

139/140

# REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

REVUE TRIMESTRIELLE  
DE L'ASSOCIATION D'ÉCONOMIE  
FINANCIÈRE, N° 139/140  
3<sup>e</sup> et 4<sup>e</sup> TRIMESTRES 2020

NUMÉRO  
SPÉCIAL

L'ÉCONOMIE, LA FINANCE  
ET L'ASSURANCE  
APRÈS LA COVID-19

**Risques**  
Les cahiers de l'assurance

# ASSOCIATION D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

Association régie par la loi du 1<sup>er</sup> juillet 1901, déclarée le 11 mai 1987 (J.O. du 3 juin 1987)

Siège social : 56, rue de Lille, 75007 Paris.

---

## MEMBRES

---

*Membres* : Agence française de développement, Association française de la gestion financière, Amundi, Autorité des marchés financiers, Autorité des normes comptables, Autorité marocaine du marché des capitaux, Axa, Banque de France, Banque Delubac & Cie, Banque européenne d'investissement, Barclays, BlackRock, BNP Paribas, Bouygues, Bredin Prat, Candriam, Citi, CNP Assurances, Covea, Crédit Agricole, Crédit Mutuel, Deutsche bank, Direction générale du Trésor, Fédération bancaire française, Goldman Sachs Paris Inc. & Cie, Groupe Caisse des Dépôts, HSBC, Idinvest, Kepler Corporate Finance, La Banque Postale, Lazard Frères, Morgan Stanley, Natixis, Paris Europlace, Scor, Société Générale, UniCredit.

---

## CONSEIL D'ADMINISTRATION

---

*Président* : Robert Ophèle, *Président, Autorité des marchés financiers*

*Membres de droit* : Autorité des marchés financiers, Banque de France,  
Direction générale du Trésor, Groupe Caisse des Dépôts.

*Membres administrateurs* : Amundi, Association française de la gestion financière, Axa, Bouygues, Bredin Prat, Covea, Fédération bancaire française, HSBC, La Banque Postale, Morgan Stanley.

*Délégué général de l'Association* : Sylvain de Forges

*Trésorier de l'Association* : Olivier Bailly

---

## CONSEIL D'ORIENTATION

---

*Présidents d'honneur*

Jean-Claude Trichet, Christian Noyer

*Président* : François Villeroy de Galhau, *Gouverneur, Banque de France*

Jean-Pascal Beaufret, *Managing director, Goldman Sachs Paris*

Afif Chelbi, *Président honoraire, Conseil d'analyses économiques tunisien*

Benoît Cœuré, *Member of the Executive Board, Banque centrale européenne*

Ambroise Fayolle, *Vice-Président, Banque européenne d'investissement*

Bernard Gainnier, *Président, PwC France*

Antoine Gosset-Grainville, *Avocat à la Cour, BDGS Associés*

Olivier Guersent, *Directeur général, COMP-UE*

Nezha Hayat, *Présidente, Autorité marocaine du marché des capitaux*

Hans-Helmut Kotz, *CFS, Université Goethe, Francfort*

Eric Lombard, *Directeur général, Groupe Caisse des Dépôts*

Pascal Grangé, *Directeur financier, Bouygues*

Robert Ophèle, *Président, Autorité des marchés financiers*

Alain Papiasse, *Chairman CIB, BNP Paribas*

Olivier Pastré, *Conseiller scientifique REF ; Professeur émérite, Paris 8*

Patricia Plas, *Directrice des Affaires publiques et des Relations institutionnelles, Axa*

Emmanuel Moulin, *Directeur général, Direction générale du Trésor*

Rémy Rioux, *Directeur général, Agence française de développement*

Patrick Soulard, *Directeur général, Unicredit*

Augustin de Romanet, *Président, Paris Europlace*

Jean-Luc Tavernier, *Directeur général, Insee*

Didier Valet, *Vice-Président Industrie, Institut Louis Bachelier*

Claire Waysand, *Directrice générale adjointe, Engie*

*Les membres du Conseil d'administration sont invités à participer au Conseil d'orientation.*

# LA RÉGLEMENTATION FINANCIÈRE PEUT-ELLE CONTRER LA CRISE DE LA COVID-19 ?

*Klaas Knot*

*Président, Banque centrale des Pays-Bas (De Nederlandsche Bank)*

*Vice-président, Conseil de stabilité financière*

■ L'un des objectifs de la réglementation financière est de réduire la procyclicité. Elle devrait contribuer à empêcher le système financier d'amplifier les chocs économiques ou de devenir lui-même une source de chocs. C'est pourquoi la réglementation financière a été révisée en profondeur après la crise financière mondiale. La crise de la Covid-19 constitue le premier test sérieux pour ce nouveau cadre. Cet article examine si la réglementation a contribué à réduire la procyclicité cette fois-ci, et en tire des leçons pour l'avenir.

■ CAN FINANCIAL REGULATION HELP TO REDUCE PROCYCLICALITY IN THE COVID-19 CRISIS

*One of the aims of financial regulation is to reduce procyclicality. It should help to prevent the financial system from amplifying economic shocks or becoming a source of shocks itself. Therefore, financial regulation was revised substantially after the global financial crisis. The Covid-19 crisis poses the first serious test for this new framework. This article reviews whether regulation has helped to reduce procyclicality this time, and draws lessons for the future.*

Les hauts et les bas de l'économie rythment nos sociétés depuis bien longtemps. La célèbre fable de la sauterelle et la fourmi d'Ésope remonte, par exemple, au VI<sup>e</sup> siècle av. J.-C. Comme vous le savez peut-être, ce récit quelque peu moralisateur illustre la nécessité de constituer des réserves suffisantes en période favorable, ce qui n'est pas sans rappeler ce que nous avons connu au cours des quinze dernières années.

Malgré des siècles d'expérience, les retournements des cycles économiques et financiers se produisent encore généralement de façon inattendue. En outre, les récessions et les crises mettent fréquemment en lumière des vulnérabilités qui, on le constate rétrospectivement, s'étaient accumulées sans que personne ne les détecte. Les pouvoirs publics s'efforcent toujours d'atténuer l'impact d'un choc, mais cherchent

également souvent à faire mieux par la suite. Pour ce faire, ils mettent en œuvre des réformes visant à réduire la procyclicité.

Ce schéma s'applique aux politiques monétaires et budgétaires, mais également à la réglementation financière. Après la crise financière mondiale de 2008, dont on pensait alors qu'il s'agissait d'un choc tel qu'il ne s'en produit qu'une fois par génération, les responsables politiques ont profondément réformé la réglementation des activités financières. Elaborées avec le concours d'organisations internationales et d'instances normatives telles que le G20, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire et le Conseil de stabilité financière, ces réformes visaient à améliorer la résilience du système financier et à réduire la procyclicité.

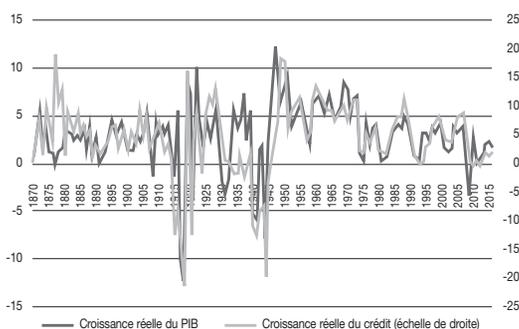
La crise de la Covid-19 a frappé le monde un peu plus de dix ans après la crise financière et cette pan-

démie pourrait même avoir un impact encore plus négatif sur la croissance économique. Cette crise constitue par conséquent la première véritable mise à l'épreuve de la nouvelle réglementation financière, qui venait justement de faire l'objet d'une évaluation [FMI, 2018]. Cet article examine la procyclicité de la réglementation financière à la lumière de la crise de la Covid-19. La procyclicité a-t-elle effectivement été réduite cette fois ? Quels sont les enseignements à en tirer pour l'avenir ?

## Procyclicité et réglementation financière

Les fluctuations de l'économie présentent une certaine régularité, comme le montrent clairement les chiffres de la croissance du PIB de dix-sept économies avancées depuis 1870 (voir graphique 1). Entre 1985 et 2007, au cours de la période dite de « grande modération », les responsables politiques ont brièvement eu l'illusion de maîtriser ces fluctuations. Hélas, ils ont été brutalement rappelés à la réalité par deux chocs majeurs : la crise financière et la crise de la Covid-19.

Graphique 1 - Croissance du crédit et croissance du PIB des économies avancées, 1870-2016



Source : calculs de l'auteur à partir de données de Jordà *et al.* [2017].

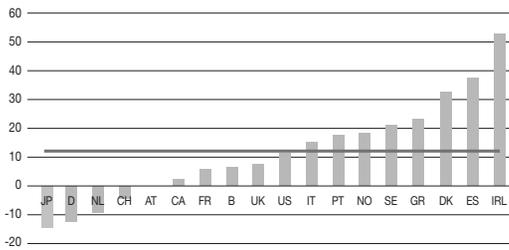
La forte corrélation entre la croissance du crédit et la croissance du PIB (voir graphique 1) présente également une certaine régularité. Cela ne signifie pas pour autant que le système financier est procyclique : la croissance du crédit dépend de la conjoncture économique globale. En revanche, le système financier contribue à la procyclicité dès lors qu'il amplifie les chocs économiques. Ce phénomène d'amplification financière se produit lorsque les institutions financières (telles que les banques) deviennent vulnérables et resserrent le crédit ou lorsque les marchés financiers arrêtent de fonctionner et que la liquidité se tarit. Le système financier contribue également à la procyclicité s'il est lui-même à l'origine de chocs économiques. C'est notamment le cas lorsque l'emballement du crédit provoque des déséquilibres financiers qui déclenchent à leur tour une crise.

Dans le contexte de la crise financière mondiale, le système financier a clairement contribué à la procyclicité dans un cycle classique d'expansion-récession financière. La croissance du crédit était alors très forte dans la plupart des économies avancées (voir graphique 2 p. 251) en raison de facteurs tels que la déréglementation financière, la faible volatilité qui régnait sur les marchés et la baisse séculaire des taux d'intérêt à long terme [Hessel et Peeters, 2011]. Cet emballement du crédit a à son tour engendré des déséquilibres, tels que la formation de bulles immobilières, des déficits de la balance courante et un fort endettement du secteur privé. La récession qui a suivi a été accentuée et prolongée par les propres faiblesses du secteur financier, ce qui illustre clairement le phénomène d'amplification financière.

L'un des objectifs de la réglementation financière est de réduire la procyclicité potentielle du système financier (1). Il existe deux moyens d'y parvenir. Le premier consiste à améliorer la résilience globale du système afin que les marchés, les banques et les autres institutions financières soient capables de mieux résister aux chocs économiques, quelle que soit leur origine, et que les mécanismes d'amplification restent contenus. L'autre moyen, plus ambitieux, mais également plus complexe, consiste à mieux gérer (ou « dompter ») le

cycle financier. Selon cette approche, les autorités politiques et réglementaires doivent lutter activement contre l’emballement du crédit et l’accumulation de vulnérabilités au sein du système financier en période favorable et éventuellement stimuler le crédit en temps de crise.

Graphique 2 - Ecart du ratio « crédit/PIB » avant la crise financière mondiale, 2007-2008



Note : les écarts du ratio « crédit/PIB » constituent un indicateur, certes imparfait, du cycle financier.

Source : Banque des règlements internationaux (BRI).

## Les réformes de la réglementation financière après la crise financière

Cette crise a entraîné la mise en place de réformes de la réglementation financière, tant de la part des pays à titre individuel que des organisations internationales et des instances normatives telles que le G20, le Fonds monétaire international (FMI), l’Union européenne (UE), le Comité de Bâle et le Conseil de stabilité financière (CSF). Ces réformes visent généralement à améliorer la résilience globale du secteur financier par le biais de nouvelles réglementations applicables aux banques et aux institutions financières non bancaires. Elles contiennent également divers éléments permettant de mieux gérer le cycle financier [FMI, 2018 ; Borio *et al.*, 2020]. Les quatre principaux volets de ces réformes sont les suivants :

- premièrement, la réglementation en matière de fonds propres et de liquidité des banques a été ren-

forcée par les accords de Bâle III. Les fonds propres des banques ont augmenté en quantité (avec, par exemple, l’introduction d’un coussin de conservation des fonds propres) et en qualité (avec, par exemple, l’augmentation du niveau de fonds propres de base de catégorie 1 ou *common equity tier 1*). En outre, de nouvelles normes de liquidité ont été introduites : un ratio de couverture des besoins de liquidité (*liquidity coverage ratio* – LCR) et un ratio de financement stable net (*net stable funding ratio* – NSFR). Les banques sont donc capables de mieux absorber les chocs tout en respectant ces exigences minimales (2) ;

- deuxièmement, des améliorations ont été apportées en matière de résolution bancaire conformément aux principes énoncés par le CSF [2014]. Les pouvoirs de résolution ont été renforcés dans de nombreuses juridictions, notamment aux États-Unis et au Japon, tandis que l’UE a instauré un mécanisme de résolution unique (MRU). Les grandes banques doivent en outre se constituer des réserves de fonds propres utilisables en cas de crise via l’application de nouvelles normes telles que la capacité totale d’absorption des pertes (*total loss absorbing capacity* – TLAC) ou l’exigence minimale de fonds propres et d’engagements éligibles (*minimum requirement for funds and eligible liabilities* – MREL) en Europe ;

- troisièmement, des politiques et des dispositifs de surveillance macroprudentielle ont été mis en place afin de mieux appréhender le risque systémique et le système financier dans son ensemble. L’Europe a, par exemple, créé le Comité européen du risque systémique (CERS). De nombreux pays ont également introduit des coussins macroprudentiels tels que le coussin pour le risque systémique (*systemic risk buffer* – SRB) et le coussin pour les établissements d’importance systémique (3). La possibilité d’ajuster la taille du coussin contracyclique (*countercyclical capital buffer*, CCyB) en fonction du cycle financier constitue un autre instrument politique important.

Les autorités peuvent ainsi empêcher l’emballement du crédit et améliorer la résilience du système en période favorable et stimuler le crédit en temps de crise ;

• quatrième et dernière, les pouvoirs publics ont renforcé la réglementation des institutions financières non bancaires qui constituaient ce que l'on qualifiait alors de secteur bancaire parallèle. Les instruments fondés sur le marché comme la titrisation (titres adossés à des hypothèques) ont constitué une grande source de vulnérabilité au cours de la crise financière. Étant donné que le secteur des institutions financières non bancaires est important, très diversifié et qu'il continue de croître, l'une des améliorations repose sur une meilleure compréhension et une surveillance accrue de ce secteur. La réglementation a également été renforcée pour les acteurs non bancaires tels que les fonds de pension, les assureurs (directive Solvabilité II) et les contreparties centrales de compensation. On peut toutefois raisonnablement affirmer que la réglementation appliquée aux institutions financières non bancaires demeure plus laxiste et plus fragmentaire que la réglementation appliquée aux banques.

Jusqu'à récemment, la nouvelle réglementation financière n'avait encore jamais été véritablement mise à l'épreuve. Les pouvoirs publics avaient commencé à évaluer les nouvelles réformes environ dix ans après la crise [FMI, 2018 ; CSF, 2018, 2019, 2020 ; Borio *et al.*, 2020]. Avec la prudence qui s'impose, nous pouvons conclure que ces réformes ont globalement fonctionné comme prévu et que leurs éventuels effets indirects négatifs (comme la baisse de la croissance du crédit) sont restés contenus. Pourtant, nous ne savions pas encore réellement comment le secteur financier réagirait face à de nouveaux chocs.

## Procyclicité et crise de la Covid-19

La crise de la Covid-19 constitue une très sérieuse mise à l'épreuve pour les récentes réformes du système financier mondial. Moins de douze ans après la crise financière, le monde se retrouve confronté à un nouveau choc tel qu'on pensait qu'il ne s'en produisait qu'une fois par

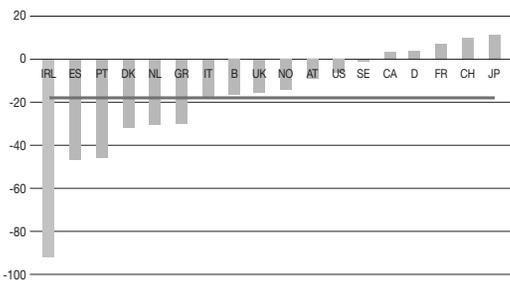
génération et qui pourrait bien être encore plus terrible que le précédent. Le FMI s'attend actuellement à une chute de 4,9 % du PIB mondial pour 2020, contre une baisse de 0,1 % en 2009 <sup>(4)</sup>.

Même si le secteur financier n'est pas à l'origine de la crise de la Covid-19, il a tout de même subi d'importantes turbulences. En mars 2020, les primes de risque ont grimpé en flèche et le cours des actions a fortement chuté dans la plupart des pays. Nous avons également assisté à l'assèchement de la liquidité sur certains marchés financiers, incluant le marché des titres du Trésor américain, l'un des plus importants et des plus liquides au monde. Les pouvoirs publics ont alors adopté des mesures quasi inédites pour rétablir la stabilité financière. Les banques centrales ont assoupli leur politique monétaire et injecté des liquidités pour soutenir les principaux marchés de financement. Les autorités budgétaires ont accordé des garanties de crédit et mis en œuvre d'autres mesures de soutien au secteur des entreprises. Enfin, les autorités de réglementation (macro)prudentielle ont abaissé les exigences de fonds propres pour soutenir le crédit bancaire. Jusqu'ici, ces mesures ont effectivement permis d'atténuer les problèmes de liquidité et d'apaiser les turbulences qui agitaient les marchés financiers [Quarles, 2020]. À l'heure actuelle, il se pourrait même que les marchés financiers soient plus optimistes que les perspectives de l'économie réelle ne le justifient.

En matière de procyclicité, la crise de la Covid-19 envoie un message contradictoire. D'une part, il est évident que contrairement à la crise financière, la crise de la Covid-19 constitue un choc purement externe, car elle ne découle pas de l'accumulation de déséquilibres macrofinanciers. Les écarts du ratio « crédit/PIB » étaient, par exemple, encore négatifs dans de nombreuses économies avancées (voir graphique 3 p. 253). Par conséquent, il est impossible d'affirmer que les responsables économiques auraient dû voir arriver la crise de la Covid-19, même si l'éventualité d'une pandémie était connue [DNB, 2006]. Selon une vieille idée reçue, certains des instruments de politique macroprudentielle visant à gérer activement le cycle financier auraient été conçus

pour « gagner la dernière guerre », mais cette nouvelle crise est différente des précédentes. Quoi qu'il en soit, ces réformes ont certainement permis d'améliorer la résilience du secteur financier. Jusqu'ici, elles ont contribué à atténuer l'impact de la crise de la Covid-19, notamment du fait que les banques sont aujourd'hui mieux capitalisées. A ce jour, leurs importantes réserves de fonds propres ont permis de contenir le phénomène d'amplification financière.

Graphique 3 - Ecart du ratio « crédit/PIB » avant la crise de la Covid-19, 2019



Note : les écarts du ratio « crédit/PIB » constituent un indicateur, certes imparfait, du cycle financier.

Source : Banque des règlements internationaux (BRI).

D'autre part, la crise de la Covid-19 a mis en lumière plusieurs vulnérabilités du système financier contre lesquelles les pouvoirs publics avaient déjà clairement mis en garde [Knot, 2019]. De nombreux rapports sur la stabilité financière avaient alerté contre une éventuelle surestimation de la valeur des actifs, incluant les prix de l'immobilier. Les responsables politiques étaient également préoccupés par la compression des primes de risque, due en partie à la baisse des taux d'intérêt et à l'assouplissement des politiques monétaires dans le monde entier. De la même façon, de nombreux avertissements avaient été émis contre l'augmentation de la dette du secteur privé et la forte croissance des produits à haut risque tels que les prêts leviers. Il est trop tôt aujourd'hui pour tirer des conclusions, mais nous pouvons tout de même nous demander si nous en avons réellement fait assez pour réduire la procyclicité lors de la phase de reprise. Après tout, il est plus efficace de lutter contre les vulnérabilités en période favorable que de prendre des

mesures d'atténuation en temps de crise. A ce titre, quelques observations me semblent pertinentes :

- une question reste ouverte : quelle est l'efficacité réelle de l'arsenal actuel de réglementation macro-prudentielle ? Les autorités macroprudentielles politiquement indépendantes doivent généralement se contenter de réglementer les exigences de fonds propres des banques par le biais de mesures telles que le coussin contracyclique, tandis que d'autres instruments efficaces tels que la quotité des prêts hypothécaires, les mesures fondées sur les emprunteurs ou les politiques fiscales restent du ressort des autorités politiques. L'expérience de nombreux pays, y compris le mien, révèle que les politiciens rechignent parfois à adopter des mesures contraignantes du fait de leur impopularité. Par ailleurs, les instruments macroprudentiels destinés aux institutions financières non bancaires sont moins développés. Cela devrait donc nous inciter à faire preuve d'un certain « réalisme macroprudentiel » quant à l'efficacité de l'arsenal actuel [Knot, 2019] ;

- une autre question reste en suspens : les pouvoirs publics ont-ils tiré au mieux parti des possibilités qui s'offrent à eux ? Certains risques macroprudentiels ont été identifiés, mais n'ont pas toujours fait l'objet de mesures politiques. Au niveau international, les autorités de réglementation ne sont pas parvenues à s'entendre sur une nouvelle réglementation relative aux expositions souveraines des banques. En Europe, les responsables politiques n'ont trouvé aucun accord pour finaliser l'Union bancaire. Enfin, dans les différents pays, la hausse des prix de l'immobilier n'a pas toujours été suivie de mesures malgré les avertissements des organisations internationales. Les pays européens n'ont pas pleinement appliqué les recommandations du CERS. En outre, les niveaux des coussins contracycliques n'ont pas beaucoup augmenté dans la plupart des pays, même si certains, notamment les Pays-Bas, ont annoncé ou mis en œuvre des mesures relatives à la pondération des risques au titre de l'article 458 du règlement sur les exigences de fonds propres de l'UE. Plusieurs pays scandinaves ont clairement fait exception en annonçant ou en mettant

en œuvre des niveaux de coussins contracycliques de 2 % (Danemark) à 2,5 % de l'actif pondéré en fonction des risques (Norvège et Suède) avant la crise <sup>(5)</sup>.

## Les défis des politiques et réglementations applicables au secteur financier

Même si nous aurions peut-être pu faire mieux par le passé, la priorité est désormais d'éviter toute procyclicité dans un avenir proche. Les premières réponses apportées à la crise de la Covid-19 ont porté leurs fruits, mais la crise n'est pas terminée et l'incertitude demeure élevée. Les autorités politiques et réglementaires devront trouver un équilibre entre plusieurs objectifs. En premier lieu, il faut éviter que le secteur financier amplifie la récession. C'est pour cette raison que des mesures ont été prises, parfois de façon ponctuelle, pour stimuler le crédit et stabiliser les marchés. En second lieu, il est tout aussi important de s'assurer de la résilience du secteur lorsque les pertes se concrétiseront et que la reprise s'enclenchera. Nous ne devons par ailleurs pas renoncer trop facilement à tout ce qui a été accompli depuis la crise : il est essentiel de revenir à un système sain et stable à moyen terme. Enfin, la procyclicité devra être gérée de façon plus symétrique à l'avenir. Les discussions à venir seront déterminantes.

### ■ Réduire la procyclicité du crédit bancaire

A court terme, le crédit bancaire doit être stimulé pour éviter l'aggravation de la récession. Outre les garanties de crédit et les mesures budgétaires, les autorités de réglementation ont assoupli leurs exigences de fonds propres pour convaincre les banques d'absorber les pertes et de continuer à prêter. De nombreux pays ont également assoupli leurs exigences en matière de coussins contracycliques. Toutefois, comme nous l'avons mentionné, les niveaux de ces coussins « libé-

rables » étaient de toute façon généralement peu élevés. Par conséquent, plusieurs autorités ont étendu l'assouplissement de leurs exigences à d'autres coussins, incluant les coussins pour les autres établissements d'importance systémique et, notamment aux Pays-Bas, le coussin pour le risque systémique. Par ailleurs, les autorités européennes ont mis en œuvre différentes formes d'assouplissement des exigences de fonds propres en autorisant, par exemple, le recours temporaire aux réserves de fonds propres constituées au titre du deuxième pilier. Même si l'application de ces mesures est parfaitement compréhensible, cela signifie que les coussins microprudentiels ont été utilisés en guise de coussins macroprudentiels et que les coussins structurels ont été utilisés en guise de coussins cycliques, ce qui n'était pas l'objectif initial de l'accord sur les fonds propres.

Jusqu'ici, toutes les mesures de soutien semblent avoir été assez efficaces. L'enquête de la Banque centrale européenne (BCE) sur la distribution du crédit bancaire montre que les critères d'octroi des banques pour les prêts aux entreprises sont restés favorables au deuxième trimestre 2020. Pendant la crise financière et la crise de la dette souveraine, les critères d'octroi s'étaient au contraire considérablement durcis. La grande question est de savoir quelles mesures de soutien devront être maintenues au cours des trimestres à venir et quelles mesures supplémentaires pourraient être nécessaires. De toute évidence, un dilemme se pose. D'une part, il demeure essentiel de stimuler le crédit à court terme et d'éviter tout effet de falaise dû au retrait brutal des mesures. D'autre part, il est également crucial de préserver la résilience des banques à moyen terme et pendant la phase de reprise. Une autre question pertinente se pose : les banques vont-elles réellement tirer parti de l'assouplissement des exigences pour octroyer davantage de prêts ? En pratique, certains obstacles pourraient entraver l'utilisation de leurs réserves. Il est nécessaire de les comprendre pour proposer des solutions efficaces. L'incertitude qui plane quant aux futures actions de surveillance peut être atténuée par une communication claire de la part des autorités de réglementation. En revanche, la crainte de la stigmatisation des marchés financiers semble plus difficile à surmonter.

A moyen terme, il sera essentiel de déterminer clairement quelle voie sera privilégiée pour rétablir la stabilité des ratios de fonds propres. Cela contribuera à réduire l'incertitude et permettra aux banques de mieux utiliser leurs réserves. Mais une autre question se pose : faut-il apporter des modifications à l'accord sur les réserves de fonds propres en période de stabilité ?

Le choc externe et inattendu provoqué par la crise de la Covid-19 a mis en évidence le fait qu'il est parfois nécessaire de pouvoir libérer des réserves de fonds propres, alors qu'aucun coussin contracyclique n'a été constitué. Les Etats pourraient donc chercher à disposer de fonds propres plus facilement « libérables » lors du retour à la stabilité. Cette considération est à l'origine de la récente décision des Pays-Bas d'abaisser le niveau du coussin pour le risque systémique et de le remplacer au fil du temps par un taux « neutre positif » de 2 % pour le coussin contracyclique en période de stabilité. Il sera également indispensable de discuter de tout cela à l'échelle internationale dès lors que la pression immédiate de la crise de la Covid-19 sera retombée <sup>(6)</sup>.

## ■ Gérer les pertes liées à la crise de la Covid-19

Un autre défi se pose : que faudra-t-il faire lorsque les pertes liées à la crise de la Covid-19 commenceront à augmenter ? A l'heure actuelle, les mesures de soutien ont effectivement permis de limiter les faillites d'entreprises dans plusieurs pays européens au deuxième trimestre. Hélas, cela ne va probablement pas durer. Tandis que les mesures de soutien à la liquidité font grimper leur dette, la situation financière sous-jacente de nombreuses entreprises pourrait se détériorer. Par ailleurs, les faillites pourraient se multiplier si de nouvelles vagues de contamination entraînaient des reconfinements ou si les effets sur la demande dans certains secteurs (tels que l'aviation) se révélaient plus durables.

A court terme, les entreprises bénéficient d'une certaine tolérance réglementaire en matière de reconnaissance des pertes afin d'éviter toute procyclicité,

notamment avec l'assouplissement de la norme comptable IFRS9 dans l'ensemble des mesures récemment adoptées par la Commission européenne. Pourtant, la crise financière montre qu'il est important de gérer rapidement les pertes afin de limiter tout effet durable sur le crédit qui pourrait nuire à la reprise [Mink et Pool, 2018]. Cela concerne particulièrement les secteurs financiers qui reposent davantage sur les banques, notamment en Asie et en Europe. Jusqu'ici, les banques ont considérablement augmenté leurs provisions pour pertes sur prêts afin de couvrir les pertes <sup>(7)</sup>. Par ailleurs, de nombreuses autorités ont mené des tests de résistance dans le contexte de la crise de la Covid-19. Dans la plupart de ces tests, le scénario le plus probable indique que les pertes seront importantes, mais globalement surmontables, et que les banques seront capables de continuer à prêter. Le scénario central du test de résistance de la BCE, qui prévoit une récession brève mais profonde, montre, par exemple, que les ratios de fonds propres de base de catégorie 1 de 86 banques européennes baisseront en moyenne de 1,9 point de pourcentage jusqu'en 2022.

Toutefois, étant donné que l'incertitude est grande, il est essentiel de surveiller la situation de près et d'être prêt à agir si les pertes deviennent plus importantes que prévu. La BCE montre que si la reprise tardait à venir, les ratios de fonds propres pourraient baisser de 5,7 points de pourcentage et que certaines institutions pourraient ne plus être en mesure de respecter les exigences minimales. Les autorités de réglementation doivent donc réfléchir à la façon de gérer les institutions qui se retrouveraient en difficulté. Les cadres de résolution actuels pourraient se révéler moins efficaces dans le contexte d'une crise systémique et généralisée [Beck *et al.*, 2020]. Il pourrait donc être judicieux de réfléchir à l'application du cadre existant et aux autres solutions envisageables.

A moyen terme, il sera également essentiel de réduire encore davantage les vulnérabilités structurelles du secteur bancaire. En Europe, cela signifie qu'il faut finaliser l'Union bancaire et s'attaquer à des questions de plus long terme telles que la fragmentation et la faiblesse de la rentabilité.

## ■ Améliorer la résilience des institutions financières fondées sur le marché

Les turbulences qui ont agité les marchés financiers en mars ont mis en évidence les risques liés aux institutions financières non bancaires. Le secteur des institutions financières non bancaires a connu une croissance rapide depuis la crise et cela n'est pas nécessairement mauvais. Un système financier mixte composé de banques et d'institutions fondées sur le marché présente d'indéniables avantages, en limitant notamment le risque systémique et le risque que des tensions sur les bilans des banques n'entraînent un ralentissement du crédit [Bats et Houben, 2020]. C'est pour cette raison que l'UE cherche à développer un système davantage fondé sur le marché par le biais de son Union des marchés de capitaux.

Pourtant, les marchés financiers peuvent également renforcer la cyclicité lorsqu'ils arrêtent de fonctionner à la suite d'un choc. C'est ce qui s'est produit en mars, quand l'aversion au risque a brusquement augmenté et que de nombreux investisseurs ont souhaité retirer leur mise. Les fonds opérant sur les marchés monétaires ont notamment subi d'importantes sorties de capitaux et des rachats massifs. Les banques centrales ont réussi à stabiliser les marchés, mais cette agitation a attiré l'attention sur les problèmes de réglementation [Quarles, 2020]. Il est encore trop tôt pour tirer des conclusions définitives, mais il pourrait être judicieux de mettre l'accent sur la stabilité financière et les perspectives macroprudentielles dans la réglementation, plutôt que simplement sur la protection des investisseurs. Ce secteur a par ailleurs connu une forte croissance en raison du principe des vases communicants, car il reste moins réglementé que le secteur bancaire, même si de nombreuses institutions financières non bancaires proposent en réalité les mêmes produits que les banques avec des risques comparables de transformation des échéances. En réponse à la crise de la Covid-19, le CSF a constitué un groupe de travail sur les institutions financières non bancaires afin d'analyser les turbulences qui agi-

tent le marché et de renforcer la résilience du secteur. Les autorités politiques et réglementaires pourront se baser sur ces analyses pour décider des futures étapes à suivre.

### Notes

1. *La réglementation financière est elle-même sujette à une certaine « cyclicité ». Le système financier est devenu beaucoup plus réglementé après la grande dépression des années 1930 et la Seconde Guerre mondiale. Depuis le début des années 1990, de nombreux pays avaient commencé à déréglementer le secteur financier et à libéraliser leur compte de capital, renforçant ainsi l'importance des facteurs financiers au sein de l'économie, mais également la fréquence des crises financières. Après la crise financière, les pouvoirs publics se sont à nouveau engagés en faveur d'un durcissement de la réglementation financière.*

2. *Le cadre institutionnel de surveillance des banques a également été amélioré avec, par exemple, la mise en place du mécanisme de surveillance unique (MSU) de l'UE.*

3. *Les établissements d'importance systémique au niveau mondial doivent constituer un coussin de fonds propres dont la valeur est déterminée conformément aux critères du CSF. Les établissements d'importance systémique au niveau national doivent constituer un coussin de fonds propres dont la valeur est déterminée par les autorités nationales sur la base de critères qui leur laissent davantage de discrétion.*

4. *Mise à jour des perspectives de l'économie mondiale, FMI, juin 2020. D'après ces prévisions, les économies avancées pourraient connaître un recul allant jusqu'à 8,0 %, contre 3,3 % en 2009.*

5. *Les niveaux relativement bas des coussins contracycliques peuvent notamment s'expliquer du fait que le cadre défini par Bâle III repose en grande partie sur l'écart du ratio « crédit/PIB » en tant que principal indicateur. Cet écart est toutefois moins fiable après un important choc tel que la crise financière mondiale. Il semble que les pays qui avaient constitué des coussins contracycliques significativement plus élevés s'appuyaient également sur d'autres indicateurs que l'écart du ratio « crédit/PIB ».*

6. *On pourrait également envisager pour le coussin contracyclique un cadre qui reposerait moins sur l'écart du ratio « crédit/PIB » et s'appuierait davantage sur d'autres indi-*

cateurs utilisés dans le système afin que la constitution de cousins contracycliques débute plus tôt.

7. Les banques européennes semblent jouir d'une grande liberté en matière de constitution de provisions pour pertes sur prêts, ce qui pourrait accroître l'incertitude quant à la qualité de leur actif.

## Bibliographie

BATS J. ; HOUBEN A., "Bank-Based versus Market-Based Financing: Implications for Systemic Risk", *Journal of Banking and Finance*, vol. 114, 105776, 2020.

BECK T. ; RADEV D. ; SCHNABEL I., "Bank Resolution Regimes and Systemic Risk", CEPR Discussion Paper, n° 14724, 2020.

BORIO C. ; FARAG M. ; TARASHEV N., "Post-Crisis International Financial Regulatory Reforms: a Primer", BIS Working Papers, n° 859, 2020.

CSF, "Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions", Conseil de stabilité financière (Financial Stability Board), octobre 2014.

CSF, "Evaluation of the Effects of Financial Regulatory Reforms on Infrastructure Finance", Conseil de stabilité financière (Financial Stability Board), novembre 2018.

CSF, "Evaluation of the Effects of Financial Regulatory Reforms on Small and Medium-Sized Enterprise (SME) Financing", Conseil de stabilité financière (Financial Stability Board), novembre 2019.

CSF, "Evaluation of the Effects of Too-Big-to-Fail Reforms", Consultation Report, Conseil de stabilité financière (Financial Stability Board), juin 2020.

DNB, "Influenza Pandemic: Potential Threat to Economy and Financial System", Quarterly Bulletin, De Nederlandsche Bank, mars 2006.

FMI, "Regulatory Reform 10 Years after the Global Financial Crisis: Looking Back, Looking Forward", chapter 2, Autumn Global Financial Stability Report, Fonds monétaire international, 2018.

HESSEL J. ; PEETERS J., "Housing Bubbles, the Leverage Cycle and the Role of Central Banking", DNB Occasional Study, n° 2011-05, 2011.

JORDÀ O. ; SCHULARICK M. ; TAYLOR A., "Macrofinancial History and the New Business Cycle Facts", in Eichenbaum M. et Parker J., NBER Macroeconomics Annual 2016, vol. 31, 2017.

KNOT K., "Macroprudential Modesty", discours d'introduction, 82<sup>e</sup> réunion plénière du Groupe des 30, New York, 6 décembre, 2019. <https://www.dnb.nl/nieuws/nieuws-overzicht-en-archieff/Speeches2019/dnb386477.jsp#>

MINK M. ; POOL S., "Bank Recapitalizations, Credit Supply and the Transmission of Monetary Policy", DNB, Working Paper, n° 616, 2018.

QUARLES R., Lettre du président du CSF aux ministres des Finances et aux gouverneurs des banques centrales du G20, 14 juillet 2020. <https://www.fsb.org/2020/07/fsb-chairs-letter-to-g20-finance-ministers-and-central-bank-governors-july-2020/>



# R E V U E D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

---

## COMITÉ DE RÉDACTION

---

*Présidents d'honneur*

Jacques Delmas-Marsalet

Hélène Ploix

\*\*

Thierry Walrafen, *Directeur de la publication*

Olivier Pastré, *Conseiller scientifique*

Xavier Mahieux, *Responsable éditorial*

Patrick Artus, *Directeur de la recherche et des études, Natixis*

Raphaëlle Bellando, *Professeur, Université d'Orléans*

Christian de Boissieu, *Professeur, Université Paris I*

Jean Boissinot, *Conseiller des gouverneurs, Banque de France*

Pierre Bollon, *Délégué général, Association française de la gestion financière*

Arnaud de Bresson, *Délégué général, Paris Europlace*

Jean-Bernard Chatelain, *Professeur, Université Paris I, GdRE « Monnaie Banque et Finance »*

Jézabel Couppey-Soubeyran, *Maître de conférences, Université Paris I Panthéon Sorbonne*

Claude Diebolt, *Directeur de recherche au CNRS, Université de Strasbourg*

Jean-Louis Fort, *Avocat à la Cour*

Stéphane Gallon, *Directeur de la division études, stratégie et risques, AMF*

Olivier Garnier, *Directeur général des statistiques, des études et de l'international, Banque de France*

Ulrich Hege, *Professeur, Toulouse School of Economics (TSE)*

Pierre Jaillet, *Chercheur associé, IRIS*

Fatos Koc, *Responsable de la gestion de la dette publique, OCDE*

Frédéric Lobez, *Professeur, Université de Lille II, SKEMA*

Catherine Lubochinsky, *Professeur, Université Paris II – Assas*

Sylvie Mathérat, *Groupe de haut niveau de la Commission européenne sur l'Union des marchés de capitaux*

Jean-Paul Pollin, *Professeur, Université d'Orléans*

Philippe Trainar, *Professeur, Conservatoire national des arts et métiers (CNAM)*

Natacha Valla, *Directrice générale adjointe de la politique monétaire, Banque centrale européenne*

38, rue de Ponthieu – 75008 Paris

Tél. : 01 73 44 03 20

Courriel : REF@aef.asso.fr

Site Internet : www.aef.asso.fr

# L'économie, la finance et l'assurance après la Covid-19

## Avant-propos

Les institutions financières françaises face à la crise de la Covid-19

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

## Introduction

SYLVAIN DE FORGES, OLIVIER PASTRÉ

## Retour sur l'histoire et perspectives

Histoire des modèles pandémiques

PIERRE-CHARLES PRADIER

Assurance et crises pandémiques

PIERRE MARTIN

L'économie de la peste dans les villes du XVII<sup>e</sup> siècle

PIERRE DOCKÈS

La Covid-19, une chance pour l'Europe ?

PERVENCHE BERÈS

Crise de la Covid-19 : la place de l'assurance

dans le monde d'après

FLORENCE LUSTMAN

Renouveler la gestion de crise

STANLEY MCCHRYSAL

## Les entreprises face à la Covid-19

Assurer l'avenir dans un monde incertain

THOMAS BUBERL

La capacité de réaction des banques dans la crise

de la Covid-19

LORENZO BINI SMAGHI

La gestion ESG, une solution à la crise de la Covid-19 ?

JEAN-JACQUES BARBERIS, MARIE BRIÈRE, SIMON JANIN

Quelques enseignements de l'impact de la Covid-19

sur le secteur de l'assurance

MARIE-DOHA BESANCENOT, CORINNE CIPÌÈRE

L'hôpital public face à la crise de la Covid-19

MIREILLE FAUGÈRE

## L'économie face à la Covid-19

Pour une solution assurantielle aux catastrophes exceptionnelles

FLORENCE LUSTMAN

L'action des assureurs dans la crise de la Covid-19

PATRICK DIXNEUF

Cinq leçons sur l'avenir de l'assurance santé

après la Covid-19

ANDRÉ RENAUDIN

La résilience du secteur de l'assurance dans la crise

de la Covid-19

JÉRÔME JEAN HAEGELI, PATRICK SANER

Le rôle des assureurs crédit dans la crise de la Covid-19

WILFRIED VERSTRAETE

Covid-19 : les banques françaises au service de l'économie

MAYA ATIG

La gestion d'actifs, mobilisation de l'épargne face à la crise de la Covid-19

PIERRE BOLLON, THOMAS VALLI

Le *private equity* face à la crise de la Covid-19

MONIQUE COHEN

De l'intervention publique dans la crise de la Covid-19

DOUGLAS J. ELLIOTT

La pandémie de Covid-19 reflète et aggrave les failles du néolibéralisme

JEAN-PAUL POLLIN

Les dépenses sociales dans la crise de la Covid-19

FRANÇOIS ECALLE

## Macroéconomie et défi climatique

Les défis exceptionnels posés par la crise de la Covid-19

CHRISTIAN DE BOISSIEU

La crise de la Covid-19 dans les pays en développement : quelles conséquences et quelles perspectives ?

REMY RIOUX, ALEXIS BONNEL, HÉLÈNE DJOUFELKIT,

CÉCILE VALADIER

Géopolitique de l'énergie et crise de la Covid-19

PATRICE GEOFFRON, JEAN-MARIE CHEVALIER

Cassandra, le climat et la Covid-19

SYLVIE GOULARD

Le développement durable après la crise de la Covid-19

BERTRAND BADRÉ

Crise de la Covid-19, le retour des reliques barbares

PHILIPPE CHALMIN

Covid-19, la BEI accélère sa transformation

en banque européenne du climat

AMBROISE FAYOLLE

## Politiques macroéconomiques

Endettement des États et crise de la Covid-19

EMMANUEL MOULIN

Endettement des entreprises françaises et crise

de la Covid-19

ROBERT OPHÈLE

L'Europe de la finance dans la crise de la Covid-19

OLIVIER GUERSENT

La réglementation financière peut-elle contrer la crise de la Covid-19 ?

KLAAS KNOT

Les banques centrales pendant et après la pandémie

de Covid-19

BENOÎT CCEURÉ

Les innovations des banques centrales dans la crise

de la Covid-19

MICHEL AGLIETTA, SABRINA KHANNICHE

La crise de la Covid-19 va-t-elle entraîner un retour de l'inflation ?

PATRICK ARTUS

La pandémie de Covid-19 accélère l'obsolescence

des normes comptables

BERTRAND JACQUILLAT

## Conclusion

JEAN-HERVÉ LORENZI, PHILIPPE TRAINAR

## Chronique d'histoire financière

Fermetures d'écoles, épidémies et niveau de scolarité :

une perspective historique basée sur l'épidémie

de poliomyélite en 1916 aux États-Unis

KEITH MEYERS, MELISSA A. THOMASSON

ISBN 978-2-37647-048-9

ISSN 0987-3368

Prix : 50,00 €



9 782376 470489