fois au niveau des compagnies d'assurance considérées isolément et au niveau agrégé par juridiction. Des informations quantitatives sont recueillies auprès d'une cinquantaine d'assureurs internationaux parmi les plus importants ainsi que dans les juridictions membres de l'AICA qui représentent quelque 90 % du marché mondial (sur la

base des primes brutes émises en 2019). À ces informations s'ajoute une enquête qualitative qui porte sur les évaluations, par les autorités de supervision, des risques macroprudentiels, en matière de probabilité, d'impact et de tendances, ainsi que sur les réponses des autorités de supervision, le cas échéant. Les sources potentielles de risque systémique analysées incluent les expositions aux contreparties, l'exposition macroéconomique et le risque de liquidité.

Dans le cadre holistique, la collecte de données n'est plus centrée sur l'identification d'assureurs d'importance systémique mondiale (G-SII – *Global Systemically Important Insurers*) potentiels mais vise plutôt à contribuer à une évaluation complète et prospective de l'accumulation potentielle de risque systémique dans le secteur de l'assurance. L'analyse des données, les contributions qualitatives des autorités de supervision et le dialogue avec les parties prenantes clés (telles que les responsables de la gestion des risques des groupes d'assurance mondiaux) alimentent la discussion collective annuelle entre les membres de l'AICA sur le risque systémique mondial potentiel dans le secteur de l'assurance et les réponses coordonnées en matière de supervision, le cas échéant. La discussion portant sur des réponses appropriées sur le plan de la supervision considère entre autres des mesures de supervision renforcées et/ou des pouvoirs d'intervention, en tenant compte de l'évaluation par l'AICA des mesures de supervision et des pouvoirs d'intervention déjà mis en œuvre.

L'AICA partage chaque année les résultats du GME avec les entités qui y ont participé (compagnies d'assurance participantes et membres de l'AICA), le CSF et le grand public.

Principaux facteurs de succès et difficultés

Lacunes des données

Le GME dépend de la qualité, de l'exhaustivité et de la soumission en temps voulu des données, ainsi que de l'utilisation d'outils analytiques appropriés pour évaluer les données. Bien que l'AICA collecte et analyse des données des compagnies d'assurance sur une base individuelle depuis 2013 (dans le cadre de l'exercice de collecte de données sur les G-SII), elle collecte depuis peu des données sectorielles et juridictionnelles. Un volet important du GME est l'évaluation des interactions entre ces deux ensembles de données complémentaires qui, bien que ciblant les mêmes risques, diffèrent s'agissant de leur perspective et de leur approche en matière de consolidation (au niveau du groupe dans un cas, au niveau de l'entité juridique dans l'autre).

Réponse aux nouveaux risques

Dans le cadre du GME, et conformément à son plan stratégique⁷, l'AICA s'intéresse également aux risques nouveaux ou en accélération tels que le changement climatique et les cyber-risques. Ces tendances méritent un examen plus approfondi permettant d'évaluer leur impact potentiel – opportunités, défis et risques – sur les marchés de l'assurance, le système financier au sens large et l'économie réelle. Dans le cadre du GME, cette analyse supplémentaire peut s'effectuer au travers de collectes de données approfondies sur une base ponctuelle et d'évaluations qualitatives.

La première analyse approfondie porte sur l'impact potentiel s'agissant de la stabilité financière du changement climatique sur le secteur des assurances et se concentrera sur les expositions des placements des assureurs aux risques climatiques. L'analyse s'appuie sur une collecte de données *ad hoc* auprès des membres de l'AICA, qui vise à recueillir des informations sur les expositions concernées dans les bilans des assureurs ainsi que sur les évaluations des risques prudentiels. Les résultats de l'analyse devraient être publiés mi-2021.

Discussion collective prospective

La discussion collective au niveau de l'AICA des résultats de la collecte de données quantitatives et de la contribution qualitative des autorités de supervision est un élément crucial du GME ; elle constitue en effet la base d'une réponse coordonnée au niveau mondial à l'accumulation potentielle de risque systémique. Cette coordination mondiale complète la surveillance macroprudentielle au niveau des juridictions et au niveau régional.

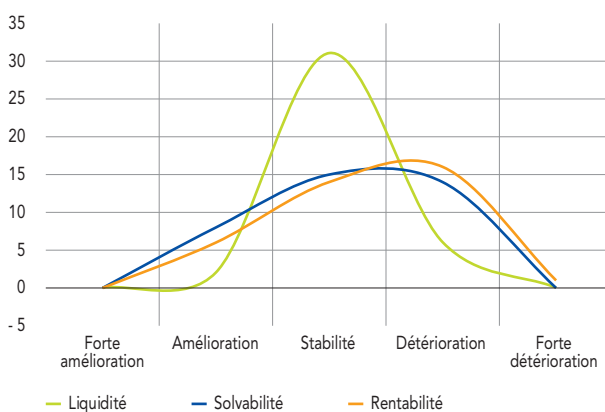
Pour permettre une discussion prospective exhaustive, l'AICA a convenu de critères quantitatifs qui contribueront à la sélection annuelle du thème de la discussion collective. Parmi ceux-ci figurent des critères de tendance et d'atypisme pour signaler la montée des risques systémiques potentiels. L'utilisation de critères quantitatifs est complétée par les avis d'experts ; des évolutions pertinentes pourraient, en effet, échapper à la seule utilisation de critères quantitatifs, étant donné la nature dynamique du risque systémique. Enfin, l'AICA a identifié un critère de niveau permettant d'identifier une situation dans laquelle des activités ou des expositions potentiellement d'importance systémiques deviennent concentrées dans une seule compagnie d'assurance, de sorte que si cette dernière connaissait des difficultés ou une faillite incontrôlée, cela constituerait une menace réelle et dangereuse pour la stabilité financière mondiale.

Évaluation de l'impact de la Covid-19

En utilisant le cadre pour le GME, l'AICA a été en mesure d'adapter rapidement et de redéfinir l'exercice afin d'évaluer l'impact de la Covid-19 sur la solvabilité, la rentabilité, la liquidité, les avoirs et les engagements du secteur des assurances au niveau mondial. Les différents assureurs et les superviseurs ont participé à l'exercice en fournissant des données et des informations qualitatives sur l'évaluation du risque (cf. graphique 2) et les perspectives d'évolution.

Les résultats d'ensemble indiquent que même si la volatilité des marchés financiers liée à la crise de la Covid-19 au premier semestre 2020 a affecté la solvabilité et la rentabilité du secteur de l'assurance au niveau mondial (essentiellement par le biais de son impact sur les actifs), les fonds propres disponibles des assureurs sont généralement restés très supérieurs aux niveaux exigés. Après un choc initial important ayant touché le marché financier, le secteur mondial de l'assurance a montré une résilience opérationnelle et financière, soutenu en cela par des mesures prudentielles apportant un allègement des contraintes opérationnelles et par des mesures de soutien monétaire et budgétaire sur les marchés financiers dans certaines régions. Toutefois, des vulnérabilités persistent, compte tenu de l'incertitude relative à la durée de la crise de la Covid-19 et à l'impact qu'elle continue d'avoir. Ces vulnérabilités ont trait à la possibilité d'une détérioration de la qualité de crédit des

G2 Évaluation prudentielle qualitative de l'impact de la Covid-19, T2 2020 (nombre de participants à l'enquête)



Source : Association internationale des contrôleurs d'assurance (2020a).

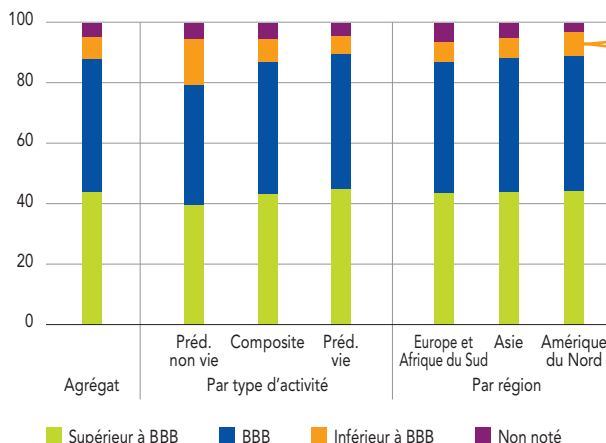
5 Cf. Saporta, 2016.

7 Cf. AICA (2019e).

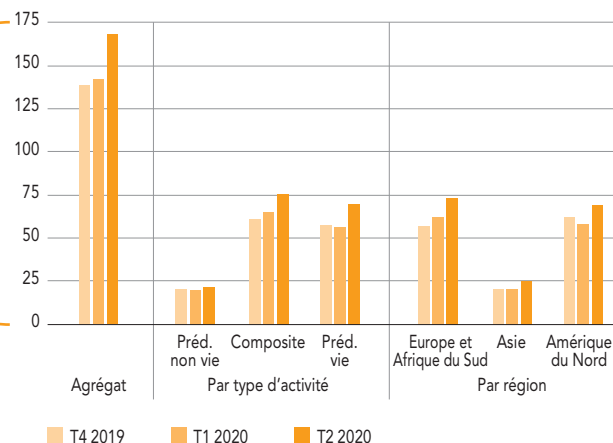
6 Cf. CSF (2017).

G3 Avoirs en titres de dette d'entreprise (composition par notation; variation des expositions moins bien notées [*non-investment grade*])

a) Qualité de crédit des avoirs en titres de dettes d'entreprise, T2 2020
(répartition des dettes d'entreprise en %)



b) Dettes d'entreprise notées au-dessous de BBB, T4 2019 – T2 2020
(en milliards de dollars américains)



Note : « Préd. vie » = groupes d'assurance dont l'activité prédominante est l'assurance-vie; de même pour « Préd. non vie ».
Source : Association internationale des contrôleurs d'assurance (2020a).

portefeuilles à revenu fixe des assureurs (cf. graphique 3) et à l'impact de l'environnement persistant de faibles rendements. Globalement, la grande majorité des portefeuilles des assureurs en obligations d'entreprise et en obligations souveraines sont composés de titres bien notés (*investment-grade*). Toutefois, certains assureurs ont subi des dégradations de notations dans leurs portefeuilles d'obligations d'entreprise⁸.

3 Documentation relative à la supervision et références

La documentation de l'AICA en matière de supervision, qui recouvre les principes fondamentaux de l'assurance (*Insurance Core Principles – ICP*) et le cadre commun pour le contrôle des groupes d'assurance internationaux (*Common Framework for the Supervision of Internationally Active Insurance Groups – IAIG, « ComFrame »*), vise à protéger les assurés et à contribuer à la stabilité financière mondiale par le maintien de normes de contrôle constamment élevées dans les juridictions membres de l'AICA. Les ICP s'appliquent à la supervision de toutes les compagnies d'assurance, tandis que *ComFrame* concerne uniquement les groupes d'assurance internationaux.

Lors de l'élaboration du cadre holistique, l'AICA a approuvé des révisions des principes fondamentaux de l'assurance et du *ComFrame* en améliorant ou en ajoutant des mesures de supervision spécialement conçues pour évaluer et atténuer

l'accumulation potentielle du risque systémique dans le secteur de l'assurance.

C'est délibérément que les mesures ne sont pas définies comme micro ou macroprudentielles. En atténuant certaines expositions au risque, les mesures qui ont principalement une perspective microprudentielle peuvent également contribuer à accroître la résilience du secteur de l'assurance dans son ensemble et/ou à réduire la probabilité et l'ampleur de tout impact systémique négatif. De même, de nombreuses mesures principalement destinées à l'analyse macroprudentielle, parmi lesquelles les tests de résistance prudentiels sectoriels, sont également des instruments microprudentiels.

Avec ces mesures, l'AICA s'est écartée de l'approche binaire antérieure, qui consistait à appliquer certaines mesures prédéterminées à un nombre restreint de G-SII identifiées. Elle encourage plutôt une application proportionnée de la documentation en matière de surveillance macroprudentielle à une plus grande partie du secteur de l'assurance.

La documentation relative à la supervision inclut :

- les exigences de supervision en continu appliquées aux compagnies d'assurance, qui ciblent les principales expositions systémiques potentielles : risque de liquidité, exposition macroéconomique et exposition aux contreparties ;

T1 Vue d'ensemble des mesures de supervision

Champ thématique	Description détaillée	Champ d'application		Mesures relatives aux G-SII
		Entité juridique/ groupe	IAIG	
Surveillance macroprudentielle	Amélioration du lien entre la surveillance macroprudentielle et la supervision et le reporting prudentiels	●	●	
	Exigences en matière de surveillance macroprudentielle	●	●	
Exigences pour les compagnies d'assurance	Exigences de gestion du risque d'entreprise relatives : <ul style="list-style-type: none"> • au risque de liquidité, • aux expositions aux contreparties, et • à l'exposition macroéconomique. 	●	●	● (gestion et planification de la liquidité uniquement)
	Exigence de divulgation du risque de liquidité	●	●	
Gestion de crise et planification	Coordination des préparations de la gestion de crise <i>y compris la création de groupes de gestion de crise</i>	●	●	
	Exigence en matière de planification des redressements	●	●	●
	Cadre de résolution incluant des pouvoirs de résolution	●	●	●
	Exigence en matière de planification des résolutions		●	●
Pouvoirs d'intervention	Mesures préventives et correctives	●	●	● (plan de gestion du risque systémique)

[] Non applicable.

[●] Applicable/exigé.

[●] Applicable/exigé seulement si nécessaire.

[●] Mesure G-SII comparable.

Note : IAIG – *Internationally Active Insurance Group* : groupe d'assurance internationalement actif, G-SII – *Global Systemically Important Insurer* : assureur d'importance systémique mondiale.

Source : *International Association of Insurance Supervisors (2019a)*.

- la surveillance macroprudentielle, qui vise à identifier les vulnérabilités et à traiter l'accumulation de risque systémique au niveau des compagnies d'assurance considérées individuellement et au niveau sectoriel ; et
- la gestion des crises et la planification, qui recouvre des exigences en matière de planification du redressement et de la résolution, ainsi que la création de groupes de gestion des crises.

En matière de pouvoirs d'intervention, les superviseurs sont tenus de disposer d'un ensemble suffisamment large de mesures préventives et correctives pour pouvoir réagir rapidement et de façon appropriée lorsqu'un risque systémique potentiel est détecté.

Le tableau 1 présente une vue complète des mesures et montre également comment la portée du cadre holistique est plus large que celle des mesures relatives aux G-SII, aussi bien en matière de champ d'application que de palette de mesures.

Application pratique des mesures prudentielles durant la pandémie de Covid-19

Beaucoup de ces mesures ont été concrètement mises en œuvre durant la crise de la Covid-19. L'AICA a facilité le partage d'informations et les discussions entre ses membres sur les réponses prudentielles permettant de faire face à l'impact de la Covid-19. À cet effet, l'AICA a développé un référentiel des mesures réglementaires, prudentielles, financières et autres, prises ou prévues par les membres de l'AICA face à la Covid-19. En réponse aux vulnérabilités identifiées, les contrôleurs des assurances ont pris diverses mesures, dont des mesures liées au cadre holistique, telles que :

- un reporting prudentiel amélioré portant sur la solvabilité, la liquidité et la rentabilité ;

8 Cf. AICA (2020a).

- une analyse de scénarios et des *stress tests*, tout en demandant également aux assureurs des actualisations de leurs évaluations internes du risque et de la solvabilité ; et
- des mesures visant à limiter ou à retarder les paiements de dividendes et les rémunérations variables.

Documentation de soutien

Comme indiqué dans l'introduction, l'une des principales activités de l'AICA est d'aider les autorités de supervision à mettre en œuvre la documentation relative à la supervision, par exemple en élaborant des documents d'application. Ces documents peuvent fournir aux autorités de supervision des conseils, illustrations, recommandations ou exemples de bonnes pratiques sur la manière dont la documentation relative à la supervision peut être mise en œuvre. S'agissant du cadre holistique, il convient de mentionner les documents d'application suivants :

- « Gestion du risque de liquidité »
Ce document fournit des orientations et des exemples de considérations pour la mise en œuvre des mesures de gestion du risque de liquidité et leur intégration dans la gestion du risque d'entreprise d'une compagnie d'assurance. Sont notamment concernées les exigences en matière de test de résistance sur la liquidité, de maintien d'un portefeuille d'actifs très liquides non grevés, d'élaboration d'un plan de financement d'urgence, et de présentation d'un rapport sur la gestion du risque de liquidité à l'autorité de supervision. Le document a été publié en juin 2020 ⁹.
- « Surveillance macroprudentielle »
L'objectif est d'aider les autorités de supervision à mettre en œuvre l'ICP 24 (Surveillance macroprudentielle) en concevant des processus et des procédures pour la surveillance macroprudentielle, notamment concernant les activités de suivi et d'analyse. Le document devrait également fournir des exemples de l'utilisation d'outils de surveillance macroprudentielle, dont les tests de résistance prudentiels. Le projet de document devrait être publié pour consultation en mars 2021.
- « Pouvoirs de résolution et planification de la résolution »
L'objectif est d'apporter un soutien aux superviseurs pour définir un cadre de résolution destiné aux assureurs, notamment en ce qui concerne les pouvoirs de résolution, la planification de la résolution et les

systèmes d'information de gestion. Le document traite également des bonnes pratiques en matière de gestion (transfrontière) des crises et de planification avec les autres superviseurs concernés. Le projet de document a été publié pour consultation en novembre 2020 et devrait être finalisé mi-2021 ¹⁰.

4 Évaluation de la mise en œuvre

L'évaluation de la mise en œuvre uniforme de la documentation relative à la supervision est le dernier élément clé du cadre holistique. Une évaluation fiable et indépendante de la mise en œuvre uniforme de la documentation de l'AICA relative à la supervision revêt une importance capitale pour assurer une supervision efficace et cohérente à l'échelle mondiale, et contribuer ainsi à la stabilité financière. Il est tout aussi important d'accroître la transparence en ce qui concerne les lacunes et les difficultés de la mise en œuvre afin de favoriser la bonne observance de la documentation relative à la supervision.

Conformément à la méthodologie d'évaluation de l'AICA pour les ICP et *ComFrame*, l'évaluation de la mise en œuvre du cadre holistique détermine si l'autorité de supervision a et exerce, lorsque c'est nécessaire, l'autorité légale et les pratiques en matière de supervision afin d'exécuter efficacement et de faire exécuter les exigences de la documentation relative à la supervision du cadre holistique concerné.

L'évaluation de la mise en œuvre du cadre holistique s'effectue en plusieurs phases, en commençant par une évaluation de base en 2020, suivie d'évaluations plus intensives par juridiction à compter de 2021. L'évaluation de référence vise à déterminer dans quelle mesure les superviseurs ont mis en application la documentation relative à la supervision du cadre holistique et s'appuie en grande partie sur les autoévaluations des juridictions, qui incluront des vérifications des pratiques de contrôle.

Dans le cadre de l'évaluation de référence, et sachant que le cadre n'est adopté que depuis l'année dernière, il a également été demandé aux juridictions membres de l'AICA de rendre compte des progrès effectués dans la mise en œuvre et de partager leurs plans de mise en œuvre lorsqu'il existe des lacunes. Vingt-cinq juridictions au total ont participé à l'évaluation, couvrant plus de 90 % du marché mondial de l'assurance et représentant un échantillon géographiquement équilibré. Un rapport public sera publié en mars 2021.

Conclusion

Mis en œuvre de manière adéquate, le cadre holistique permet d'améliorer la gestion du risque systémique dans le secteur de l'assurance. En novembre 2019, le CSF a salué la finalisation du cadre holistique de l'AICA ¹¹. À la lumière du cadre holistique finalisé, le CSF, en consultation avec l'AICA et les autorités nationales, a décidé de suspendre l'identification des G-SII à partir de début 2020. En novembre 2022, sur la base des premières années de mise en œuvre du cadre holistique, le CSF réexaminera la nécessité de cesser ou de rétablir une identification annuelle des G-SII par le CSF, en consultation avec l'AICA et les autorités nationales.

Si l'on considère la première année de mise en œuvre, qui s'est déroulée de manière totalement différente de ce qui était prévu, le cadre holistique a déjà démontré son utilité et sa polyvalence. L'AICA a dû ajuster rapidement ses activités face à la pandémie et a pu s'appuyer sur les réformes clés adoptées en 2019. L'objectif du GME a été redéfini afin de suivre l'impact de la pandémie de manière holistique et la documentation prudentielle de l'AICA définit la panoplie d'outils nécessaires aux superviseurs afin de contribuer à évaluer et à atténuer les événements systémiques tels que la Covid-19.

9 Cf. AICA, 2020b.

10 Cf. AICA, 2020c.

11 Cf. FSB, 2019.

BIBLIOGRAPHIE

American International Group – AIG (2007)

Rapport annuel, « Form 10-K » pour l'exercice clos le 31 décembre : <http://www.aig.com/>

Association internationale des contrôleurs d'assurance – AICA (2019a)

Holistic framework for systemic risk in the insurance sector, novembre : <https://www.iaisweb.org/>

AICA (2019b)

Global monitoring exercise, novembre : <https://www.iaisweb.org/>

AICA (2019c)

Insurance core principles and ComFrame, novembre : <https://www.iaisweb.org/>

AICA (2019d)

G-SII disclosure – 2019 public report, décembre : <https://www.iaisweb.org/>

AICA (2019e)

2020-2024 strategic plan, juin : <https://www.iaisweb.org/>

AICA (2020a)

Global insurance market report 2020, édition Covid-19 : <https://www.iaisweb.org/>

AICA (2020b)

Application paper on liquidity risk management, juin : <https://www.iaisweb.org/>

AICA (2020c)

Draft application paper on resolution powers and planning, novembre : <https://www.iaisweb.org/>

Conseil de stabilité financière – CSF (2017)

Policy recommendations to address structural vulnerabilities from asset management activities, janvier : <https://www.fsb.org/>

CSF (2019)

« Finalisation of IAIS holistic framework for the assessment and mitigation of systemic risk in the insurance sector », novembre : <https://www.fsb.org/>

Saporta, Victoria (2016)

« Macroprudential Policy for Insurers – Speech », Banque d'Angleterre, novembre : <https://www.bankofengland.co.uk/>

LES CRÉDITS INTERNATIONAUX OCTROYÉS AUX ÉCONOMIES DE MARCHÉ ÉMERGENTES PENDANT LA CRISE DE LA COVID-19

Stefan AVDJIEV

Conseiller pour la stabilité financière
Banque des règlements internationaux

Bat-el BERGER

Data scientist principal
Banque des règlements internationaux

Hyun Song SHIN

Conseiller économique et directeur de la Recherche
Banque des règlements internationaux

NB : Les opinions exprimées sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement celles de la Banque des règlements internationaux.

Alors que la pandémie de Covid-19 déferlait sur la planète au premier semestre 2020, les prêts bancaires internationaux octroyés aux économies de marché émergentes (EME) ont étonnamment bien résisté, en particulier si l'on compare avec la période de tensions qu'ont connue les EME en 2015 et lors la crise financière de 2008. Les auteurs se sont basés sur les statistiques financières internationales de la Banque des règlements internationaux (BRI) pour apporter un éclairage sur ce qui différencie l'épisode de Covid-19 de crises précédentes. Contrairement à ce qui s'était passé pendant la crise financière de 2008, le secteur bancaire n'a pas été au cœur des tensions financières lors de la crise de la Covid-19 survenue en mars 2020. Les indicateurs classiques de vulnérabilité, tels que la part des prêts internationaux à court terme, n'ont émis aucun signal significatif pendant la période de crise sanitaire. En revanche, le canal financier des taux de change a eu un impact sensible sur les prêts internationaux sur cette période. L'importance de ce canal a considérablement augmenté au cours de la dernière décennie, sur fond d'accumulation rapide de la dette en dollars dans les EME.

A lors que la pandémie de Covid-19 déferlait sur la planète au premier semestre 2020, les crédits internationaux aux économies de marché émergentes (EME) ont étonnamment bien résisté. Cette situation contraste fortement avec les baisses sensibles observées lors de la période de tensions affectant les EME en 2015 ou de la crise financière de 2008. Les prêts bancaires internationaux, notamment, qui se trouvaient à l'épicentre des deux crises précédentes, sont restés remarquablement stables pendant la crise liée à la Covid-19 en 2020.

Cet article, qui s'appuie sur les statistiques bancaires internationales (*international banking statistics* – IBS) et sur les indicateurs de la liquidité mondiale (*global liquidity indicators* – GLI) de la Banque des règlements internationaux (BRI), apporte un éclairage sur ce qui distingue la crise de la Covid-19 des crises précédentes. Nous établissons que les indicateurs classiques de vulnérabilité, tels que la part des créances à court terme dans les prêts bancaires internationaux, n'ont émis aucun signal significatif pendant cette crise sanitaire. En revanche, le canal financier des taux de change a eu un impact sensible sur les prêts internationaux au cours de cette période. Nous estimons que l'importance de ce canal a considérablement augmenté au cours de la dernière décennie, sur fond d'augmentation rapide de la dette en dollars (USD) dans les EME depuis la crise financière de 2008.

Nos conclusions illustrent l'importance des mesures sans précédent prises par la Réserve fédérale, lesquelles ont notamment permis d'éviter une forte appréciation du dollar, et donc de limiter l'effet négatif qu'une appréciation de cette devise aurait eu sur les conditions financières mondiales au travers du canal financier des taux de change.

1 Sources des données

Notre analyse repose sur les IBS et sur les GLI de la BRI. Les IBS de la BRI se répartissent en deux catégories principales : les statistiques bancaires territoriales (*locational banking statistics* – LBS) et les statistiques bancaires consolidées (*consolidated banking statistics* – CBS)¹. Les LBS, comme leur nom l'indique, organisent l'information en fonction du pays de résidence des banques déclarantes. La compilation de ces statistiques s'effectue conformément aux principes de la balance des paiements. Sous ce titre général, cet ensemble de données s'articule autour de deux dimensions principales : les positions en fonction du pays de résidence des banques déclarantes et en fonction de la nationalité des banques déclarantes, c'est-à-dire en fonction de la juridiction dont relèvent les sièges sociaux des banques. Ainsi, par exemple, les LBS par pays de résidence mettent en lumière les créances transnationales des banques qui opèrent au Japon sur des emprunteurs situés dans le reste du monde. Un exemple

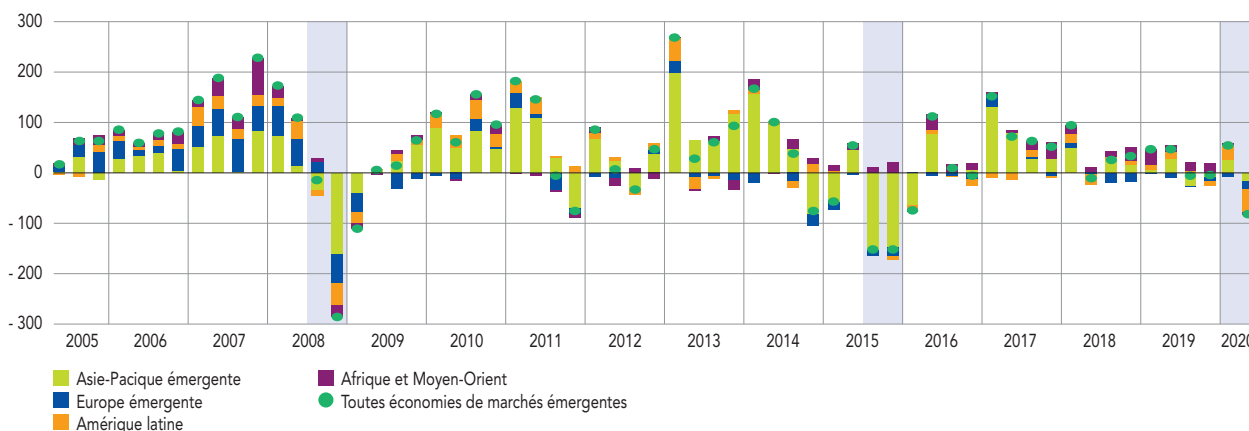
de statistiques bancaires territoriales par nationalité est celui des créances transnationales des banques japonaises (c'est-à-dire des banques ayant leur siège au Japon), où qu'elles soient implantées dans le monde, sur des emprunteurs du reste du monde. Dans les deux cas (LBS par résidence et par nationalité, les positions ne sont pas consolidées dans le sens où les créances entre agences d'un même établissement bancaire (positions intrabancaires) ne sont pas compensées. En revanche, s'agissant des CBS de la BRI, les positions intragroupes sont compensées. Les CBS se répartissent également selon deux dimensions principales : les créances sur une contrepartie immédiate et les créances sur un garant. Pour illustrer la différence entre les deux approches statistiques, prenons l'exemple d'une banque coréenne qui octroie à un emprunteur en Chine un prêt garanti par une banque japonaise. Sur la base de la contrepartie immédiate, le prêt est donc enregistré en tant que créance des banques coréennes sur la Chine, tandis que sur la base du garant, il est enregistré en tant que créance des banques coréennes sur le Japon.

Dans cet article, nous nous intéressons principalement aux créances transnationales enregistrées dans les LBS et aux créances internationales enregistrées dans les CBS. Les créances transnationales sont des créances entre résidents et non-résidents au sens des comptes de la balance des paiements. Par exemple, une créance enregistrée par une banque au Japon sur une contrepartie résidant hors du Japon est classée comme créance transnationale. Les créances internationales sont la somme des créances transnationales et des créances locales en devises étrangères. Par exemple, les créances internationales des banques japonaises sur des contreparties en Corée comprennent les créances transnationales des banques japonaises hors de Corée sur des emprunteurs en Corée, plus les prêts locaux en Corée octroyés par les banques japonaises dans toute autre devise que le won coréen.

Le fait de regrouper les LBS et les CBS permet d'apporter des éclairages complémentaires sur les tendances bancaires. Associés à bon escient, ces deux ensembles de statistiques peuvent s'avérer très instructifs. Certaines mises en garde s'imposent toutefois également. Les chiffres des LBS et des CBS ne peuvent pas être comparés directement. Trois raisons à cela, dont deux ont déjà été évoquées ci-dessus : i) les positions figurant dans les CBS sont par définition consolidées, contrairement à celles des LBS, et ii) la définition des créances transnationales reprises dans les LBS diffère de celles des créances internationales figurant dans les CBS. Enfin, les pays qui communiquent des LBS sont plus nombreux que ceux qui fournissent des CBS. Il est important de garder ces trois différences à l'esprit, en particulier lorsque l'on compare des chiffres d'un même prêteur ou concernant un même emprunteur.

G1 Créances transnationales sur les économies de marché émergentes, par région de la contrepartie

a) Variations trimestrielles ajustées (en milliards de dollars)



Notes : Les créances transnationales sur les économies de marché émergentes sont ajustées des ruptures de séries et des fluctuations des taux de change. Les taux de croissance en glissement annuel sont calculés sur la base des variations ajustées des quatre trimestres précédents. Les zones grisées correspondent aux périodes de crise des marchés financiers : crise financière de 2008, période de tensions affectant les EME en 2015 et pandémie de Covid-19 en 2020. Source : Banque des règlements internationaux (BRI) – statistiques bancaires territoriales (locational banking statistics – LBS) par lieu de résidence.

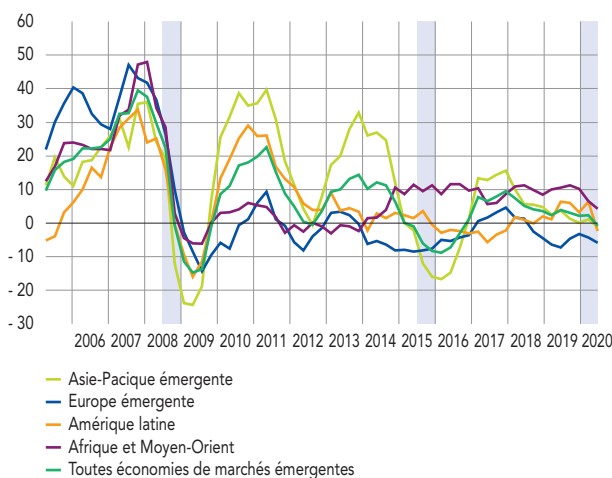
Nous utilisons les GLI de la BRI pour obtenir des informations sur le montant total du crédit en dollars accordé à des résidents dans les EME. Ces données tiennent compte des crédits aux emprunteurs non bancaires octroyés par des établissements domestiques ou étrangers. Le montant total du crédit est défini comme la somme des prêts bancaires accordés à des emprunteurs non bancaires et des titres de créance émis par des émetteurs non bancaires (BRI, 2015).

2 Dynamique du crédit international : comparaison entre la crise de la Covid-19 et les crises antérieures

Il ressort des LBS de la BRI que les prêts bancaires transnationaux à des EME pendant la phase initiale de la pandémie de Covid-19 ont été beaucoup plus stables que lors de la crise financière de 2008 et de la période de tensions affectant les EME en 2015. Les créances transnationales des banques sur les EME ont baissé d'environ 30 milliards de dollars seulement (- 1 %) au premier semestre 2020 (cf. graphique 1a). En comparaison, elles avaient chuté de 300 milliards de dollars au second semestre 2015 (- 8 %) et durant les six derniers mois de 2008 (- 11 %). Le ralentissement (de + 2 % à - 1 %) du taux de croissance annuel des prêts internationaux aux EME au premier semestre 2020 est également nettement plus modéré que les ralentissements correspondants observés en 2015 (de - 1 % à - 9 %) et lors de la crise de 2008 (de + 30 % à - 1 % ; cf. graphique 1b).

G1 Créances transnationales sur les économies de marché émergentes, par région de la contrepartie

b) Croissance en glissement annuel (en %)



Notes : Les créances transnationales sur les économies de marché émergentes sont ajustées des ruptures de séries et des fluctuations des taux de change. Les taux de croissance en glissement annuel sont calculés sur la base des variations ajustées des quatre trimestres précédents. Les zones grisées correspondent aux périodes de crise des marchés financiers : crise financière de 2008, période de tensions affectant les EME en 2015 et pandémie de Covid-19 en 2020. Source : Banque des règlements internationaux (BRI) – statistiques bancaires territoriales (locational banking statistics – LBS) par lieu de résidence.

1 La description des LBS et des CBS de la BRI dans cette section est fortement inspirée d'Avdjiev et al. (2018).

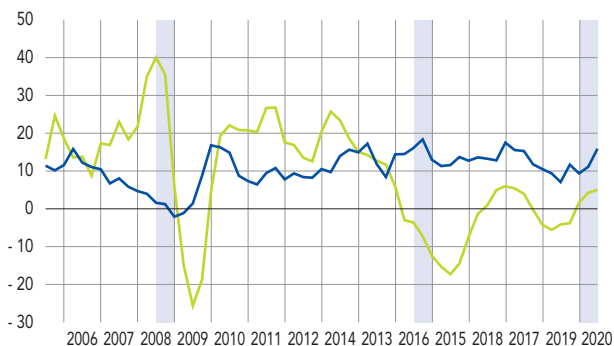
Les statistiques globales des prêts bancaires transnationaux aux EME masquent d'importantes disparités selon les régions émergentes : les créances sur l'Amérique latine et les Caraïbes ont ainsi baissé de 12 milliards de dollars au premier semestre 2020, et celles sur l'Europe émergente ont diminué de 23 milliards, tandis que les créances sur les pays émergents asiatiques ont légèrement augmenté (de 8 milliards). À titre de comparaison, les créances sur les pays émergents asiatiques avaient chuté de près de 300 milliards de dollars en 2015 (- 16 %) et de près de 200 milliards de dollars (USD) lors de la crise financière de 2008 (- 21 %). De même, le taux de croissance annuel des prêts à la région (- 1 % à mi-2020) pendant la crise liée à la Covid-19 a nettement mieux résisté que lors des deux crises précédentes (- 16 % à fin 2015 et - 12 % à fin 2008).

Les GLI de la BRI montrent que le montant total des crédits en dollars octroyés aux EME (autre mesure importante du crédit international) ont bien résisté au premier semestre 2020. Les émissions obligataires en dollars restent nettement supérieures aux prêts bancaires dans toutes les régions émergentes. Cette situation peut s'interpréter comme une extension de la « deuxième phase de la liquidité mondiale », à savoir l'évolution de l'intermédiation financière observée depuis la crise financière de 2008 qui voit la part des banques diminuer en faveur des marchés de capitaux, en particulier au travers des émissions de titres à revenu fixe (Shin, 2013). Le graphique 2 présente le taux de croissance des prêts bancaires (courbes vertes) et des obligations (courbes bleues) en dollars pour les trois régions émergentes dans lesquelles le dollar constitue la principale devise dans laquelle sont libellés les crédits en monnaies étrangères². Malgré les turbulences financières causées par la pandémie, le taux de croissance des obligations libellées en dollars a fortement augmenté dans toutes les EME sauf dans la partie émergente de l'Europe, où l'euro joue un rôle plus important que le dollar. Il apparaît que la forte progression des émissions obligataires a été principalement alimentée par les entreprises non financières, qui ont tiré parti des programmes d'achat d'obligations d'entreprises par les banques centrales non seulement pour couvrir leurs besoins de liquidités, mais également pour accroître leurs coussins de trésorerie (Goel et Serena, 2020).

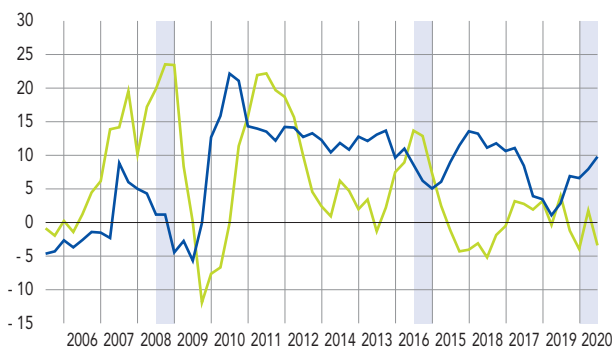
Bien que la composante « prêts » des crédits en dollars octroyés aux EME ait été moins importante que la composante obligataire, ses taux de croissance annuels sont également restés très supérieurs aux niveaux observés lors de la crise financière de 2008 et de la période de tensions touchant les EME en 2015³. C'est dans la partie émergente de l'Asie que cette tendance est la plus nette (cf. graphique 2a). Les taux de croissance des prêts bancaires à la zone Afrique et Moyen-Orient et à l'Amérique latine

G2 Crédit en dollars à des emprunteurs non bancaires dans certaines régions émergentes (en %, croissance en glissement annuel)

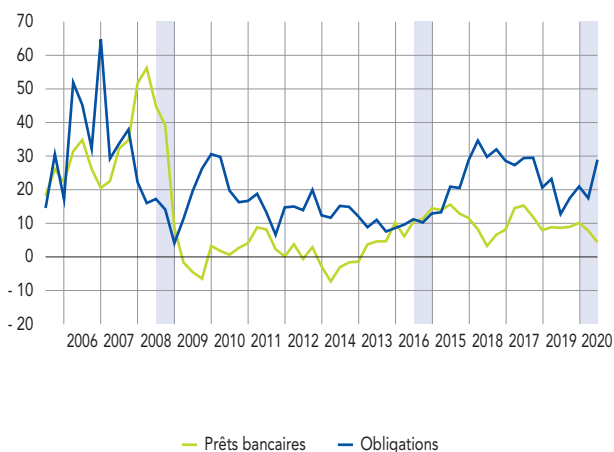
a) Asie-Pacifique émergente



b) Amérique latine



c) Afrique et Moyen-Orient



Note : Les zones grisées correspondent aux périodes de crise : crise financière de 2008, période de tensions affectant les EME en 2015 et pandémie de Covid-19 en 2020.
Source : Banque des règlements internationaux (BRI) – indicateurs de la liquidité mondiale.

pendant la crise de la Covid-19 ont été légèrement inférieurs à ceux observés pendant la période de tensions de 2015 (qui avait eu peu d'impact sur ces deux régions). Toutefois, dans les deux cas, les taux de croissance ont été sensiblement plus élevés en 2020 que pendant la crise financière de 2008.

3 Les déterminants des prêts transnationaux aux EME pendant la pandémie de Covid-19

Les travaux de recherche existants ont identifié plusieurs facteurs liés à la variation, au niveau des pays, des créances bancaires transnationales sur les EME pendant la crise de la Covid-19 (Hardy et Takats, 2020). Plus concrètement, les prêts transnationaux sont restés plus stables pour les EME affichant des niveaux plus élevés d'activité économique, des vulnérabilités financières préexistantes plus modérées et des mesures de confinement plus strictes. En outre, les prêts ont été plus stables pour les EME qui ont eu tendance à emprunter principalement auprès de systèmes bancaires mieux capitalisés et ayant octroyé davantage d'engagements de crédit.

Cette section étudie d'autres déterminants potentiels des prêts transnationaux aux EME pendant la crise de la Covid-19. Le premier est la part des prêts internationaux à court terme octroyés à une EME donnée, un facteur associé à des contractions du crédit international lors de crises antérieures (Avdjiev, Berger et Shin, 2018). Le deuxième déterminant potentiel est le taux de change du dollar, qui s'est avéré être un facteur important des flux de crédit internationaux au travers du canal financier des taux de change (Bruno et Shin, 2015b; Hofmann *et al.*, 2019; et Avdjiev *et al.*, 2019b).

La part des prêts internationaux à court terme n'a pas constitué un facteur aussi important durant la pandémie que lors des deux crises précédentes (cf. graphique 3). La forte corrélation existant entre la part des prêts internationaux à court terme juste avant la crise financière mondiale et la contraction du crédit bancaire international durant cette crise (cf. graphique 3a) s'est maintenue, quoique dans une moindre mesure, lors de la période de tensions touchant les EME en 2015 (cf. graphique 3b). En revanche, on n'observe aucune corrélation négative pendant la crise de la Covid-19 (cf. graphique 3c).

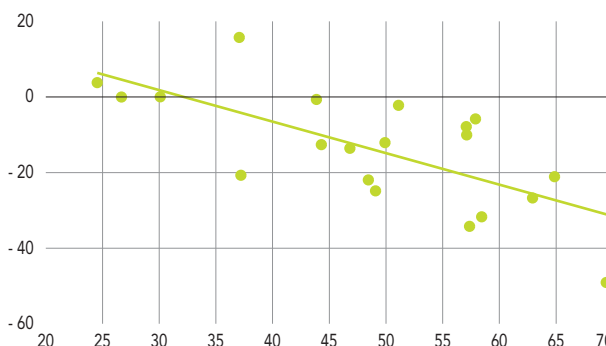
2 Dans la quatrième région émergente, l'Europe émergente, le crédit en devises étrangères est principalement libellé en euros : <https://www.bis.org/>

3 Dans le contexte des indicateurs de la liquidité mondiale, les prêts bancaires en dollars (USD) comprennent à la fois les prêts transnationaux et les prêts octroyés localement.

G3 Part des créances à court terme dans les prêts internationaux pendant certaines périodes de crise, pour les vingt premières EME

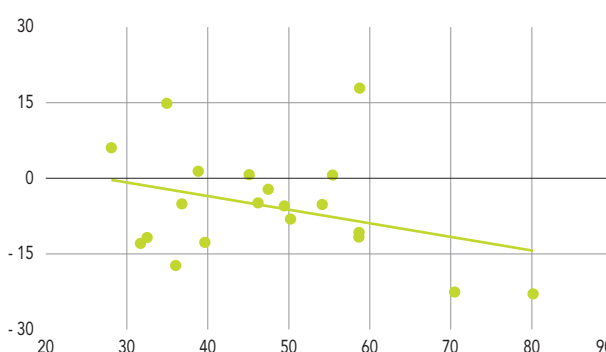
a) Crise financière de 2008

(%, axes des abscisses : part des prêts à court terme à fin juin 2008, axe des ordonnées : variation des créances internationales au S2 2008)



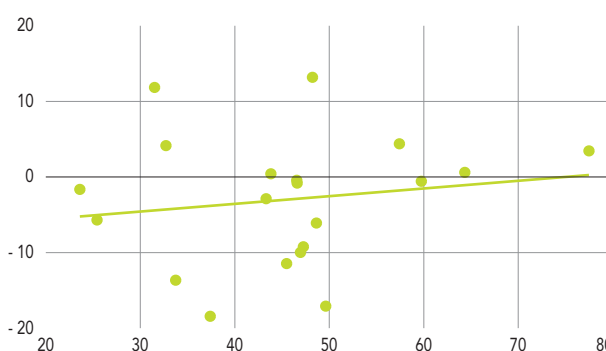
b) Période de tensions affectant les EME en 2015

(%, axes des abscisses : part des prêts à court terme à fin juin 2015, axe des ordonnées : variation des créances internationales au S2 2015)



c) Crise de la Covid-19

(%, axes des abscisses : part des prêts à court terme à fin décembre 2019, axe des ordonnées : variation des créances internationales au S1 2020)



Note : La sélection des vingt premières économies de marché émergentes (EME) est effectuée sur la base des plus importantes EME contreparties de créances transnationales à fin juin 2020 : Émirats arabes unis, Brésil, Chili, Chine, République tchèque, Hongrie, Indonésie, Inde, Corée du Sud, Mexique, Malaisie, Pologne, Qatar, Russie, Arabie saoudite, Thaïlande, Turquie, Taiwan, Vietnam et Afrique du Sud.
Source : Banque des règlements internationaux (BRI) – statistiques bancaires consolidées en contrepartie immédiate (CBS/IC).

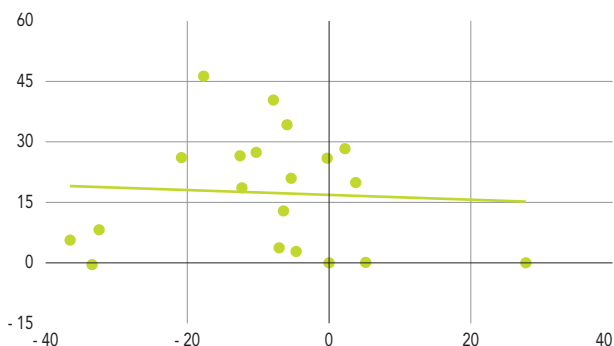
Le taux de change du dollar a constitué un déterminant majeur des prêts transnationaux aux EME pendant la crise de la Covid-19 (cf. graphique 4). Plus précisément, plus la devise d'une EME s'est dépréciée par rapport au dollar, plus les prêts transnationaux à cette EME ont baissé pendant le premier semestre 2020 (cf. graphique 4c). En outre, cette relation négative semble s'être renforcée par rapport à la période de tensions affectant les EME en 2015 (cf. graphique 4b) et à la crise financière de 2008 (cf. graphique 4a).

Ces relations négatives constituent la matérialisation du canal financier des taux de change (Bruno et Shin, 2015a ; Hofmann *et al.*, 2019 ; et Avdjiev *et al.*, 2019b). Lorsqu'il existe un risque de disparités de valorisation dans les bilans des emprunteurs en raison des fluctuations des taux de change, la faiblesse du dollar renforce le bilan des emprunteurs en dollars, puisque le passif diminue relativement à l'actif. Du point de vue des créanciers, le renforcement de la position de crédit des emprunteurs réduit les risques extrêmes dans le portefeuille de prêts et libère une capacité additionnelle d'octroi de crédit même si l'exposition est soumise à une limite définie par une contrainte relative à la valeur à risque (VaR) ou au capital économique.

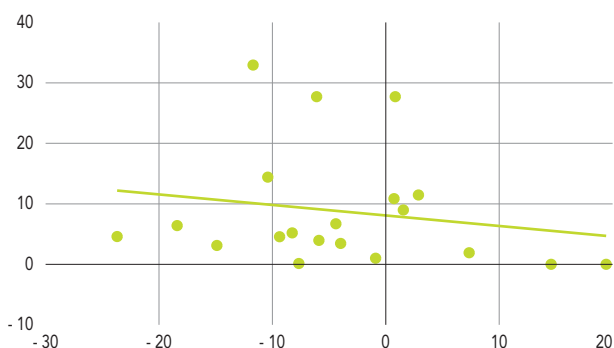
Il est attesté que le canal des taux de change a une incidence notable non seulement sur les conditions financières, mais également sur les performances macroéconomiques. Hofmann et Park (2020) montrent qu'une appréciation de l'indice du dollar freine la croissance dans les EME et que cet effet est amplifié dans les économies fortement endettées en dollars. Avdjiev *et al.* (2019a) montrent qu'une appréciation du dollar est associée non seulement à une réduction des flux de crédits bancaires transnationaux, mais également à une diminution de l'investissement réel dans les EME.

G4 Taux de change du dollar et prêts bancaires transnationaux pendant certaines périodes de crise, pour les vingt premières EME
(%, axe des abscisses : variation des créances transnationales, axe des ordonnées : variation du taux de change)

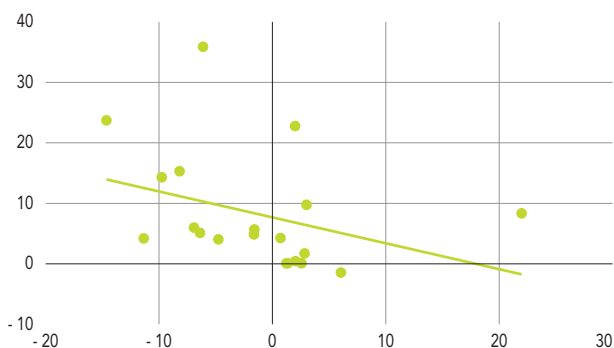
a) Crise financière de 2008, S2 2008



b) Période de tensions affectant les EME en 2015, S2 2015



c) Crise du Covid-19, S1 2020



Note : La sélection est effectuée sur la base des vingt plus importantes EME qui sont des contreparties de créances transnationales à fin juin 2020 : Émirats arabes unis, Brésil, Chili, Chine, République tchèque, Hongrie, Indonésie, Inde, Corée du Sud, Mexique, Malaisie Pologne, Qatar, Russie, Arabie saoudite, Thaïlande, Taïwan, Vietnam et Afrique du Sud.

Source : Banque des règlements internationaux (BRI) – statistiques des taux de change nominaux et statistiques bancaires territoriales (locational banking statistics – LBS) par résidence.

Le canal financier des taux de change a gagné en vigueur au fil du temps. Comme évoqué ci-dessus, la relation entre le taux de change du dollar et les prêts transnationaux aux EME a été beaucoup plus forte pendant la crise de la Covid-19 que pendant la période de tensions affectant les EME en 2015 et la crise financière de 2008. Cette évolution est probablement due au fait que le niveau de la dette en dollars des EME a rapidement augmenté au cours de la dernière décennie et représentait environ 4 000 milliards à la veille de la crise sanitaire (cf. graphique 5), ce qui a vraisemblablement exacerbé les asymétries des devises dans les bilans des emprunteurs des EME, avec pour corollaire un renforcement du canal financier des taux de change.

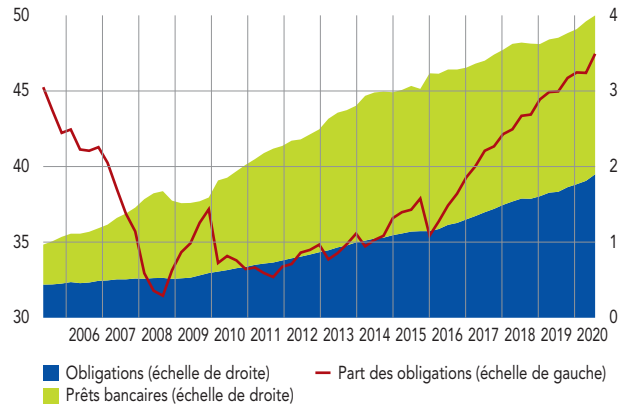
Dans ce contexte, les politiques mises en œuvre par les banques centrales des économies avancées ont joué un rôle crucial dans l’allègement des tensions financières dans les EME. Ainsi, lorsque les tensions sur les marchés *offshore* du dollar (USD) sont devenues extrêmement fortes en mars 2020, la Réserve fédérale a décidé de réactiver et d’étendre ses accords de *swap* de liquidité en dollars avec plusieurs autres banques centrales (Federal Reserve Board, 2020). Cette décision a très probablement empêché une vive appréciation du dollar qui aurait entraîné une forte contraction des prêts bancaires internationaux aux EME au travers du canal financier des taux de change.

Plusieurs autres facteurs font que la crise de la Covid-19 se démarque de crises antérieures (Aguilar et Cantú, 2020). Tout d’abord, les EME se trouvaient dans le creux du cycle économique, ce qui a permis à ces pays de détendre leur politique monétaire. En outre, les mesures énergiques d’assouplissement monétaire dans les économies avancées ont accru la marge de manœuvre des EME en matière de détente des taux d’intérêt. Enfin, les changements structurels dans les EME ont amélioré l’ancrage de l’inflation et limité l’incidence des taux de change.

G5 Crédit libellé en dollar octroyé à des emprunteurs non bancaires dans les EME

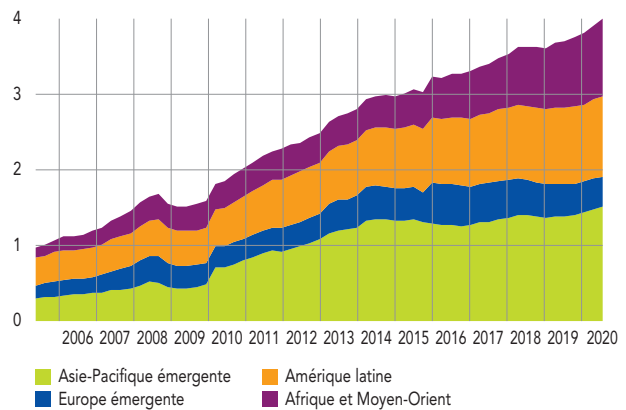
a) Par instrument

(échelle de gauche : en %, échelle de droite : encours en milliers de milliards de dollars)



b) Par région de contrepartie

(en milliers de milliards de dollars)



Source : Banque des règlements internationaux (BRI) – indicateurs de la liquidité mondiale.

BIBLIOGRAPHIE

Aguilar (A.) et Cantú (C.) (2020)

« Monetary policy response in emerging market economies : why was it different this time ? », *Bulletin de la Banque des règlements internationaux*, n° 32 : <https://www.bis.org/>

Avdjiev (S.), Berger (B.) et Shin (H. S.) (2018)

« Gauging procyclicality and financial vulnerability in Asia through the BIS banking and financial statistics », *document de travail de la Banque des règlements internationaux*, n° 735 : <https://www.bis.org/>

Avdjiev (S.), Bruno (V.), Koch (C.) et Shin (H. S.) (2019a)

« The dollar exchange rate as a global risk factor : evidence from investment », *Economic Review du Fonds monétaire international*, vol. 67, n° 1, p. 151-173, février : <https://link.springer.com/>

Avdjiev (S.), Du (W.), Koch (C.) et Shin (H. S.) (2019b)

« The dollar, bank leverage and the deviation from covered interest parity », *American Economic Review : Insights*, vol. 1, n° 2, p. 193-208, septembre : <https://www.aeaweb.org/>

Banque des règlements internationaux – BRI (2015)

« Global liquidity indicators : background and interpretation », *Revue trimestrielle*, mars, p. 20-21 : <https://www.bis.org/>

Bruno (V.) et Shin (H. S.) (2015a)

« Cross-border banking and global liquidity », *Review of Economic Studies*, vol. 82, n° 2, p. 535-564 : <https://academic.oup.com/>

Bruno (V.) et Shin (H. S.) (2015b)

« Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy », *Journal of Monetary Economics*, vol. 71, p. 119-132 : <https://www.sciencedirect.com/>

Conseil des gouverneurs du Système fédéral de réserve (2020)

Financial Stability Report, mai : <https://www.federalreserve.gov/>

Goel (T.) et Serena (J. M.) (2020)

« Bonds and syndicated loans during the Covid-19 crisis : decoupled again ? », *Bulletin de la Banque des règlements internationaux*, n° 29 : <https://www.bis.org/>

Hardy (B.) et Takáts (E.) (2020)

« International banking amidst Covid-19 : resilience and drivers », *Revue trimestrielle de la Banque des règlements internationaux*, décembre, p. 89-99 : <https://www.bis.org/>

Hofmann (B.) et Park (T.) (2020)

« The broad dollar exchange rate as an EME risk factor », *Revue trimestrielle de la Banque des règlements internationaux*, décembre, p. 13-26 : <https://www.bis.org/>

Hofmann (B.), Shim (I.) et Shin (H. S.) (2019)

« Bond risk premia and the exchange rate », *documents de travail de la Banque des règlements internationaux*, n° 775 : <https://www.bis.org/>

Shin (H. S.) (2013)

« The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies », allocution lors de la conférence Asia Economic Policy de la Banque fédérale de réserve de San Francisco, 3-5 novembre : <https://www.frbsf.org/>

POLITIQUES MACROPRUDENTIELLES APRÈS LA CRISE LIÉE À LA COVID-19 : RETOMBÉES INTERNATIONALES ET COORDINATION ENTRE PAYS

Claudia M. BUCH

Vice-présidente
Deutsche Bundesbank

Matthieu BUSSIÈRE

Directeur des Études monétaires et financières
Banque de France

Linda GOLDBERG

Vice-présidente senior
Banque fédérale de réserve de New York

NB : Les auteurs remercient Jean Boissinot, Justine Pedrono, Dennis Reinhardt, Ursula Vogel et Benjamin Weigert pour leurs commentaires constructifs sur une version précédente de cet article. Les opinions exprimées dans ce document sont uniquement celles des auteurs et ne doivent pas être interprétées comme étant celles de la Banque de France, de la Banque fédérale de réserve de New York, du Système fédéral de réserve, de la Deutsche Bundesbank ou de l'Eurosysteme. Toute erreur ou incohérence est imputable aux auteurs.

Les banques jouent un rôle essentiel dans la transmission des nombreuses mesures monétaires, budgétaires et réglementaires qui ont été instaurées pour limiter les conséquences économiques de la crise de la Covid-19. Cet article étudie les éléments attestant des retombées internationales des mesures macroprudentielles, en se concentrant sur la transmission par le canal du crédit bancaire et sur la manière dont celle-ci varie en fonction des caractéristiques des organisations bancaires. Face au choc économique quasi universel, les autorités ont déployé des mesures relativement similaires d'un pays à l'autre. Toutefois, les rythmes de reprise variables selon les pays et les secteurs pourraient augurer une normalisation asymétrique. À ce stade, le débat de longue date sur les retombées internationales des politiques monétaires et budgétaires et des mesures macroprudentielles, ainsi que les arguments en faveur d'une coordination de ces mesures, deviendront d'autant plus pertinents. Dans les régions où elles exercent leurs activités, les banques internationales peuvent générer des retombées positives et contribuer à la reprise. Durant la phase de reprise économique, certaines caractéristiques des banques, notamment leur capitalisation et le crédit qu'elles fournissent aux emprunteurs, nécessiteront une attention toute particulière. Les arguments en faveur de la coordination entre les pays pourraient trouver un accueil favorable si les retombées internationales affectaient la capacité de redressement des pays après la crise de la Covid-19.

La récession économique mondiale déclenchée par la crise sanitaire de la Covid-19 a suscité des mesures sans précédent. Les décideurs ont actionné tous les leviers disponibles pour freiner les conséquences économiques et financières néfastes de la crise sur l'économie réelle. Les banques ont joué un rôle essentiel dans la transmission des mesures de soutien budgétaire à l'économie réelle et de la politique monétaire expansionniste durant la phase initiale de la crise. Pour l'économie réelle, l'accès ininterrompu au crédit a été indispensable pour limiter les faillites et les défaillances d'entreprises, contribuant ainsi à contenir certaines des séquelles à long terme de la crise. Mieux capitalisées grâce aux réformes du secteur financier adoptées dans le sillage de la crise financière mondiale, les banques ont été en mesure de continuer à prêter. En outre, la flexibilité du nouveau cadre réglementaire a permis d'assouplir temporairement les contraintes réglementaires, rendant ainsi les exigences de fonds propres moins procycliques.

Le choc lié à la Covid-19 étant mondial et relativement synchrone entre régions et secteurs, les mesures prises en réaction ont également été assez similaires. Selon la marge de manœuvre dont elles disposaient au début de la crise, les autorités nationales ont adopté une approche plus accommodante sur plusieurs fronts, ce qui a renforcé les retombées positives entre les pays. Globalement, l'impact du choc lié à la Covid-19 sur le système financier et sur les flux bancaires mondiaux reste jusqu'à présent relativement sous contrôle.

Alors que les conséquences économiques de la crise sont encore devant nous, les gouvernements portent leur attention au-delà de la première phase de la crise, marquée par des mesures de distanciation sociale très strictes et une forte contraction de l'activité économique, anticipant la reprise future. Malgré les incertitudes à court terme concernant l'évolution macroéconomique, la gravité des contaminations fin 2020 et début 2021 et le risque de mutations structurelles provoquées par la pandémie, la disponibilité de vaccins et l'expérience acquise en 2020 dans la gestion des contaminations permettent d'espérer une reprise économique courant 2021. Les différentes mesures de soutien devront être ajustées en fonction de l'évolution de la situation des entreprises, des ménages, des finances publiques et des institutions financières.

Comme le rythme de la reprise pourrait varier sensiblement selon les pays et les secteurs, tout comme les besoins des différentes circonscriptions, l'accent sera sans doute mis sur la normalisation progressive des mesures en place. Cette normalisation sera probablement moins synchrone que l'instauration des premières mesures prises en réponse à la crise. Une coordination internationale des mesures pourra être nécessaire pour atténuer les retombées négatives ou

pour exploiter les synergies entre les mesures prises par différents pays. Il sera donc essentiel de comprendre la nature des retombées et leur incidence sur la reprise économique.

Le secteur bancaire étant au cœur de la reprise, les conditions bancaires dans différents pays et leur mode d'interaction avec les diverses mesures joueront un rôle central. Avant la pandémie, les banques avaient renforcé leurs ratios de fonds propres (cf. graphique 1) et réduit leurs créances douteuses (cf. graphique 2). Face à la crise, pour permettre aux banques de soutenir l'activité économique, les contraintes réglementaires ont été temporairement assouplies. Sous la surveillance attentive des organisations internationales, cet assouplissement massif a souvent utilisé des instruments de fonds propres des banques et de liquidité, mais également certains instruments ciblant les emprunteurs (cf. graphique 3). Ainsi, les coussins macroprudentiels de fonds propres, dont le coussin contracyclique, ont été assouplis, de 25 points de base à 300 points de base selon les pays (cf. graphique 4)¹. La contribution des banques à la reprise économique, dans leur pays d'origine et à l'étranger, dépendra de leur capacité à continuer à prêter et à reconstituer les coussins de fonds propres qu'elles auront, le cas échéant, utilisés pour absorber des pertes et de leur capacité à accompagner les mutations structurelles de l'économie réelle.

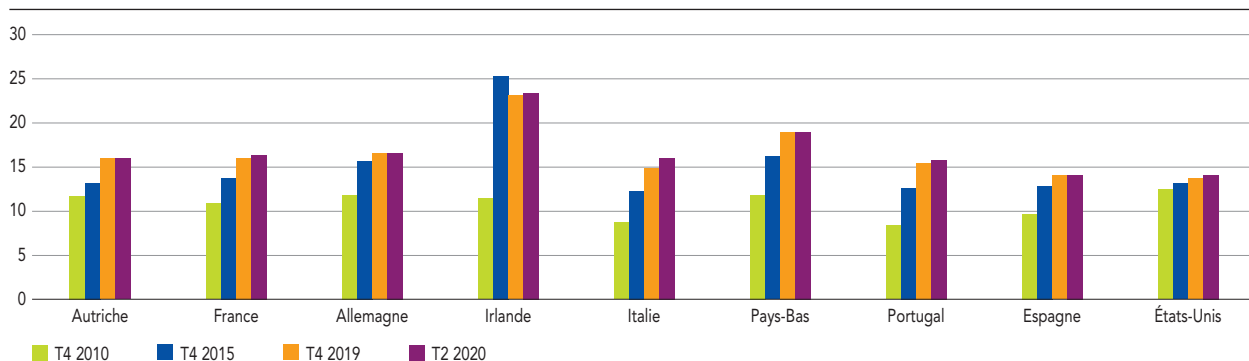
Cet article tire les enseignements de la recherche récente, et principalement de celle réalisée par les membres du réseau international de banques centrales (*International Banking Research Network, IBRN*)², sur la manière dont les asymétries de la reprise et de la normalisation des mesures entre les différents pays peuvent conduire à modifier le profil des prêts bancaires internationaux. Sous certaines conditions, notamment concernant le niveau de capitalisation des banques, ces flux bancaires internationaux peuvent jouer un rôle complémentaire à celui des banques locales dans le financement de la reprise économique.

La section 1 résume les données empiriques pertinentes sur les retombées internationales des mesures prudentielles transmises par le canal des prêts bancaires. Les études montrent que ces retombées sont importantes et que leur ampleur dépend de nombreux facteurs, tels que notamment la nature des mesures prudentielles, l'environnement macroéconomique domestique et à l'étranger ainsi que les caractéristiques des banques. La section 2 traite des aspects liés à la coordination des mesures, en accordant une attention particulière à la zone euro car, outre une politique monétaire commune, la responsabilité des mesures prudentielles est partagée entre chaque État et l'UE.

1 Pour des informations complémentaires à ce sujet, voir le blog de la Banque d'Angleterre : <https://bankunderground.co.uk/>

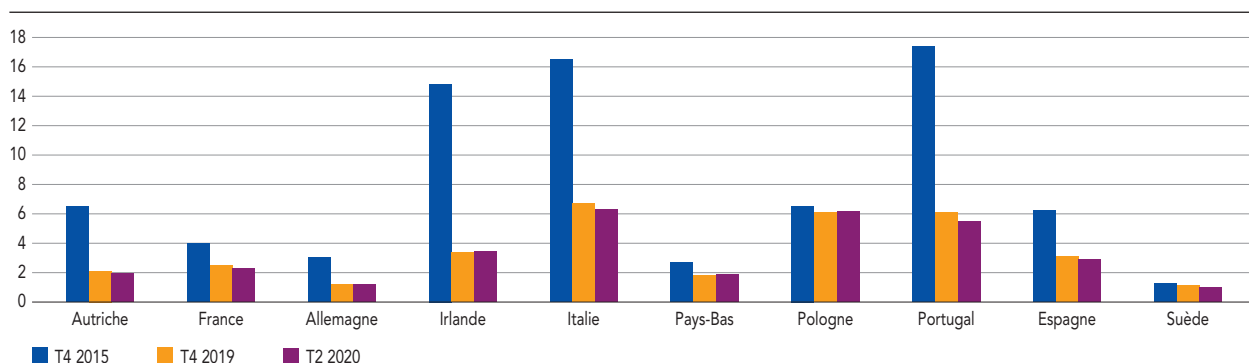
2 Pour des informations sur IBRN, voir le site principal : <https://www.newyorkfed.org/>

G1 Ratio de fonds propres dans une sélection de pays
(ratio de fonds propres réglementaire Tier 1, en % des actifs pondérés)



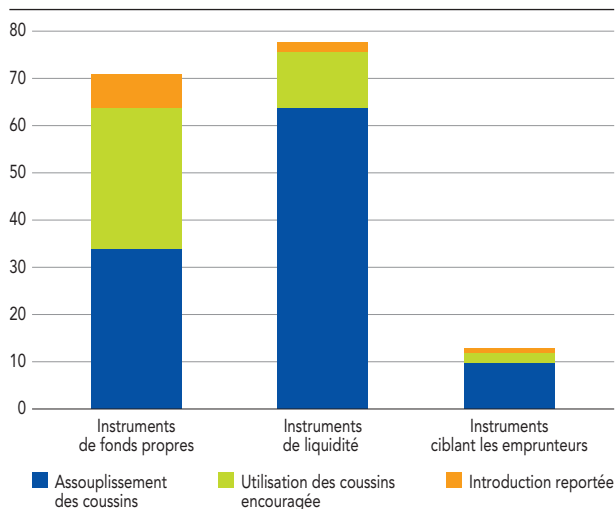
Source : indicateurs de solidité financière du FMI, à l'exclusion de la France au T2 2020 (Entrepôt de données statistiques – Statistical Data Warehouse, SDW – de la BCE).

G2 Ratio de créances douteuses brutes dans une sélection de pays
(en % du total des prêts et avances brutes)



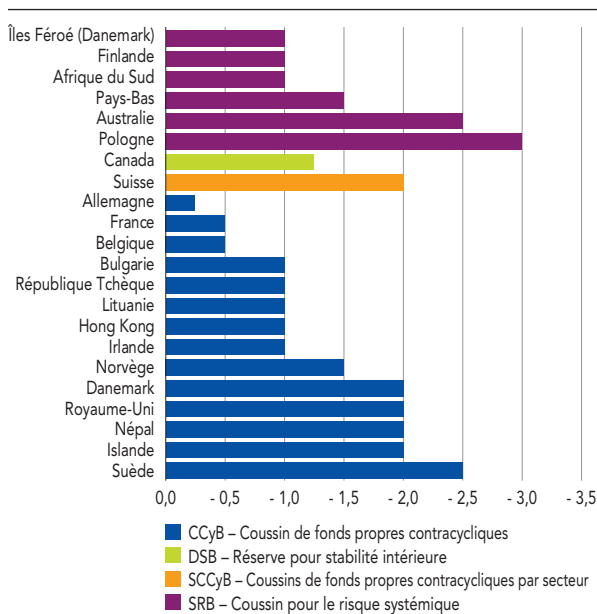
Source : Entrepôt de données statistiques (SDW) de la BCE.

G3 Assouplissement des instruments de politique macroprudentielle
(nombre de pays, données à fin août 2020)



Note : Les instruments de liquidité incluent les réserves obligatoires. Pour les instruments ciblant les emprunteurs, il s'agit d'un assouplissement du ratio prêt/valeur LTV (en bleu), du ratio de service de la dette/revenu OST ou du ratio dette/revenu (en vert) et d'autres instruments (en jaune).
Source : Nier et Olafsson (2020).

G4 Assouplissement des coussins de fonds propres macroprudentiels
(en points de pourcentage)



Source : Nier et Olafsson (2020).

1 Flux bancaires internationaux et politique macroprudentielle

Jusqu'ici, la crise de la Covid-19 a essentiellement affecté l'économie réelle, avec des effets très contrastés selon les secteurs. Les marchés de crédit ont continué de fonctionner et les grandes banques internationales ont joué un rôle particulièrement important. Les risques pour la stabilité financière sont pour l'instant maîtrisés.

Contrairement à la crise financière mondiale de 2008-2009, cette fois-ci, les flux bancaires internationaux ne se sont pas effondrés. La crise financière mondiale était de nature exclusivement financière, ayant son origine dans le secteur financier et affectant relativement plus les économies avancées que les marchés émergents. Les réformes du système financier qui en ont résulté, comprenant un profond remaniement de la réglementation des fonds propres, de la liquidité et des risques, ont rendu le système financier plus résilient. Grâce aux réformes de la résolution des crises bancaires, la capacité des autorités à gérer les banques en difficulté s'est améliorée. À la suite de ces réformes, les banques internationales ont repositionné leurs activités ; les banques mieux capitalisées et les intermédiaires financiers non bancaires ont généralement gagné des parts de marché (FSB, 2019, 2020). Globalement, les banques mieux capitalisées sont des prêteurs plus stables et possèdent une plus grande capacité d'absorption des risques (Avdjiev *et al.*, 2020). Ces investissements dans la solidité des banques, l'ampleur mondiale de la crise et les mesures massives déployées pour soutenir l'économie réelle, y compris grâce aux lignes de swap entre banques centrales et aux prêts effectués par l'intermédiaire d'organismes internationaux, ont eu pour effet de limiter les interruptions brutales des flux de capitaux bancaires initialement redoutées dans la plupart des pays durant la pandémie.

Les études sur les effets de la crise financière mondiale montrent également que les ajustements aux chocs et les mesures mises en place peuvent varier considérablement selon les banques et les marchés. À mesure de l'évolution des phases de la pandémie, les autorités macroprudentielles devront tenir compte de l'hétérogénéité des banques et des caractéristiques de chaque pays afin de gérer les risques pesant sur la stabilité financière. Les politiques mises en œuvre auront également des répercussions sur les flux de capitaux entre pays et sur les retombées des mesures prises, par le truchement des banques ainsi que d'autres intermédiaires financiers. Nous présentons ces enseignements et étudions les scénarios potentiels de reprise asymétrique, en nous concentrant plus particulièrement sur le rôle des banques internationales.

Retombées des politiques macroprudentielles par le biais des banques internationales

L'évolution des mesures prudentielles peut influencer sur l'activité de prêt des banques et ses retombées internationales. Ces retombées peuvent réduire l'efficacité de mesures nationales lorsque, par exemple, les afflux de crédits augmentent alors que les autorités tentent de freiner une croissance déjà rapide des crédits au niveau national. Toutefois, sous certaines conditions, les effets internationaux induits par l'activité des banques internationales peuvent également offrir des opportunités.

Supposons que les politiques nécessaires au maintien de la stabilité financière puissent être en conflit avec les mesures nécessaires au soutien de la reprise économique (un scénario qui n'est pas improbable). Pendant la crise liée à la Covid-19, les banques ont été incitées à prêter et à réduire si nécessaire leurs coussins de fonds propres. Des dispositifs budgétaires de garantie ont été déployés à grande échelle pour soutenir l'économie réelle, permettant de différer ou d'atténuer les pertes sur prêts dans les bilans des banques. Dans la phase de reprise, les régulateurs devront déterminer à quel moment il faudra reconstituer les coussins de fonds propres utilisés et jusqu'à quel niveau. En cas de lourdes pertes sur les crédits, les secteurs bancaires de chaque pays pourraient avoir pour priorité de reconstituer leurs fonds propres et d'assainir leurs bilans, au risque d'affaiblir provisoirement la capacité des banques domestiques à soutenir la croissance et la reprise de l'économie nationale.

Les afflux de capitaux internationaux provenant de banques étrangères peuvent en partie compenser la moindre capacité des banques domestiques à soutenir la reprise : les banques étrangères mieux capitalisées pourraient en effet se substituer aux banques domestiques pour prêter et contribuer à la reprise dans le pays. Cela pourrait prendre la forme de prêts entre pays octroyés soit directement à des emprunteurs domestiques, soit via des financements internes à des filiales qui exercent une activité de prêt. Ces retombées positives pour la croissance sont d'autant plus fortes que les banques internationales affichent des fonds propres robustes et de la liquidité au bilan. Toutefois, si un durcissement des exigences de fonds propres venait à assécher les financements en provenance des banques internationales, l'arbitrage au niveau national entre l'objectif économique et l'objectif de stabilité financière deviendrait plus difficile.

La nature des mesures prudentielles importe également. Supposons que les mesures mises en place ciblent les emprunteurs, par exemple en resserrant les ratios

prêt/valeur (*loan-to-value* ou LTV) pour prévenir le risque de surchauffe des marchés immobiliers. Ce scénario n'est pas non plus improbable, sachant que les prix de l'immobilier ont poursuivi leur envolée dans de nombreux pays pendant la pandémie. Dans une telle situation, les autorités peuvent chercher à restreindre les prêts des banques nationales et étrangères aux marchés intérieurs en surchauffe.

Comme le montrent ces exemples, les mesures prudentielles peuvent avoir des répercussions aussi bien positives que négatives sur les prêts entre pays. Pour évaluer correctement ces effets, il y a lieu de tenir compte de l'orientation et de la nature des instruments prudentiels utilisés et des caractéristiques des institutions de prêt, ce qui nécessite des données granulaires sur les instruments utilisés et les banques concernées.

Il est bien évidemment impossible aujourd'hui de prédire les évolutions macroéconomiques et les mesures qui seront appliquées à l'avenir. Pourtant, les enseignements du passé peuvent apporter un éclairage sur les effets potentiels de l'évolution des politiques mises en œuvre. Le réseau IBRN a coordonné une étude internationale sur les effets des politiques prudentielles véhiculés par les banques internationales, à laquelle participent 15 équipes nationales et deux équipes transnationales travaillant en étroite coordination afin d'utiliser des données et des méthodes comparables. L'étude a utilisé une nouvelle base de données sur les instruments prudentiels couvrant 64 pays et fournissant des données trimestrielles pour la période de 2000 à 2014, prolongée depuis peu à 2018 ; cette base de données est une création conjointe du réseau IBRN, de la Réserve fédérale et du FMI (Cerutti *et al.*, 2017).

Buch et Goldberg (2017) résumant les principales conclusions de ces travaux. Selon cet article, les retombées de la croissance des prêts sont significatives dans un tiers des régressions effectuées dans le cadre de 17 études et ne peuvent donc pas être ignorées. En outre, ces effets varient selon les instruments prudentiels et selon les banques. Ainsi, comme un durcissement des exigences prudentielles est moins contraignant pour les banques mieux capitalisées, celles-ci ont alors tendance à gagner des parts de marché et à prêter plus que les banques plus fragiles ³.

Les études par pays permettent d'approfondir la compréhension des mécanismes à l'œuvre. La recherche sur les banques allemandes et américaines, par exemple, montre que lorsque les exigences de fonds propres se sont durcies à l'étranger, les banques internationales ont augmenté leurs prêts sur leurs marchés nationaux (Berrospide *et al.*, 2017 ; Ohls, Pramora et Tonzer, 2017).

Les banques allemandes ont également eu tendance à réduire leurs prêts à l'étranger. Dans le cas des banques américaines, les réponses ont varié selon les types d'instruments utilisés. Dans les deux pays, les prêts octroyés par les filiales locales de banques étrangères n'ont pas varié de manière significative lorsque le pays d'origine durcissait ses exigences en matière de fonds propres. Pour les banques des deux pays, le type de changement a de l'importance : par exemple, les banques internationales ont réduit leurs prêts dans les juridictions étrangères qui avaient relevé les réserves obligatoires locales, alors qu'elles sont restées relativement indifférentes aux durcissements des ratios prêt/valeur ou des ratios de concentration à l'étranger.

L'évolution des instruments prudentiels peut également entraîner un repositionnement des banques nationales et internationales sur les marchés. Des études réalisées sur des banques canadiennes, françaises, italiennes et néerlandaises confirment un effet induit positif : le durcissement des instruments prudentiels à l'étranger a généralement conduit les banques à augmenter leurs prêts à l'étranger (Bussière, Schmidt et Vinas, 2017 ; Caccavaio, Carpinelli et Marinelli, 2017 ; Damar et Mordel, 2017 ; Frost, de Haan et van Horen, 2017). Les banques étrangères ont ainsi gagné des parts de marché dans les périodes de durcissement, soit parce qu'elles n'étaient pas directement concernées par la réglementation plus stricte, soit parce que la réglementation était moins contraignante pour elles. Les banques bien capitalisées, par exemple, étaient peut-être prêtes à étendre leur présence internationale lorsque certains pays ont relevé leurs ratios de fonds propres et limité les activités de leurs banques locales. Le positionnement et les tendances pourraient dépendre en partie de la structure organisationnelle de l'exposition des banques internationales d'un pays à des régions étrangères.

Globalement, ces conclusions semblent indiquer que les changements qui seront apportés aux politiques prudentielles nationales dans les prochaines phases de la pandémie pourraient entraîner des retombées dont la direction probable dépendra du type d'instrument utilisé, des caractéristiques du secteur bancaire, des types de banques concernées et de l'incidence de l'instrument sur la capacité de prêt des banques.

³ D'autres études aboutissent à des conclusions similaires. Norring (2019), par exemple, utilise le cadre d'un modèle de gravité pour évaluer les retombées de mesures macroprudentielles pour 157 pays.

Ses constatations confirment l'existence d'effets transnationaux induits par les politiques macroprudentielles. En outre, elle constate également une importante hétérogénéité entre les pays.

Interaction entre la politique prudentielle et la politique monétaire

Les mesures prudentielles peuvent également influencer de diverses manières sur la transmission de la politique monétaire. Toutes autres choses égales par ailleurs, un durcissement des mesures prudentielles peut affecter la transmission d'une politique monétaire plus accommodante ⁴, une des raisons pour lesquelles l'orientation macroprudentielle a été assouplie à la suite de la crise liée à la Covid-19. La politique prudentielle peut également permettre à la politique monétaire d'être plus accommodante qu'elle ne l'aurait été autrement : en l'absence d'outils macroprudentiels permettant de gérer les risques pesant sur la stabilité financière, il peut arriver dans certaines situations que la politique monétaire soit excessivement restrictive pour éviter des effets indésirables pour la stabilité financière.

La politique macroprudentielle peut notamment interagir avec la politique monétaire par le biais des activités des banques internationales. Lors d'un projet de recherche de l'IBRN, six études menées conjointement par 11 banques centrales et organisations internationales se sont intéressées à la manière dont la politique macroprudentielle influe sur la transmission de la politique monétaire et la propagation des chocs au-delà des frontières. Les résultats indiquent que les interactions entre les politiques monétaires et macroprudentielles modifient significativement les flux bancaires entre pays (Bussière *et al.*, 2020a). Par exemple, il est prouvé que les tests de résistance (« *stress tests* ») aux États-Unis influencent les retombées de la politique monétaire sur les économies de marché émergentes – EME (Liu, Niepmann et Schmidt-Eisenlohr, 2021) : si les banques américaines prêtent davantage aux EME lorsque la politique monétaire américaine est plus accommodante, cet effet est plus marqué chez les banques dont les bilans sont moins vulnérables aux contraintes en matière de fonds propres dans les scénarios envisagés dans les tests de résistance américains. Avdjiev *et al.* (2021) se placent dans une perspective transnationale, en utilisant les statistiques bancaires internationales de la BRI, pour distinguer le rôle des facteurs liés au pays d'origine et au pays d'accueil dans l'évaluation des retombées des mesures prudentielles et de la politique monétaire. Les résultats indiquent que la nature des mesures peut influencer non seulement sur l'amplitude des effets des mesures prudentielles, mais également sur leur sens positif ou négatif ⁵. Enfin, les caractéristiques des banques sont également un facteur important : la taille de la banque (plus spécifiquement, son statut de banque d'importance systémique mondiale, G-SIB) joue notamment un rôle majeur dans la transmission

de la politique monétaire du pays d'origine et dans son interaction avec la politique macroprudentielle dans les pays destinataires de ses prêts (Bussière *et al.*, 2020b).

2 Reprises asynchrones et politique prudentielle : la coordination s'impose-t-elle ?

Les autorités sont intervenues de manière relativement synchrone face au choc lié à la Covid-19 en exploitant la flexibilité des cadres réglementaires existants. En revanche, lorsqu'il s'agit de déterminer quand et comment durcir les exigences réglementaires, la normalisation future des mesures prudentielles pourrait être désynchronisée. Les décisions doivent tenir compte des disparités entre les systèmes bancaires, selon le niveau de gravité de la récession, les modèles économiques des banques et les types de programmes budgétaires dont la transmission est assurée par le canal bancaire. Les décisions en matière de politique prudentielle seront encore plus complexes dans les économies dont le redressement sera plus lent : le soutien de la politique budgétaire pourra dans ce cas être nécessaire pendant plus longtemps, les coussins de fonds propres dont disposent les banques pour absorber les pertes risquent de s'épuiser et les options prudentielles pour soutenir la reprise économique pourraient s'avérer limitées.

Une coordination internationale de la politique macroprudentielle est-elle rendue nécessaire par la transmission des politiques entre les pays, potentiellement amplifiée par des frictions au niveau des banques ? Trouver le bon ajustement des mesures et décider si une coordination est nécessaire ne sont pas tâches aisées. Le simple fait que l'activité bancaire transfrontière réponde aux chocs des politiques et de la liquidité ne signifie pas l'adoption de mesures normatives : les retombées peuvent être le signe de l'intégration des marchés, mais aussi de la propagation des chocs.

Il est donc nécessaire d'évaluer si les flux bancaires transfrontières et les chocs mondiaux peuvent occasionner des externalités - positives ou négatives (FMI-CSF-BRI, 2016) : s'il peut y avoir des externalités positives lorsque la politique macroprudentielle nationale soutient la stabilité financière et les prêts à l'étranger, les politiques nationales sont également exposées à des fuites qui réduisent leur efficacité. Des externalités négatives peuvent se produire si, en réponse à un durcissement de la réglementation nationale, les activités risquées migrent vers d'autres pays, ou si les participants au marché n'internalisent pas leur contribution à la stabilité financière globale (Korinek, 2011).

De même, des externalités négatives se produisent lorsque le durcissement de la politique réglementaire nationale entraîne une réduction de l'offre de crédit aux pays étrangers qui ont besoin de cette intermédiation.

Lorsque les externalités négatives l'emportent, les politiques nationales seules peuvent se révéler insuffisantes ; des problèmes d'action collective peuvent survenir et nécessiter une coordination internationale (Viñals and Nier, 2014). Si l'activité financière et les tensions financières dépassent les frontières nationales, les problèmes d'action collective peuvent conduire à des mesures macroprudentielles insuffisantes, d'un point de vue national et mondial. Une coordination et une communication appropriée des mesures sont nécessaires pour définir des normes minimales communes en matière de résilience⁶ ; en outre, des décisions doivent être prises en matière de coordination et de réciprocité des mesures au niveau bilatéral, régional ou multilatéral.

Le Comité européen du risque systémique (CERS) fournit un exemple de coordination des politiques et de régime de réciprocité⁷. Tandis que la responsabilité de la politique macroprudentielle incombe, dans la plupart des cas, aux autorités macroprudentielles nationales et aux comités de stabilité financière, dans le cas de l'Union bancaire européenne, la BCE détient à la fois un pouvoir de coordination et le pouvoir de fixer des exigences plus strictes dont l'adoption est laissée à l'initiative des autorités nationales. Les règles de réciprocité s'appliquent aux mesures nationales ; certaines sont obligatoires, d'autres soumises au principe « se conformer ou s'expliquer ». Lors de la mise en œuvre de mesures macroprudentielles, les liens financiers entre les économies doivent être pris en compte, dans la mesure où les flux bancaires internationaux sont susceptibles de susciter des retombées des politiques macroprudentielles sur d'autres pays. Le cadre a été appliqué à plusieurs mesures macroprudentielles, notamment la réglementation des prêts hypothécaires en Belgique, en Finlande et en Suède.

Conscient de l'importance de la surveillance et de la coordination des politiques dans le contexte européen, le CERS a également établi un cadre de surveillance commun pour les conséquences des mesures budgétaires nationales sur la stabilité financière⁸. Pendant la première phase de la pandémie, les leviers budgétaires ont été actionnés de manière hétérogène, reflétant les différences en termes de besoins des économies nationales, de leur exposition au choc lié à la Covid-19 et de marge de manœuvre budgétaire, et peut-être également une absence de coordination des mesures⁹. À l'avenir, cette hétérogénéité pourrait avoir

des conséquences sur les flux financiers transfrontières et la stabilité financière, ce qui nécessiterait une coordination entre les pays et les régions.

Conclusion

Le secteur bancaire a joué un rôle important durant la phase initiale de la pandémie, en ce sens qu'il a facilité la transmission des politiques budgétaires et monétaires à l'économie réelle, grâce à l'assouplissement des contraintes au bilan imposées par la politique de supervision bancaire. Les mesures prises ont été audacieuses et relativement symétriques dans tous les pays. En conséquence, les banques ont continué à prêter dans leur pays d'origine et la crise n'a eu qu'un impact limité sur les flux de prêts transfrontières des banques internationales plus solides.

À l'avenir, la reprise sera probablement asymétrique entre les pays et les secteurs, ce qui nécessitera des mesures macroprudentielles nationales asymétriques. À mesure que les faillites d'entreprise causées par la pandémie se poursuivront, les banques seront de nouveau appelées à jouer un rôle majeur lors de la reprise, alors qu'elles pourraient dans le même temps faire face à une augmentation de leurs pertes sur prêts et à la nécessité de restructurer leurs portefeuilles de prêts. Les décideurs seront donc confrontés à des choix difficiles lorsqu'il

4 Une étude portant sur les banques allemandes montre ainsi que l'augmentation des exigences de fonds propres est susceptible d'atténuer l'effet de la politique monétaire sur les taux d'intérêt, en modifiant les capacités de prêt des banques domestiques (Imbierowicz, Löffler et Vogel, 2021).

5 Comme l'indiquent les statistiques bancaires internationales de la BRI, la nationalité d'une banque (pays d'origine) et les pays dans lesquels elle exerce ses activités (pays d'accueil) permettent d'établir une distinction entre les politiques des pays d'origine et d'accueil. Avdjiev *et al.* (2021) constatent que les politiques du pays d'origine ont plus d'effet sur les prêts transfrontières en dollars US que les politiques des pays d'accueil. Plus spécifiquement, les résultats indiquent que les principales sources de retombées pour les pays d'origine sont l'exposition interbancaire et les

limites de concentration, tandis que pour les pays d'accueil, ce sont les plafonnements du ratio prêt/valeur.

6 Tous ces éléments pourraient plaider en faveur d'une norme de référence pour les régimes de stabilité financière ; or, les régimes visant à préserver la stabilité ne sont pas locaux mais mondiaux (Cecchetti et Tucker 2015, Tucker 2016). Concernant le débat sur la coordination internationale et le rôle des politiques nationales, voir également Rodrik (2019).

7 En 2015, le Comité européen du risque systémique a publié une recommandation de cadre relatif à la réciprocité sur une base volontaire. Pour des informations plus détaillées, voir le site du CERS : <https://www.esrb.europa.eu/>

8 <https://www.esrb.europa.eu/home/search/coronavirus/html/index.en.html#item1>

9 Cf. <https://www.esrb.europa.eu/>

leur faudra déterminer quand et comment normaliser les politiques mises en œuvre. Une normalisation trop rapide risquerait de provoquer des effets « falaise », tandis qu'une normalisation trop tardive pourrait retarder les mutations structurelles nécessaires des banques et de l'économie réelle. Les flux transitant par les banques internationales solides et résilientes pourraient assouplir les contraintes qui pèseraient autrement sur l'offre de crédit dans les pays qu'elles desservent. Selon la situation des banques et des pays, les effets transnationaux des politiques nationales et les effets sur la stabilité financière à l'étranger doivent être pris en compte et, dans certains cas, la coordination des politiques macroprudentielles pourrait être justifiée.

La surveillance des banques internationales sera particulièrement importante au cours de la prochaine phase de la pandémie pour mieux comprendre l'impact des activités diversifiées et des positions de capital et de liquidité sur la capacité des banques à prêter. La surveillance devrait également porter sur les risques liés à une renationalisation des banques, car les autorités nationales pourraient être tentées de protéger leur secteur bancaire de la concurrence étrangère et de recourir à des pressions morales pour s'assurer que les banques domestiques continuent de prêter aux entreprises locales. À terme, cela pourrait avoir des conséquences sur l'octroi de crédits entre pays.

Il ressort des récents travaux du réseau international de banques centrales (IBRN) que l'adoption d'un point de vue différencié est nécessaire dans la surveillance des réponses des banques internationales face à l'évolution des politiques mises en œuvre. Les retombées de ces politiques transmises par les banques internationales dépendent des caractéristiques des banques, du contexte macroéconomique et des instruments utilisés. La surveillance de ces aspects peut s'appuyer sur les vastes infrastructures et institutions mises en place depuis la crise financière de 2008 : accès aux données microéconomiques, cadres des tests de résistance, améliorations méthodologiques, réseaux internationaux de recherche et modes de coopération établis entre les autorités nationales.

BIBLIOGRAPHIE

Avdjiev (S.), Gambacorta (L.), Goldberg (L. S.) et Schiaffi (S.) (2020)

« The shifting drivers of global liquidity », *Journal of International Economics*, vol. 125, juillet : <https://www.sciencedirect.com/>

Avdjiev (S.), Hardy (B.), McGuire (P.) et von Peter (G.) (2021)

« Home sweet host : a cross-country perspective on prudential and monetary policy spillovers through global banks », *Review of International Economics*, vol. 29, n° 1, février, p. 20-36 : <https://onlinelibrary.wiley.com/>

Berrospide (J.), Correa (R.), Goldberg (L. S.) et Niepmann (F.) (2017)

« International banking and cross-border effects of regulation : lessons from the United States », *International Journal of Central Banking*, vol. 13, n° 2, mars, p. 435-476 : <https://www.ijcb.org/>

Buch (C. M.) et Goldberg (L. S.) (2017)

« Cross-border prudential policy spillovers : how much ? How important ? Evidence from the International Banking Research Network », *International Journal of Central Banking*, vol. 13, n° 2, mars, p. 505-558 : <https://www.ijcb.org/>

Bussière (M.), Cao (J.), de Haan (J.), Hills (R.), Lloyd (S.), Meunier (M.), Pedrono (J.), Reinhardt (R.), Sinha (S.), Sowerbutts (R.) et Styryn (K.) (2020a)

« The interaction between macroprudential policy and monetary policy : overview », *document de travail de la Banque d'Angleterre*, n° 886 : <https://www.bankofengland.co.uk/>

Bussière (M.), Hills (R.), Lloyd (S.), Meunier (B.), Pedrono (J.), Reinhardt (D.) et Sowerbutts (R.) (2020b)

« Le Pont de Londres : interactions between monetary and prudential policies in cross-border lending », *document de travail de la Banque d'Angleterre*, n° 850 : <https://www.bankofengland.co.uk/>

Bussière (M.), Schmidt (J.) et Vinas (F.) (2017)

« International banking and cross-border effects of regulation : lessons from France », *International Journal of Central Banking*, vol. 13, n° 2, mars, p. 163-193 : <https://www.ijcb.org/>

Caccavaio (M.), Carpinelli (L.) et Marinelli (G.) (2017)

« International banking and cross-border effects of regulation : lessons from Italy », *International Journal of Central Banking*, vol. 13, n° 2, mars, p. 223-247 : <https://www.ijcb.org/>

Cecchetti (S. G.) et Tucker (P.) (2016)

« Is there macroprudential policy without international cooperation ? », *Document de travail du CEPR*, n° DP11042, janvier : <https://cepr.org/>

Cerutti (E.), Correa (R.), Fiorentino (E.) et Segalla (E.) (2017)

« Changes in prudential policy instruments – a new cross-country database », *International Journal of Central Banking*, vol. 13, n° 2, mars, p. 477-503 : <https://www.ijcb.org/>

Conseil de stabilité financière – CSF (2019)

« Evaluation of the effects of financial regulatory reforms on small and medium-sized enterprise (SME) financing » : <https://www.fsb.org/>

CSF (2020)

« Evaluation of the effects of too-big-to-fail reforms » : <https://www.fsb.org/>

Damar (H. E.) et Mordel (A.) (2017)

« International banking and cross-border effects of regulation : lessons from Canada », *International Journal of Central Banking*, vol. 13, n° 2, mars, p. 35-46 : <https://www.ijcb.org/>

Fonds monétaire international, CSF et Banque des règlements internationaux (2016)

« Elements of effective macroprudential policies – lessons from international experience » : <https://www.imf.org/>

Frost (J.), de Haan (J.) et van Horen (N.) (2017)

« International banking and cross-border effects of regulation : lessons from the Netherlands », *International Journal of Central Banking*, vol. 13, n° 2, mars : <https://www.ijcb.org/>

Imbierowicz (B.), Löffler (A.) et Vogel (U.) (2021)

« The transmission of bank capital requirements and monetary policy to bank lending in Germany », *Review of International Economics*, vol. 29, n° 1, février, p. 144-164 : <https://onlinelibrary.wiley.com/>

Korinek (A.) (2011)

« The new economics of prudential capital controls : a research agenda », *IMF Economic Review*, vol. 59, n° 3, novembre, p. 523-561 : <https://link.springer.com/>

Liu (E.), Niepmann (F.) et Schmidt-Eisenlohr (T.) (2021)

« The effect of U.S. stress tests on monetary policy spillovers to emerging markets », *Review of International Economics*, vol. 29, n° 1, février, p. 165-194 : <https://onlinelibrary.wiley.com/>

Nier (E.) et Olafsson (T. T.) (2020)

« Main operational aspects for macroprudential policy relaxation », *International Monetary Fund Special Series on COVID-19*, 10 septembre : <https://www.imf.org/>

Norring (A.) (2019)

« Macroprudential policy spillovers and international banking – taking the gravity approach » *ESRB – European Systemic Risk Board Working Paper Series*, n° 101, septembre : <https://www.esrb.europa.eu/>

Ohls (J.), Pramor (M.) et Tonzer (L.) (2017)

« International banking and cross-border effects of regulation : lessons from Germany », *International Journal of Central Banking*, vol. 13, n° 2, mars, p. 129-162 : <https://www.ijcb.org/>

Rodrik (D.) (2019)

« Putting Global Governance in its Place », *document de travail du Bureau national de la recherche économique – NBER*, n° 26213 : <https://www.nber.org/>

Tucker (P.) (2016)

« The design and governance of financial stability regimes common-resource problem that challenges technical know-how, democratic accountability and international coordination », *Essays on International Finance*, vol. 3, CIGI – Centre for International Governance Innovation, septembre : <https://www.cigionline.org/>

Viñals (J.) et Nier (E.) (2014)

« Collective action problems in macroprudential policy and the need for international coordination », *Financial Stability Review*, Banque de France, n° 18, avril, p. 39-46 : <https://publications.banque-france.fr/>

ÉTUDES PUBLIÉES

Vous trouverez ci-dessous la liste de l'ensemble des articles publiés dans la Revue de stabilité financière depuis 2015. Ces études sont disponibles sur le site internet de la Banque de France (<https://publications.banque-france.fr/>).

AVRIL 2015 Financement de l'économie : de nouveaux canaux pour la croissance

L'après-crise et le financement de l'économie : enjeux et défis pour la stabilité financière

Achever l'intégration du marché des capitaux

Quelles sont les conséquences du nouveau visage de l'intermédiation financière internationale pour les économies de marché émergentes ?

Quels financements pour soutenir la croissance des petites et moyennes entreprises et des entreprises de taille intermédiaire et préparer la compétitivité de demain ?

La relance de la titrisation

Soutenir une croissance durable : le rôle des systèmes bancaires sûrs et stables

En quoi un ratio de levier complémentaire peut-il améliorer la stabilité financière, les activités de prêt traditionnelles et la croissance économique ?

Comment faciliter l'accès des entreprises européennes au crédit bancaire ?

L'impact du nouveau paradigme réglementaire sur le rôle des banques dans le financement de l'économie

Impact de la réglementation financière sur le financement à long terme de l'économie par les banques

Les banques internationales et l'adoption d'un nouveau dispositif réglementaire : effets sur le financement des marchés émergents et des économies en développement

Le coût d'opportunité du collatéral mis en dépôt : réforme des marchés de produits dérivés et activité de prêt des banques

AVRIL 2016 **La stabilité financière à l'ère numérique**

Construire le triangle de compatibilité de la finance numérique : innovations, stabilité, régulation

Banque numérique et désorganisation du marché : un sentiment de déjà-vu ?

Le risque numérique : défi stratégique et opportunité de développement pour les assureurs

Le risque systémique dans les paiements

Institutions financières et cybercriminalité – Entre vulnérabilité et sécurité

Quels sont les risques du *trading* haute fréquence ?

Faire des infrastructures européennes de marchés un bastion de la stabilité financière

Au-delà de la technologie : une réglementation et une supervision adéquates à l'ère des fintechs

L'essor des fintechs et leur réglementation

Le développement des prêts en ligne et la montée de la régulation privée des transactions financières en ligne avec les entreprises

Monnaie et paiements à l'ère numérique : innovations et défis

L'évolution future de la négociation électronique sur les marchés obligataires européens

Émergence du *big data* : quelles évolutions du modèle économique de l'assurance ?

Le *big data* : défis et opportunités pour la surveillance de la stabilité financière

Mise en oeuvre du règlement en temps réel pour les banques utilisant la technologie du registre décentralisé : implications politiques et juridiques

Trading à haute fréquence, géographie et courbure de la Terre

AVRIL 2017 **L'impact des réformes financières**

Les progrès vers la stabilité financière : notre bien commun, à préserver et à consolider

Dix ans après : remédier aux failles à l'origine de la crise financière mondiale

Plus solides que jamais ? Évaluation de l'incidence de la réglementation sur la résilience des banques huit ans après la crise

Mesurer l'impact de Bâle III

L'impact de la réglementation financière : le point de vue des établissements bancaires d'importance systémique

La santé des banques après une crise

La mise en oeuvre d'un cadre de résolution efficace dans l'Union bancaire : les leçons à tirer de la crise et les défis à relever

Bâtir un secteur financier solide

Les régulateurs bancaires nationaux et supranationaux, entre interventions tardives et incohérence temporelle

Compensation centrale : en exploiter les avantages, en maîtriser les risques

Évaluation du risque systémique des contreparties centrales après la réforme du marché des dérivés de gré à gré

Les chambres de compensation et la transformation des risques financiers

L'incidence des réformes financières d'après-crise sur la liquidité de marché

Une perspective de stabilité pour le financement de marché : concevoir de nouveaux instruments prudents ?

Mesures macroprudentielles et contrôle des capitaux : vers un dispositif d'évaluation des politiques

AVRIL 2018 La finance hors banques : tendances et enjeux

Entre « finance de l'ombre » et vision angélique du marché :
pour un développement équilibré du financement non bancaire

Secteur bancaire parallèle et financement de marché

Interconnexions : une cartographie du système financier parallèle

Lumières sur le « *shadow banking* »

Tendances dans la gestion d'actifs au niveau mondial : l'expansion de l'investissement indiciel

Financement de marché : l'Irlande, pays d'accueil pour l'intermédiation financière internationale

Domage (sur le) collatéral

Les conséquences des innovations technologiques et de la réglementation pour les teneurs de marché

Retour vers le futur : la montée en puissance des investisseurs institutionnels
sur le marché hypothécaire néerlandais

Le *marketplace lending* aux États-Unis : les évolutions de l'accès au crédit induites par l'innovation

Financement des entreprises, dans la zone euro et en France : que penser des évolutions ?

Quels sont les risques liés aux fonds indicieux cotés (*exchange-traded funds*) ?

Comment dépasser le concept de « *shadow banking* » ?

Atteindre l'objectif du G20 : un financement de marché résilient

JUIN 2019 **Greening the financial system: the new frontier**

Climat : les banques centrales se mobilisent

Risques climatiques : pourquoi chaque demi-degré compte

Libérer le potentiel économique stratégique d'une croissance propre et inclusive

Face au risque climatique, il faut adopter une attitude prospective pour préserver la stabilité financière

Expositions financières : le déficit de données sur le climat

La finance verte, au coeur de la transition écologique

PGGM : le point de vue d'un gestionnaire de fonds de pension sur l'accélération de la finance durable

Le plan d'action de la Commission européenne sur la finance durable :
promouvoir un avenir durable dans l'Union européenne et au-delà

Le financement climatique : améliorer la transparence et les choix politiques

Finance verte : une perspective africaine

Revue de la stabilité financière**Éditeur**

Banque de France
39 rue Croix-des-Petits-Champs
75001 Paris

Directeur de la publication

Gilles Vaysset

Comité éditorial

Emmanuelle Assouan
Valère Fourel
Julien Idier
Dominique Rougès
Aurore Schilte
Edouard Vidon

Réalisation

Studio Création
Direction de la Communication

Impression

Banque de France – SG - DISG

Dépôt légal

Mars 2021
ISSN 1637-4681

Internet

<https://publications.banque-france.fr>

La *revue de la stabilité financière* est en libre
téléchargement
sur le site Internet de la Banque de France
[https://publications.banque-france.fr/liste-chronologique/
revue-de-la-stabilite-financiere](https://publications.banque-france.fr/liste-chronologique/revue-de-la-stabilite-financiere)