

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. Faute 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/>