

Conférence à Toulouse Business School

25 novembre 2021

Quels défis et quels risques pour le système financier en sortie de crise ?

Discours de Denis Beau, Premier sous-gouverneur

Mesdames, Messieurs,

Je suis heureux d'être parmi vous aujourd'hui à la Toulouse Business School pour un échange sur les défis et les risques auxquels fait face le système financier en sortie de crise. **Ce moment de sortie de crise est charnière pour le système financier à plusieurs titres** : pour les perspectives macroéconomiques qui influencent grandement le cycle financier et les risques qu'il génère pour la stabilité financière -et j'entends par là la vigueur et la solidité de la reprise, mais aussi l'évolution de l'inflation et la conduite de politique monétaire-, mais aussi en ce qui concerne les évolutions non cycliques et plus structurelles du système financier, déjà à l'œuvre avant 2020. Il s'agit notamment des défis associés à la digitalisation qui bousculent les modèles d'affaires des acteurs financiers traditionnels, mais aussi des risques cyber et ceux liés à la transition climatique, qui sont là pour durer, mais qui appellent des réponses rapides.

C'est pourquoi je vais développer mon propos en trois temps. Je commencerai par quelques considérations sur la situation macroéconomique de la France et de la zone Euro, puis sur la capacité de résistance aux chocs cycliques auxquels le système financier fait face en sortie de crise et enfin les nouveaux défis dont la crise a accru l'acuité.

1. Sur la situation macroéconomique, notre appréciation peut se résumer en deux mots : confiance et vigilance [SLIDE 2]

1.1 Il s'agit d'abord de la confiance dans la vigueur et la solidité de la reprise

Après le choc sans précédent lié à la lutte contre la pandémie, l'économie française a bénéficié d'une reprise forte, supérieure à nos attentes, malgré les vents contraires qu'ont représenté dans de nombreux secteurs les difficultés d'approvisionnement et de recrutement. Selon notre dernière enquête de conjoncture menée début novembre, l'activité aurait retrouvé au cours du troisième trimestre le niveau qui prévalait avant la crise, alors qu'il y a six mois nous n'attendions ce rétablissement qu'au cours de la première partie de 2022. Ainsi, nous anticipons une hausse du PIB d'au moins 6,3 % pour l'ensemble de l'année 2021, et une progression de l'ordre de 3,75 % en 2022. À moyen terme notre prévision de croissance privilégie un retour progressif de la croissance à sa vitesse de croisière pré-covid, soit entre 1% et 2 % pour la France.

1.2 La vigilance porte sur l'évolution de l'inflation

A ce stade notre diagnostic est que la hausse récente de l'inflation en France, comme dans la zone euro dans son ensemble, est de nature temporaire mais pourrait durer plusieurs trimestres ; l'inflation en France est aujourd'hui comprise entre +2,2 et +2,7 %, selon les indices, mais notre scénario central est qu'elle redescendra sous les 2 % d'ici la fin de l'année 2022. Cette hausse est liée à une normalisation après le creux de 2020, qui concerne à la fois le prix du pétrole mais aussi certains services privés très affectés par la crise sanitaire. En France, par rapport à septembre 2019, les prix à la consommation n'ont en effet augmenté que de 1,5 % en rythme annuel et les prix hors énergie et produits alimentaires de 1,0 %. Cette hausse de l'inflation est également liée à des pénuries sectorielles, qui ne viennent pas d'une demande globalement excessive, mais d'une demande inégalement répartie et répartie plus vite que l'offre, offre soumise à des goulets d'étranglement dans un contexte de stocks inhabituellement bas lors de la sortie de crise. De ce fait, les hausses de prix qui touchent principalement les matières premières et certains biens intermédiaires devraient s'estomper à mesure que l'offre et les stocks se normalisent par rapport à la demande, même si ce processus peut encore prendre un certain temps. Autrement dit, notre scénario central n'est ni une surchauffe inflationniste, ni la stagflation.

Dans un tel contexte, la conduite de la politique monétaire doit éviter deux risques :

- La sur-réaction à des hausses de prix principalement temporaires, d'autant que la zone euro vient de traverser une longue période avec une inflation et des anticipations trop basses.
- Le manque de vigilance dans le cas où les anticipations d'inflation des agents économiques dériveraient excessivement par rapport à la cible de 2% et où les salaires réels tendraient à accélérer au-delà des gains de productivité.

C'est pourquoi le contexte actuel paraît propice pour permettre au système des banques centrales de la zone euro, l'Eurosystème, de sortir prochainement des mesures exceptionnelles temporaires prises suite à la diffusion de la pandémie, c'est-à-dire du PEEP, le programme d'achat de titres spécifique mis en place à l'occasion de la crise et disposant d'une enveloppe totale de 1850 milliards d'euros, mais pas d'opérer un changement rapide d'orientation de la politique monétaire très accommodante actuellement en cours, ainsi que l'ont rappelé au cours des dernières semaines la Présidente de la Banque Centrale Européenne et le Gouverneur de la Banque de France.

2. J'en viens maintenant à mon second point sur les leçons que l'on peut tirer de la crise sur la résistance aux chocs de notre système financier, en commençant par deux constats :

2.1 En dépit du violent choc provoqué par la pandémie de la COVID 19, le secteur bancaire, notamment français et européen, s'est montré résilient

La crise Covid constitue une occurrence singulière dans la longue histoire des crises économiques, étant exogène à tout choc cyclique ou financier. Les banques ont abordé la crise sanitaire avec une solvabilité significativement meilleure que lors de la grande crise financière grâce au renforcement du cadre réglementaire engagé après 2008, les fameux accords de « Bâle III ». Deux aspects du cadre réglementaire sont particulièrement importants au regard de la crise que nous venons de vivre [SLIDE 3] :

- Le premier est d'avoir imposé aux institutions bancaires le renforcement de leurs fonds propres (le numérateur du ratio de solvabilité), en quantité comme en qualité. À titre d'illustration, les 6 principales banques françaises¹ ont presque triplé le montant de leurs fonds propres « durs », ou *Common equity tier 1* (CET1), entre fin 2008 et septembre 2021, et leur ratio de solvabilité CET1 est passé en moyenne sur cette période de 5,8 % à 15,3 %.
- Le second est d'avoir mis en place des coussins de liquidités, dont l'absence avait pu être mise en lumière par la faillite de Lehman Brothers en 2008 ; c'est l'instauration du ratio de couverture des besoins liquidités (*Liquidity Coverage Ratio – LCR*) qui impose aux banques de disposer d'une quantité suffisante d'actifs liquides et sûrs pour faire face aux

¹ BNP Paribas, Société générale, Groupe Crédit agricole, BPCE, Groupe Crédit mutuel et la Banque postale.

besoins de liquidités auxquelles elles pourraient faire face dans un scénario de stress de marché. Ce LCR doit être supérieur ou égal à 100 %. La crise COVID n'a pas eu d'effet négatif sur ce ratio, au contraire : le LCR agrégé des 6 principales banques françaises est passé de 133% à fin 2019 à 164% à fin 2020.

Le renforcement, lié aux réformes réglementaires, de la situation financière des banques, associé aux mesures de soutien exceptionnelles des gouvernements et de la BCE, ont permis aux banques de maintenir leurs concours au financement de l'économie, même dans une conjoncture fortement dégradée, et d'assurer une bonne transmission des mesures de soutien public. La distribution du crédit par les banques à l'économie réelle est ainsi restée très dynamique : l'encours de crédit aux ménages et entreprises non financières des grands groupes bancaires français a ainsi progressé de 7,4% entre fin 2019 et juin 2021, pour s'établir à 3 548 milliards d'euros. Cette capacité de soutien des banques est d'autant plus nécessaire en Europe où, contrairement aux économies anglo-saxonnes, le crédit bancaire représente la source principale de financement : à titre d'illustration, le crédit bancaire représente environ 70 % du financement des entreprises en zone euro, alors qu'il avoisine 40 % aux États-Unis. Il importe qu'en sortie de crise et dans la phase de forte reprise que nous connaissons, ce soutien soit maintenu. Cela passe par une bonne maîtrise des risques, en particulier de crédit, auxquels les banques se sont exposées en jouant ainsi ce rôle de soutien aux ménages et aux entreprises.

Ce rôle n'a pas conduit jusqu'à présent à une hausse durable des ratios de prêts non performants. Mais la vigilance doit rester de mise pour qu'il en reste ainsi, dans un contexte où la vulnérabilité aux chocs des ménages et des entreprises s'est nécessairement accrue avec la hausse de leur endettement que la crise a provoquée.

D'où l'importance dans ce contexte de la finalisation de l'accord de Bâle 3 [SLIDE 4]. L'heure est en effet à la transposition dans la réglementation européenne du dernier volet des accords actés en décembre 2017. Après l'augmentation des fonds propres et l'introduction de nouvelles exigences en matière de liquidité, ce dernier volet vise à renforcer la façon dont les banques mesurent leurs risques (risques de crédit, de marché et opérationnel). La publication de la proposition de la Commission le 27 octobre dernier pour le paquet bancaire CRR3/CRD6 est à cet égard un pas majeur.

2.2 Mon second constat concerne la résilience des acteurs de la finance non bancaire **[SLIDE 5]**

Malgré la prépondérance du crédit bancaire, le secteur de la finance non bancaire au niveau européen a enregistré une croissance significative au cours des 10 dernières

années passant de 25 à 46 mille milliards d'euros et représente dorénavant 51% des actifs financiers au niveau mondial. En France, il est passé de 4 à 6 mille milliards d'euros. Cette croissance est majoritairement liée au développement des actifs gérés par les fonds d'investissement. En 2021, 37% des encours de dettes des sociétés non financières françaises étaient financés sur les marchés. Ces sources de financement alternatives au crédit bancaire bénéficient essentiellement aux administrations publiques de la zone euro (53 % de la dette de marché), aux sociétés financières (39 %) et parmi les sociétés non financières (8 %) aux grandes entreprises, qui ont recours de façon croissante à des émissions obligataires directement sur les marchés. C'est une évolution que les autorités ont encouragée depuis de longues années : cette diversification des sources de financement pour l'économie présente l'avantage de compléter l'offre de crédit bancaire et de diminuer la dépendance de l'économie réelle vis-à-vis des banques, dont les développements de la crise financière de 2008 avaient démontré les enjeux systémiques. Elle participe également au besoin de meilleure mobilisation de l'épargne des ménages et des sociétés non financières— près de 220 milliards d'euros au niveau européen— au profit de l'investissement productif.

Néanmoins, la crise sanitaire a mis en lumière un certain nombre de vulnérabilités du secteur financier non bancaire ainsi que l'impact systémique potentiel induit par des interconnexions fortes entre les secteurs économiques et financiers [SLIDE 6]. Des tensions sont ainsi apparues sur les fonds monétaires qui ont subi des retraits de fonds à leur passif, des investisseurs désireux de détenir des liquidités afin de faire face à d'éventuels pertes de revenus suite au premier confinement. Ces mouvements à leur passif ont entravé la capacité des fonds monétaires à maintenir à leur actif une offre de financement de court terme pour les entreprises. Le caractère problématique du tarissement brutal par les fonds des financements apportés aux sociétés non financières, ont mis en lumière les risques pour la stabilité financière et la continuité du financement de l'économie réelle d'un cadre prudentiel lacunaire pour les fonds, négligeant la dimension systémique de leurs activités. Il est fondamental que les risques de contagion et de liquidité portés par les fonds monétaires soient mieux pris en compte. Cela implique une révision du cadre microprudentiel applicable aux fonds ouverts et en particulier aux fonds monétaires, qui est en cours au niveau international dans le cadre du Financial Stability Board, et qui devrait aboutir dans les deux prochaines années.

2.3 La vulnérabilité du système aux cycles et aux chocs économiques doit faire l'objet d'une approche macroprudentielle complète, au-delà du renforcement de la résilience individuelle

Dans cette sortie de crise, pour conforter la résilience du secteur financier et prévenir le développement de vulnérabilités trop fortes, il importe qu'une politique macroprudentielle active

soit mise en œuvre. Je voudrais rappeler ici que le développement d'une politique macroprudentielle pour le secteur bancaire a constitué un volet majeur des réformes post-Lehman. L'objectif de la politique macroprudentielle est de limiter le risque systémique, c'est-à-dire un dysfonctionnement du système financier dans son ensemble (ou d'une large part de celui-ci), conduisant à une dégradation significative de la capacité du système à assurer ses fonctions fondamentales, l'offre de services financiers, avec des conséquences macroéconomiques. La situation actuelle du cycle économique, de dynamique soutenue du crédit à l'économie réelle et d'une situation de taux bas, est particulièrement propice à la mise en place des garde-fous pour prévenir une accentuation des déséquilibres de marché, c'est ce qui est fait en France. Le Haut Conseil de Stabilité Financière (HCSF) a abaissé dès 2018 la limite d'exposition dite « grands risques » pour les banques vis-à-vis des sociétés non financières les plus fortement endettées. Par ailleurs, la recommandation du HCSF portant sur l'amélioration des conditions d'octroi du crédit immobilier résidentiel –tant en maturité qu'en taux d'effort- a été transformée en norme à compter du 1^{er} janvier 2022 et nous jugeons que les progrès très matériels accomplis depuis la mise en place de cette recommandation seront ainsi préservés au mieux pour protéger les ménages dans leur accès à la propriété et pour garantir la pérennité du modèle français de crédit immobilier.

3. J'en viens maintenant à mon dernier point sur les défis plus structurels auxquels le système financier doit aussi faire face et que la crise non seulement n'a pas effacés mais a contribué à amplifier

3.1 Le premier défi est l'impact de la digitalisation de nos économies sur les modèles d'affaire des intermédiaires financiers [SLIDE 7]

Bien avant la crise, l'exploitation de nouvelles opportunités numériques dans les services financiers et de paiements **s'est accompagnée de l'émergence de nouveaux acteurs, les entreprises technologiques**. Le modèle de ces entreprises se fonde sur la décomposition des activités de la banque universelle traditionnelle en une série de fonctions essentielles distinctes, telles que l'acheminement des paiements, la fourniture de financements, le partage des risques et la répartition des capitaux, qui sont réassemblées sur une plateforme en ligne, qui assure l'interface avec l'utilisateur. Dans ce modèle, le contrôle de la plateforme est plus stratégique que l'offre de services financiers elle-même, qui peut être externalisée à des tiers, comme les banques.

Les changements induits sur le secteur financier par l'apparition de ces entreprises technologiques, les start-ups du secteur de la Fintech et les Bigtechs, sont d'ampleur différenciée. Les start-ups du secteur de la Fintech n'ont pas les ressources en capital

suffisantes pour « perturber » les acteurs en place et leur rôle est déterminé par l'alternative suivante : coopérer voire passer sous le contrôle d'un acteur établi ou entrer en concurrence sur des segments de niche, tel que le financement participatif, l'activité de prêt en ligne ou les paiements. **L'impact s'annonce tout autre avec les Bigtechs qui disposent de ressources financières massives**, d'une forte image de marque, d'une clientèle constituée à l'échelle mondiale et un accès privilégié aux technologies de pointe. La force exercée par les entreprises technologiques, si on lui laisse le champ libre, peut conduire à rebattre les cartes de l'intermédiation financière. À mon sens, celle-ci pourrait avoir lieu autour de la combinaison de plusieurs modèles qui incluraient :

- le modèle traditionnel d'intermédiaire bancaire
- le modèle d'intermédiation non bancaire
- le modèle dit « réintermédié », dans lequel Fintechs et Bigtechs jouent le rôle d'intermédiaire pour les banques
- et un modèle décentralisé

Le domaine des paiements est plus particulièrement emblématique de ces évolutions, qui ont été accentuées par la crise, et de cette perspective de redistribution des rôles [SLIDE 8]. La crise sanitaire a eu un impact majeur sur ce secteur puisqu'elle a amplifié et accéléré l'utilisation de solutions de paiement dématérialisées.

La plus grande numérisation des paiements rend problématiques deux phénomènes déjà existants : **la fragmentation du marché européen des paiements et le rôle des acteurs non-européens, qui sont mieux structurés et bénéficient de moyens plus conséquents**. Ainsi, le marché européen, qui souffrait déjà d'une dépendance ancienne aux réseaux internationaux de carte de paiement, risque de voir sa dépendance aux géants du numérique renforcée par la crise. Outre ces dépendances renforcées, de nouveaux actifs, services et technologies viennent concurrencer les services traditionnels : qu'ils soient des crypto-actifs, dont les stablecoins, ou de l'ordre de la finance décentralisée, reposant essentiellement sur des blockchains [SLIDE 9]. Pour répondre à la problématique soulevée par l'apparition des technologies décentralisées, des évolutions réglementaires importantes sont en cours au niveau européen. Ainsi, le projet de règlement Markets in crypto-assets (MiCA) vise à mieux encadrer les émetteurs de crypto-actifs, en particulier les stablecoins, ainsi que les prestataires de services sur ces crypto-actifs (les plateformes d'échange, les fournisseurs de portefeuille électronique). Ce projet vise également à veiller à ce que ces actifs ne constituent pas des moyens de paiement déguisés, assujettis à un cadre réglementaire plus favorable que les acteurs traditionnels des paiements. Des actions complémentaires sont également nécessaires à l'égard des grands acteurs du numérique, au-delà des aspects qui concernent la finance décentralisée. Les superviseurs ne peuvent pas être

dépourvus de moyens d'action vis-à-vis des géants du numériques tandis que les autres entités régulées, les banques en particulier, de plus en plus dépendantes de ces acteurs auxquels ils auraient abandonné une large part de la chaîne de valeur financière, porteraient tout le poids de la réglementation et des risques, sur leur bilan, sans avoir pleinement la capacité de gérer correctement les risques décidés, en réalité, par leurs partenaires. À cet égard, le Digital Market Act vise à s'assurer que les BigTechs n'abusent pas de leur position dominante, notamment dans le secteur des paiements. Le Data Governance Act est aussi crucial, qui a pour objectif de renforcer les garanties sur les données de paiement pour mieux protéger la vie privée, qui pourrait passer par une localisation des données de paiement en Europe. **Répondre aux problématiques soulevées par la transformation du paysage des paiements implique aussi des évolutions opérationnelles.** Des initiatives importantes sont ainsi en cours de préparation de la part du secteur privé d'abord avec en particulier l'European Payment Initiative (EPI). L'EPI doit enfin permettre d'offrir à l'ensemble des européens une solution de paiement du quotidien moderne intégrant carte et solution mobile, pour payer en magasin, sur internet ou entre amis. Les banques centrales pourraient avoir à jouer un rôle plus opérationnel aussi [SLIDE 10]. Nous devons préserver mais aussi promouvoir le rôle d'ancrage de la monnaie de banque centrale (en tant qu'actif de règlement sûr) ; à l'ère du numérique, ce rôle d'ancrage pourrait passer par l'émission de monnaie numérique de banque centrale (aussi bien sur le marché interbancaire -wholesale- que dans l'usage quotidien - retail). La Banque de France mène de ce fait des investigations/expérimentations sur ce sujet afin d'être prête — si nécessaire — à émettre ce type d'instruments sur le marché. Elle s'inscrit à cet égard pleinement dans le contexte de l'Eurosystème : La Banque de France est fortement impliquée dans la phase d'investigation de l'euro numérique lancée par l'Eurosystème en juillet dernier qui devrait permettre au Conseil des Gouverneurs de décider, à l'issue de la phase d'investigation en 2023, si l'Eurosystème entend ou non, lancer l'euro numérique.

3.2. Le deuxième défi est la transformation du risque cyber en risque de portée systémique [SLIDE 11]

Le risque cyber est en effet devenu systémique. La surface d'exposition des institutions financières aux attaques s'est accrue, de même que leurs interconnexions à l'intérieur et à l'extérieur du système financier, sous l'effet conjugué du développement de l'*Open Banking* reposant sur des plateformes ouvertes et du recours croissant à l'externalisation notamment via des prestataires de *Cloud*. La **pandémie de Covid-19 a renforcé la problématique** en mettant à l'épreuve les capacités de résilience opérationnelle du secteur financier car le recours massif au télétravail ne s'est pas toujours accompagné d'une sécurisation adéquate des systèmes d'information des entreprises, dans un contexte d'augmentation des actes malveillants.

En conséquence, le risque informatique, et en particulier le risque cyber, est devenu une priorité de supervision du Mécanisme de Supervision Unique de la BCE depuis plusieurs années, et de l'ACPR. Au niveau de l'Union Européenne, un nouveau règlement en cours de finalisation (le règlement DORA) viendra harmoniser les obligations en la matière pour l'ensemble du secteur financier européen, et améliorera la capacité de surveillance directe des prestataires informatiques critiques par les autorités européennes. Sur un plan plus pratique, la Banque de France organise régulièrement, au niveau national avec la Place comme au-delà en partenariat avec des autorités étrangères, des **exercices de gestion de crise cyber**. Ces actions vont perdurer et se renforcer, notamment avec de nouveaux **mécanismes de coopération entre autorités** au niveau européen² et au niveau international, pour être en capacité de mieux gérer la dimension systémique et transfrontière du cyber risque.

3.3. Le dernier défi structurel que je voudrais souligner est celui créé par le changement climatique [SLIDE 12]

Pour le secteur financier, le changement climatique crée des risques de portée systémique, et c'est pourquoi nous avons fondé en 2017 un réseau des banques centrales et des superviseurs pour le verdissement du secteur financier, le NGFS, qui comprend aujourd'hui 100 membres. L'objectif est de mettre en commun les analyses et de partager les meilleures pratiques pour favoriser la transition vers une économie bas-carbone et la prise en compte des risques de cette trajectoire. Cette initiative repose sur le constat que les risques associés au changement climatique sont systémiques pour le secteur financier, et pourraient l'empêcher d'assurer ses fonctions fondamentales. Pour bien comprendre les canaux de transmission entre le changement climatique et les risques pour les institutions financières, il faut établir deux catégories de risques climatiques, les risques physiques et les risques de transition.

Les risques physiques incluent les coûts économiques et les pertes financières résultant de la gravité et de la fréquence accrues des phénomènes météorologiques extrêmes liés au changement climatique ainsi que des modifications progressives à long terme du climat. À cet égard, les effets de la pandémie sur le secteur de l'assurance ont, par analogie entre risques climatique et pandémique, soulevé la question de l'assurabilité de certains actifs ou de certains types de risques.

² Au-delà du CIISEU (*Cyber Information and Intelligence Sharing Initiative*) lancé en 2020, DORA prévoit que l'échange d'informations entre autorités européennes se développe.

Les risques de transition désignent les conséquences économiques et financières d'une transition brutale vers une économie bas-carbone. Dans ce cadre, des mesures politiques, de nouvelles préférences des consommateurs ou l'émergence de nouvelles technologies bas-carbone peuvent conduire une révision de la qualité de crédit de sociétés exposées à des secteurs bruns et donc à des défauts de remboursement des prêts ou à une accumulation d'actifs dits échoués dans les bilans des institutions financières.

Le principal défi rencontré dans les travaux menés par les superviseurs pour contribuer à l'adaptation du système financier à la prise en compte de ce risque **est l'évaluation quantitative de ce risque**. Alors que la plupart des standards de supervision sont fondés sur des analyses statistiques de données historiques, rétrospectives, il n'y a pas ou peu d'évènements passés de matérialisation du risque climatique qui correspondraient à ce que prédisent les scientifiques pour le 21^e siècle. Ainsi, les superviseurs développent des outils pour **projeter des scénarios et tenter de modéliser des impacts potentiels sur le bilan des institutions financières à horizon 30 ans, et donc développer une approche prospective**. L'ACPR a été précurseur en la matière avec la publication des résultats de son **exercice pilote** climatique en juillet de cette année. **La crise du coronavirus a fait craindre que les travaux sur l'évolution de la supervision des banques et des assurances à l'aune des risques environnementaux soient repoussés**. Mais non, ils se poursuivent aux niveaux européens et international, avec l'imposition aux établissements financiers de cartographier et publier leurs expositions aux secteurs les plus carbonés et les risques que font peser les activités financières sur l'environnement, et le renforcement des outils des superviseurs pour contrôler les trajectoires de réduction de l'exposition au risque climatique des établissements.

En conclusion, les défis auxquels le système financier est confronté en cette sortie de crise ne manquent donc pas, qu'ils soient de nature cyclique ou plus structurels. Il ne faut ni en exagérer ni en sous-estimer la portée. Ce moment de sortie de crise est charnière pour la régulation du système financier et nous devons, comme pour la politique monétaire, éviter deux écueils, la sur-réaction et la complaisance, mais poursuivre le déploiement des réformes réglementaires engagées et prendre en compte les nouveaux défis que constituent la digitalisation financière et le changement climatique.