

139/140

REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

REVUE TRIMESTRIELLE
DE L'ASSOCIATION D'ÉCONOMIE
FINANCIÈRE, N° 139/140
3^e et 4^e 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^{er} 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.

LES INNOVATIONS DES BANQUES CENTRALES DANS LA CRISE DE LA COVID-19

Michel Aglietta

Professeur émérite, Université Paris-Ouest

Conseiller scientifique, Centre d'études prospectives et d'informations internationales (Cepii)

Sabrina Khanniche

Economiste senior, Pictet Asset Management

■ Le capitalisme globalisé a subi deux crises systémiques en douze ans. Elles sont distinctes par leur déclenchement, mais étroitement liées par les vulnérabilités financières inhérentes à l'extension de l'endettement public et privé dans le déploiement du cycle financier. L'interaction de la dette et de la liquidité en est le pivot. On étudie la dynamique de la liquidité dans les deux crises systémiques ; ce qui met en évidence l'importance cruciale de la monnaie dans le momentum du cycle financier. Après en avoir rappelé la logique, nous comparons les enchaînements financiers qui ont conduit à l'assèchement de la liquidité dans les deux crises. Cette analyse met en évidence le rôle crucial des banques centrales. Nous montrons qu'elles ont largement dépassé le rôle limité et temporaire que la théorie utilitariste de la monnaie assigne au prêteur en dernier ressort. Parce que la monnaie est le lien social fondamental des économies de marché, la banque centrale est l'institution qui sauvegarde la souveraineté de la monnaie dans les crises. Nous montrons que les banques centrales ont innové pour prendre en charge entièrement les marchés de la liquidité et étendre le crédit au secteur privé non financier en coordination étroite avec les gouvernements. Ces innovations ont été considérablement amplifiées dans la crise pandémique. On peut en conclure, avec l'irruption des risques environnementaux, que les banques centrales vont être des acteurs essentiels de la transformation des marchés de capitaux impliquée par le développement durable. En conséquence, la politique macroprudentielle et la politique monétaire devront être étroitement liées.

■ CENTRAL BANK INNOVATIONS IN THE COVID-19 CRISIS

Global capitalism has undergone two systemic crises in twelve years, the Great Financial Crisis (GFC) and the Covid-19 crisis. The trigger was different, but the expansion of private and public debt over the financial cycle has generated similar financial vulnerabilities through interactions between debt and liquidity.

We study the dynamic of liquidity in both systemic crises to display the crucial role of money in the momentum of the financial cycle. We compare the financial linkages that have led to the drying up of liquidity in both crises.

We show the crucial role of central banks that have overstepped the limited and temporary role assigned by the utility theory of money to the lender of last resort. Money is the basic social link of market economies and the central bank is the institution safeguarding monetary sovereignty in crises. Central banks have innovated to take care of the money markets entirely and to supply credit to the non-financial private sector in tight coordination with governments.

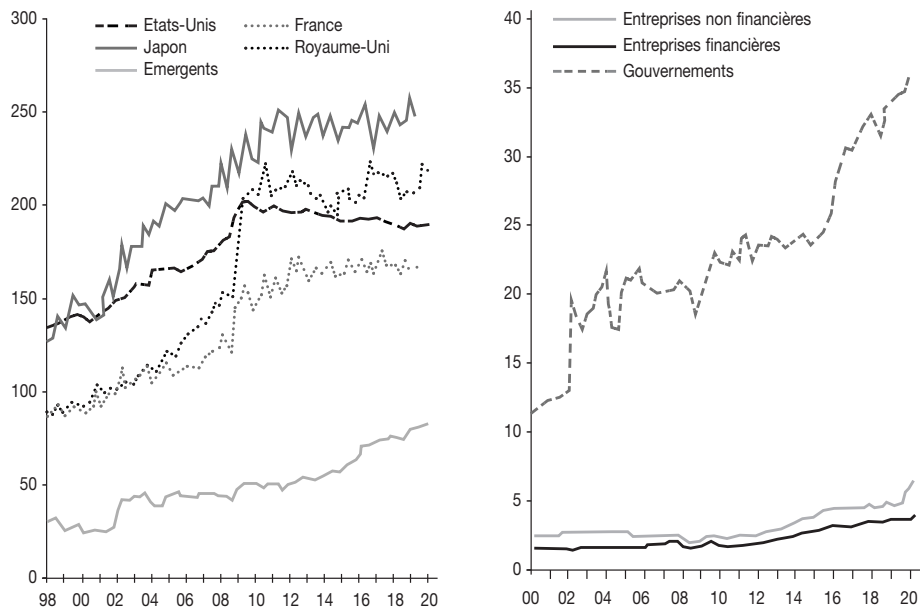
The irruption of environmental risks, exhibited in the pandemic crisis, allows concluding that central banks will be core actors in the transformation of capital markets required by sustainable development. Macroprudential and monetary policies should be implemented closely.

En ce début de XXI^e siècle, les pays prétendument avancés ont subi deux crises systémiques en douze ans : en 2008 la grande crise financière (GCF) et la crise pandémique de la Covid-19 en 2020. Elles sont distinctes par leur origine, mais étroitement liées par les impacts de la situation financière laissée par les réponses à la première sur la seconde. La différence apparente des deux crises est que, dans la première, le secteur financier a déstabilisé le secteur réel, alors que dans la seconde, le secteur réel a déstabilisé le secteur financier. Mais ce qui est commun dans le moment critique de la crise est la perception par l'ensemble des agents économiques du manque brutal de liquidité. Toute crise systémique est inaugurée par une pénurie de liquidité. Dans son rapport économique 2020, la Banque des règlements internationaux (BRI) parle de « *defining moment* », c'est-à-dire ce qui révèle les fondements et les valeurs d'une société, en l'espèce l'insoutenabilité du capitalisme global par la dégradation environnementale

multiforme et par les chaînes de valeur globales, exclusivement dédiées à la baisse des coûts pour la maximisation de la valeur des actionnaires. C'est la logique que la BRI a étudiée de longue date sous l'appellation de « cycle financier », résultant du gonflement de la finance sur l'économie réelle (cf. graphique 1).

Dans une première partie, nous mettrons en évidence le rôle pivot de la liquidité dans le cycle financier. Dans une seconde partie, nous comparerons les enchaînements qui ont conduit du passage de l'abondance à la pénurie de la liquidité dans les deux crises. Dans la troisième partie, nous montrerons le rôle crucial des banques centrales en tant que première ligne de défense de la liquidité et les innovations auxquelles elles ont procédé dans les deux crises pour stabiliser la finance et pour préserver le flux de monnaie vers les ménages et les entreprises. Cette analyse mettra en évidence l'importance cruciale de la coopération entre banques centrales et Etats.

Graphique 1 - Evolution du total des titres de créance émis (gauche) et par secteur dans les pays émergents (droite), en % du PIB, marché local et international



Sources : CEIC, Refinitiv, BRI.

Monnaie, liquidité, cycle financier

La monnaie n'est pas un bien que l'on désire individuellement comme une utilité. Chacun la désire parce que tous postulent que les autres vont la désirer. La monnaie peut donc se définir comme le mode d'existence d'un rapport social dans lequel les activités sont échangeables. Les transactions économiques sont reconnues valides par la société entière grâce à la finalité des paiements. C'est le processus par lequel la valeur économique est réalisée [Aglietta, 2016].

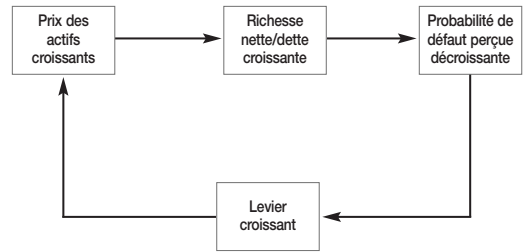
La liquidité est la richesse ultime puisque c'est la dette émise par la banque centrale qui est d'acceptation unanime. Avoir confiance dans la monnaie, c'est donc tenir l'ordre monétaire pour légitime. C'est pourquoi la conformité aux règles monétaires n'est pas une affaire de coûts et d'avantages. C'est une intériorisation de règles sociales. Mais la liquidité suscite aussi un désir illimité d'appropriation de richesse.

Cette double face de la monnaie, lien social des rapports marchands et objet du désir d'appropriation privée, en constitue l'ambivalence. C'est dans les interactions de la finance et de la monnaie à travers le système de paiement que cette ambivalence s'exprime par les changements dans la préférence pour la liquidité.

Pourquoi la finance est-elle mue par une dynamique de *momentum* ? Il en est ainsi lorsqu'elle fait face à l'incertitude qui empêche l'évaluation complète et univoque des actifs risqués. La recherche de la liquidité provoque une contagion, parce que les comportements des acteurs sont polarisés par la liquidité ; ce qui conduit à une transmission horizontale d'un comportement homogène, le mimétisme [Akerlof et Shiller, 2009]. Cela se produit aussi bien en finance dans la phase euphorique du cycle financier avec l'interaction entre l'augmentation de l'endettement et la hausse du prix des actifs que dans une pandémie avec le nombre de contaminés.

Dans le cas du cycle financier, le renforcement de la dynamique macroéconomique divergente en phase d'expansion peut être représenté par le schéma auto-référentiel *infra*.

Schéma 1 - Renforcement de la dynamique macroéconomique divergente en phase d'expansion

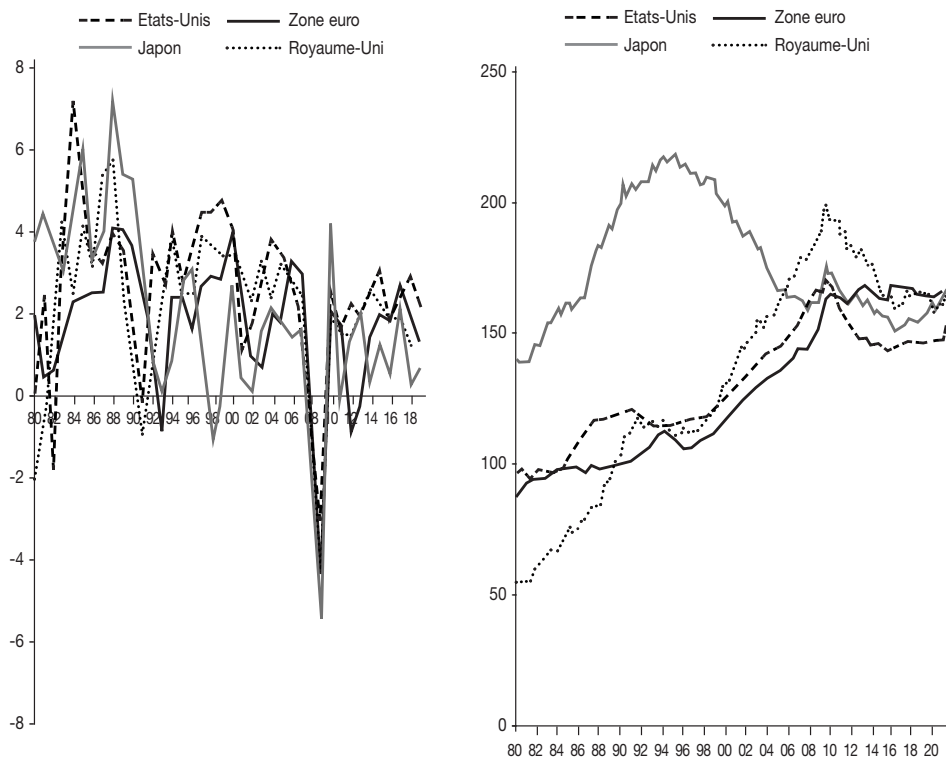


Source : d'après l'auteur.

L'accélération du crédit fait monter les ratios « dette/revenu » et « service de la dette/revenu des emprunteurs ». Certes un ralentissement de la croissance est possible dans le cycle conjoncturel, même si la dynamique du *momentum* se poursuit. Il est dû aux tensions sur le marché de l'emploi et aux pressions inflationnistes, mais il reste peu accusé car l'économie est soutenue par la poursuite de l'expansion financière qui ne dépend pas du ralentissement conjoncturel.

Au contraire, lorsque le cycle financier se retourne, le cycle conjoncturel suivant est fortement freiné dans son expansion et accentué dans sa récession par l'effet d'hystérésis négatif que la détérioration des bilans provoque sur les comportements de dépense des entreprises et des ménages. Si la phase d'expansion du cycle financier a été longue et puissante, l'excès d'endettement est à son point haut et il est largement répandu parmi les agents privés. Beaucoup d'agents économiques, voulant se désendetter en même temps, coupent leurs dépenses ; ce qui se répercute en baisse de leurs revenus. Le désendetterement est contrarié et les fragilités demeurent dans les bilans. La longueur de la phase dépressive du cycle financier peut étouffer la dynamique conjoncturelle, au point d'entraîner une altération de la croissance tendancielle. C'est la « stagnation séculaire », c'est-à-dire la réduction du

Graphique 2 - Evolution du taux de croissance réel (gauche) et du ratio de dette du secteur privé (droite), en % du PIB



Sources : CEIC, Refinitiv, BRI.

rythme tendanciel de croissance apparue, surtout en Europe, après la GCF (cf. graphique 2).

Dans le cycle financier, le retournement peut donc prendre plusieurs formes. Car, contrairement à un cycle conjoncturel, la reprise de conditions saines de croissance requiert au préalable l'absorption des pertes financières et la consolidation des bilans, à la fois des emprunteurs et des prêteurs. Si la déflation de bilan est mal gérée, la récession pourra être plus longue et plus profonde, suivie d'une phase de marasme. Or le *momentum*, par le poids excessif des dettes dans les bilans, engendre des vulnérabilités financières [Borio, 2014].

L'assèchement de la liquidité dans la GCF et dans la crise de la Covid-19

La GCF a été une crise engendrée dans le cycle financier des pays occidentaux, avec un foyer aux États-Unis polarisé sur les actifs immobiliers. La crise de liquidité, provoquée par la détérioration des bilans des ménages et des acteurs financiers, a entraîné une récession économique. Le reste du monde n'a été qu'indirectement

touché par les répercussions mondiales de cette récession. Au contraire, la crise pandémique a provoqué un effondrement de l'activité économique dans le monde entier, à cause d'une propagation foudroyante. Elle a atteint la finance qui était déjà grevée de niveaux d'endettement très élevés et de qualité de dettes détériorée. Les vulnérabilités de la finance ont fait retour sur les économies réelles.

■ La grande crise financière de 2008

Les crédits titrisés qui ont financé l'essor immobilier aux Etats-Unis étaient des portefeuilles de crédits *subprimes*, c'est-à-dire sans garanties adéquates. Ces crédits constituaient un segment particulier du marché hypothécaire américain. Dès février 2007, les agences de notation avaient dégradé des montants considérables de titres émis contre des pools de crédits immobiliers *subprimes*.

L'arrivée de la vulnérabilité financière dans la sphère des ménages peut être comprise au mieux à travers le mécanisme du prêt « *reset* », vulgarisé aux Etats-Unis dans la décennie qui précéda la crise des *subprimes*. Pour permettre aux ménages les plus modestes d'accéder à la propriété, les prêteurs proposaient des crédits à long terme, typiquement trente ans, dont les deux premières années à un taux d'intérêt d'appel très bas, suivis d'une redéfinition des conditions du prêt à des taux bien plus élevés. Ce sont les prêts dits « *2/28* ». C'était la technique du « *reset* ».

Puisque les « *resets* » impliquaient une très vive augmentation de la charge financière du service de la dette, comment pouvait-on maintenir une probabilité de défaut basse ? Par une hausse suffisante des prix immobiliers pour couvrir le montant du prêt restant dû, en cas d'une insuffisance de revenus face au service de la dette.

En revanche, lorsque les paiements requis ne pouvaient être honorés que par une renégociation du prêt ou par un financement supplémentaire, les emprunteurs

entraient dans un schéma de finance à la Ponzi, c'est-à-dire un schéma où la nouvelle dette sert à payer les intérêts de la dette existante. Dans ce schéma, l'augmentation des intérêts et de l'endettement nouveau fait boule de neige. Le processus ne peut se terminer que par le défaut sur la dette au moindre doute sur la valeur du collatéral, d'où le caractère dévastateur du retournement des prix immobiliers. En d'autres termes, ce modèle de crédit n'est soutenu que par la hausse des prix immobiliers. C'est pourquoi le retournement de ce marché a provoqué la crise financière.

Intéressons-nous à ce qui nous concerne ici : l'enchaînement de la crise systémique par la transmission de la crise du crédit à la crise de liquidité. Dans le cataclysme financier, les problèmes de liquidité du système bancaire international ont connu une acuité et une persistance sans précédent. Cela est dû à la manière dont le levier de crédit a été financé par les banques sur les marchés de capitaux en empruntant sur titres.

Le marché interbancaire, le marché des titres mis en pension ou vendus contre rachat (*repurchase agreement*) et le marché du papier commercial émis contre des crédits titrisés (*asset-backed commercial papers*, ABS) sont les générateurs de liquidité. A l'inverse, lorsque les agents munis d'épargne liquide à investir (fonds communs de placement monétaires, compagnies d'assurance, fonds de pension et grandes entreprises pour la gestion de leur trésorerie) perdent confiance dans la qualité des titres à court terme qui leur sont proposés, la liquidité du marché de gros des fonds liquides s'assèche brutalement.

Les véhicules spéciaux de la titrisation étaient les maillons faibles de la chaîne du crédit. La valeur de leurs actifs dépendait entièrement de la notation, tandis que leur passif avait un levier très élevé. La dégradation des actifs a donc immédiatement entraîné l'impossibilité de refinancer le papier commercial à court terme qu'ils émettaient et vendaient aux investisseurs. Une source de liquidité s'est subitement tarie. L'interaction entre la panne d'alimentation d'une catégorie d'agents financiers (*funding liquidity*) et le

gel d'un marché (*market liquidity*) a été directe [Aglietta et Rigot, 2009].

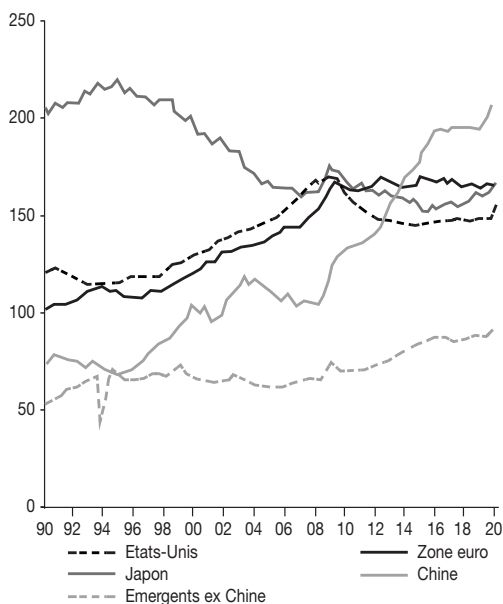
■ La crise Covid de 2020

L'irruption de la crise pandémique et sa propagation fulgurante dans le monde entier ont pris les responsables politiques par surprise dans la plupart des pays (*sudden stop*) [BRI, 2020]. Toutefois ce n'était pas un coup de tonnerre dans un ciel serein. L'orientation de la politique monétaire post-GCF a produit une inondation de liquidités en dollars. Comme la croissance a ralenti dans les pays qui avaient subi la GCF et comme les banques ont été contraintes par la régulation prudentielle Bâle III, en termes d'exigences de fonds propres et de réserves, l'intermédiation de la liquidité s'est dirigée vers les entreprises des pays émergents et a pris de nouvelles formes (cf. graphique 3). Le marché de gros mondial de la liquidité est devenu obligatoire et a été intermédié par le *shadow banking* international non réglementé, au lieu des banques commerciales. Cette nouvelle structure financière a rendu la liquidité hypersensible à la détérioration du crédit.

C'est pourquoi la crise Covid a eu des incidences financières redoutables. L'accroissement de l'endettement des entreprises aux Etats-Unis s'est redoublé d'une détérioration de sa qualité, à la fois dans l'univers *investment grade* et dans l'univers *high yield*. On a observé l'essor du crédit privé pour financer les rachats d'actions et les opérations de fusions-acquisitions sous l'impulsion du *private equity* (*leveraged loans*) et le recours au marché du papier commercial à cause du retrait partiel des banques commerciales du financement à risque. Au total, la part des crédits notés BBB (la plus basse note dans l'univers *investment grade*) est passée de 34 % des dettes des entreprises non financières en 2008 à 50 % en 2019.

Dans de nombreux pays émergents et en développement, la situation est devenue critique. L'endettement des entreprises a progressé de 82 % entre 2008 et 2017. La surabondance de la liquidité en dollars à partir de 2009 a encouragé l'endettement en dollars

Graphique 3 - Evolution du ratio de dette du secteur privé, en % du PIB



Sources : CEIC, Refinitiv, BRI.

des entreprises non financières. Le *shadow banking*, à la recherche de plus-values d'arbitrage, a acquis des obligations américaines bon marché (*treasury bonds*) pour financer les émissions d'obligations de ces entreprises et pour leur faire des prêts risqués (crédit privé). Celles-ci ont subi un double risque, financier et de change, lorsque la balance des paiements de ces pays s'est détériorée avec la baisse des prix des matières premières et la contraction du commerce extérieur dans la récession mondiale. Cela a provoqué le retrait des capitaux de leurs prêteurs, lequel a entraîné la dépréciation de leurs devises vis-à-vis du dollar. Il en a résulté un déclassement des notations des entreprises BBB en catégorie spéculative [FMI, 2020].

La dégradation des notations fait plonger la valeur de marché des obligations d'entreprises. Car lorsque les titres risqués entrent dans les catégories *high yield*, les marchés secondaires sont bien plus étroits. D'une part, la vente obligatoire de ces actifs par les investisseurs institutionnels, qui suivent un *benchmark*, fait

plonger leur prix et, d'autre part, le manque de *market making* crée une forte volatilité. Des *spreads* d'obligations d'entreprises élevés, provoqués par des dégradations de notations, entravent la capacité des entreprises concernées à « rouler » leurs obligations arrivées à échéance, car la liquidité a disparu sur les marchés secondaires. La contagion entre les marchés a fini par produire une ruée vers la liquidité pure dans toutes les classes d'actifs dans la première quinzaine de mars 2020. Les marchés ne se sont stabilisés qu'après le déploiement par les banques centrales de moyens d'une innovation extraordinaire.

Les banques centrales en première ligne de défense de la liquidité

Les crises systémiques, dont le moment de basculement (moment Minsky) est la panique pour la liquidité, sont gérées par les banques centrales par la prise en charge du marché monétaire, d'une part, le sauvetage des banques et autres institutions financières, d'autre part. On verra que, par son origine dans l'économie réelle, la crise pandémique a requis que les banques centrales s'aventurent sur le terrain insolite de fourniture directe de fonds à des acteurs privés non bancaires [BRI, 2020, ch. 2, pp. 37-63].

Dans la GCF, comme dans la crise pandémique, les banques centrales ont pris des initiatives qui élargissent considérablement la fonction de prêteur en dernier ressort. Si les moyens diffèrent l'objectif prépondérant est le même : d'une part, s'assurer que le flux de crédits au secteur non financier ne se tarit pas, à la suite de la pénurie de liquidités ; d'autre part, restaurer la confiance pour entretenir ou rétablir la dépense privée. Enfin la fonction de prêteur en dernier ressort est étroitement liée aux deux autres fonctions des banques centrales, la politique monétaire, d'un côté, la supervision et la réglementation des banques, d'un autre côté.

■ Élargissement de la fonction du prêteur en dernier ressort dans la GCF

Les banques centrales ont été en première ligne dès le 9 août 2007, lorsque la liquidité s'est brusquement contractée sur le marché interbancaire, après la mise en faillite de fonds d'investissement de taille assez modeste. Très vite, elles se sont aperçues que le problème était ardu et ne pouvait pas être géré par le seul canal des banques commerciales qui ont un accès privilégié à la monnaie de la banque centrale.

En premier lieu, les banques centrales ont dû allonger la durée de leurs prêts en dernier ressort, lorsque les banques ont été forcées de réintermédiaire les positions à risque des conduits et autres véhicules spéciaux qu'elles avaient créés pour extérioriser leurs risques. Devant cette situation, la Federal Reserve (FED) des Etats-Unis augmenta la liquidité mise sur le marché monétaire et abaissa son taux d'intérêt directeur en septembre 2007, mesure suivie par une cascade de baisses avec l'aggravation de la crise, de 5,25 % à 1 % en novembre 2008. A partir de la fin de 2007, la crise s'aggrava par étapes, conduisant la FED à des innovations successives : création de la TAF (*term auction facility*) en décembre 2007 pour que la liquidité d'urgence soit désormais fournie par un processus anonyme d'enchères ; la TSLF (*term securities lending facility*) à la suite de la faillite surprise de la banque Bear Stearns qui assécha la liquidité du marché interbancaire. La FED acceptait d'échanger des titres hypothécaires devenus illiquides sur le marché monétaire contre des obligations publiques que les banques pouvaient ensuite revendre sur le marché. De manière plus spectaculaire, la FED a dû prendre en charge la résolution des faillites bancaires avec le soutien du Trésor, sauvant ainsi des banques d'investissement hors de son périmètre de réglementation.

A partir de juillet 2008, la crise prit une nouvelle tournure avec la menace sur les deux agences pivot du marché hypothécaire américain, Fannie Mae et Freddie Mac, dont la faillite allait entraîner l'effondrement complet du marché hypothécaire américain. La FED est devenue le bras armé du Trésor en garan-

tissant une ligne de crédit illimitée, tandis que le Trésor prenait le contrôle des agences le 10 septembre 2008. Quelques jours plus tard, la faillite de Lehman Brothers allait paralyser entièrement le marché monétaire international. La crise cessait d'être essentiellement américaine.

Dans cette situation dramatique, les banques centrales entreprirent une action coordonnée pour alléger le stress extrême qui s'était emparé des marchés de gros de la monnaie à très court terme, en déployant une gigantesque intervention en dernier ressort⁽¹⁾ dans des accords de *swaps* destinés à fournir les dollars partout dans le monde. Mais cette action n'a pas suffi. Des initiatives bien plus insolites ont dû être prises.

Le besoin de liquidités des banques était entretenu en permanence par le manque de capital en face de créances douteuses qui gagnaient de nouvelles catégories de crédit, paralysant le financement des économies. Les banques centrales et les gouvernements ont dû agir de concert. Pour la première fois, la FED s'est résolue à prêter directement aux entreprises à la place des banques en achetant du papier commercial, mais aussi du crédit titrisé, tandis que le gouvernement garantissait les créances interbancaires. Le résultat fut une augmentation de la taille du bilan des banques centrales et la dégradation spectaculaire de la qualité des actifs en contrepartie de la monnaie qu'elles créent.

Concluons sur la signification de cette évolution insolite. Les banques centrales ont dû centraliser tout le financement de l'économie pour conjurer les forces destructrices de la déflation de bilan des institutions financières dans les pays les plus atteints par la crise immobilière. Elles ont assumé le financement des économies en prenant les risques de crédit avec le soutien des pouvoirs publics. Cette coopération a mené les taux d'intérêt à 0.

■ Les banques centrales à l'épreuve de la crise pandémique

Les lignes de défense de la liquidité créées lors de la GCF sont toujours en service ou peuvent être réac-

tivées sans délais. Toutefois les particularités de la crise pandémique suscitent de nouveaux défis.

D'abord, la crise est pleinement mondiale ; elle englobe les pays émergents et en développement. Ces pays sont frappés par la fragmentation des chaînes de valeur globales dont ils sont des maillons. Ils sont lourdement endettés en dollars dans les marchés obligataires publics et privés. La crise y entraîne donc des sorties de capitaux qui déprécient leurs devises et font grimper les *spreads* obligataires, qu'ils soient libellés en dollars ou en monnaies nationales, qu'ils soient sur des obligations publiques ou privées.

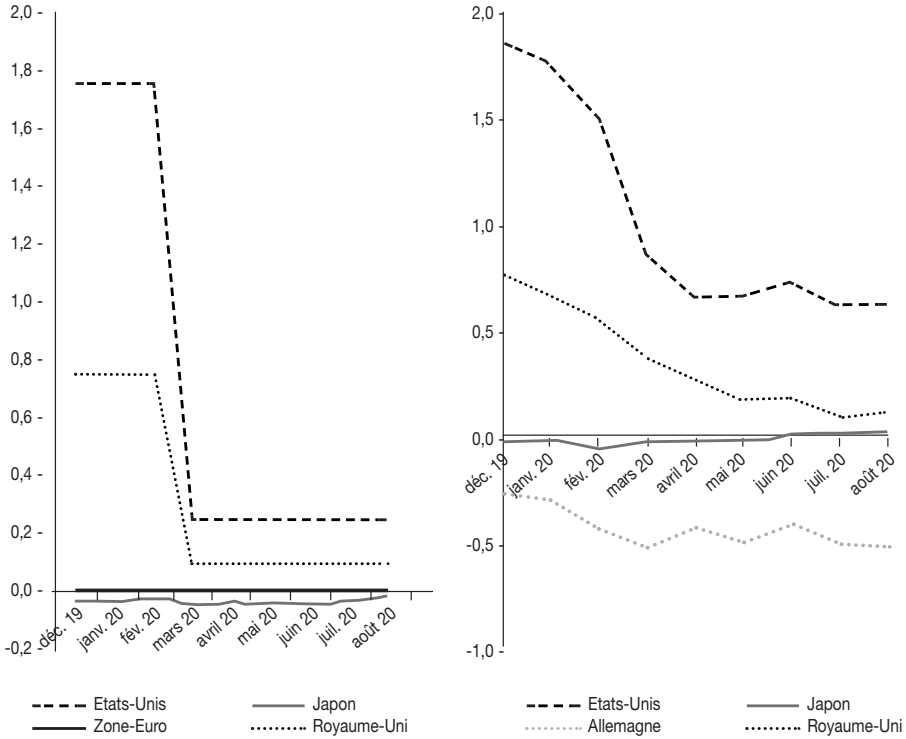
Ensuite la crise parcourt les nouveaux canaux de financement établis post-GCF. Les banques commerciales doivent respecter des exigences de fonds propres et de réserves liquides en rapport avec l'émergence d'une régulation macroprudentielle. Mais les marchés obligataires, qui ont pris un grand essor dans la décennie 2010, mobilisés par le *shadow banking* non réglementé, ont engendré de nouvelles vulnérabilités financières. Car les investisseurs financiers non bancaires, finançant leurs achats d'actifs d'entreprises par émission de dette à court terme, ont dû vendre des actifs en catastrophe pour couvrir les appels de marge, lorsque la ruée pour la liquidité s'est intensifiée en mars 2020.

Enfin la crise a provoqué une paralysie initiale des économies réelles qui laisse des séquelles à la fois sur l'offre et la demande et a créé des vulnérabilités financières issues des bilans des entreprises non financières et des ménages. Elles se répercutent dans la finance et font retour sur l'économie réelle.

La plupart des grandes banques centrales avaient déjà leurs taux directeurs au voisinage de zéro. La FED a abaissé le sien pour aplatir la courbe des taux (cf. graphique 4 p. 279).

Devant ces nouveaux enchaînements systémiques, les banques centrales ont dû intervenir à une échelle et avec une envergure jamais observée auparavant. D'après le rapport économique 2020 de la BRI, la

Graphique 4 - Evolution des taux directeurs (gauche) et à dix ans (droite)



Sources : Bloomberg, CEIC, Refinitiv.

FED a acheté plus de 1 trillion de dollars d'obligations souveraines en quatre semaines, autant que de novembre 2008 à juin 2011. La Banque centrale européenne (BCE) a acheté 1,35 trillion d'euros, soit la moitié du total de son programme d'achats de titres souverains entre 2014 et 2018.

Poursuivant les innovations introduites lors de la GCF, les banques centrales agissent plus que jamais en teneurs de marché en dernier recours. Ainsi, en mars 2020, la FED a dû acheter 160 Md\$ de titres, en établissant une facilité spéciale pour les *money market funds*, principaux investisseurs dans le marché du papier commercial. De leur côté, la banque centrale

du Japon et celle de Corée du Sud se sont engagées à des achats illimités d'obligations souveraines. De manière plus large, plusieurs banques centrales de pays émergents ont initié un assouplissement quantitatif pour soutenir la liquidité sur les marchés obligataires en monnaie locale. La BCE a créé son PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Program*) pour réduire les *spreads* obligataires souverains entre les pays membres. De nombreuses banques centrales de pays avancés et émergents ont acheté des variétés d'actifs du secteur privé (papier commercial, obligations d'entreprises, ABS et même des actions).

Enfin, pour fournir la liquidité en dollars mondialement, la FED a étendu ses lignes de *swaps* en

dollars, de cinq banques centrales dans la GCF à quatorze banques centrales, de manière à limiter la volatilité des taux de change. Pour aller plus loin, elle a introduit une facilité d'emprunt, permettant aux banques centrales étrangères d'emprunter directement de la liquidité en dollars en utilisant leurs avoirs de titres souverains des États-Unis en collatéral.

Dans la phase de la crise qui s'amorce à l'automne 2020, les risques de liquidité vont se transformer en risques de solvabilité, parce que la restructuration de l'offre va laisser de nombreuses entreprises en difficulté et que le rétablissement de la demande n'est pas complètement au rendez-vous. Les banques centrales vont devoir s'appuyer sur les banques commerciales pour redonner vie au crédit en faveur des PME. En tant que superviseurs des banques, les banques centrales ont assoupli les contraintes de bilan et de liquidité, tandis que les gouvernements fournissaient des garanties sur les prêts bancaires aux PME. Car les lignes de crédit bancaire sont cruciales, surtout lorsque le marché du papier commercial se ferme aux firmes à bilans fragiles. Plus généralement les banques centrales vont devoir lutter contre les pressions déflationnistes et donc conserver des niveaux élevés de titres souverains dans leurs bilans.

En matière de conclusion, les banques centrales et le futur de l'écologie politique

La BRI reconnaît que l'héritage de la crise Covid va s'étendre sur une longue période. La mission des banques centrales va être de contribuer à établir les bases d'une croissance soutenable. Car le modèle d'affaire en vigueur avant la crise, dédié à la valeur actionnariale et prônant la neutralité de la monnaie, n'est plus viable. Il va falloir apprendre à vivre avec des niveaux élevés de dettes publiques, car les dépenses publiques seront essentielles à l'investissement dans les biens communs qui participent à la maîtrise du changement climatique.

Tenir compte des risques climatiques dans la structure des collatéraux acceptés par les banques centrales fait partie de leur mandat. Cela permettrait d'abaisser la valeur des actifs intensifs en carbone dans les marchés financiers et de signaler ainsi aux investisseurs financiers l'importance d'incorporer le risque climatique dans les évaluations en stimulant les prix des actifs verts, de manière à réduire les coûts de financement des investissements dans ces secteurs. Car les banques centrales sont des acteurs essentiels de la transformation des marchés de capitaux, impliquée par le développement durable. Cela conduit à intégrer plus étroitement la politique macroprudentielle et la politique monétaire.

En qualité d'autorités prudentielles et régulatrices de la finance, les banques centrales peuvent imposer une gestion des risques environnementaux, en incorporant les risques physiques et de transition dans les tests de résistance (*stress tests*). Elles peuvent ajuster les collatéraux qu'elles acceptent pour tenir compte de la sous-évaluation des risques environnementaux par les intermédiaires financiers.

Dans les opérations de politique monétaire, les banques centrales peuvent soutenir les marchés des actifs tournés vers le développement durable. Les banques centrales, qui poursuivront un agenda de durabilité selon ces différentes voies, devront être attentives à la qualité de la coordination avec d'autres entités publiques.

Note

1. La FED engagea 180 Md\$, la Banque centrale européenne (BCE) 110 Md\$, la Banque du Japon 60 Md\$, la Banque d'Angleterre 40 Md\$, la Banque nationale de Suisse 27 Md\$ et la Banque du Canada 10 Md\$.

Bibliographie

AGLIETTA M., *La monnaie entre dettes et souveraineté*, Odile Jacob, 2016.

- AGLIETTA M. ; RIGOT S., *Crise et rénovation de la finance*, Odile Jacob, 2009.
- AKERLOF G. ; SHILLER R., *Animal spirits*, Princeton University Press, 2009.
- BORIO C., “The Financial Cycle and Macroeconomics: What Have We Learnt?”, *Journal of Banking and Finance*, n° 45, 2014, pp. 182-198.
- BRI, Annual Economic Report 2020, Banque des règlements internationaux, 2020.
- DREHMANN M. ; BORIO C. ; TSATSARONIS K., “Characterizing the Financial Cycle: Don’t Lose Sight of the Medium Term”, BIS Economic Papers, n° 380, juin 2012.
- FMI, Global Financial Stability Report, “Chapter 1: Global Financial Stability Overview: Markets in the Time of Covid-19”, Fonds monétaire international, 2020.
- MINSKY H., *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, 1986.
- ORLÉAN A., *Le pouvoir de la finance*, Odile Jacob, 1999.
- SUMMERS L., “Secular Stagnation and Macroeconomic Policy”, *IMF Economic Review*, vol. 66, n° 2, 2018, pp. 226-250.

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 Lobe, *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^e 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