

# La politique macroprudentielle contre l'instabilité financière

La récente crise financière a montré combien la stabilité des prix ne suffisait pas pour garantir la stabilité financière. Les deux décennies précédant la crise semblaient une “divine coïncidence”, où une politique monétaire axée sur la stabilité du taux d'inflation paraissait suffisante pour garantir la stabilité macroéconomique et financière. Le déclenchement de la crise a remis en cause cette intuition. Certains auteurs défendent même l'idée que cette stabilité des prix et la politique monétaire accommodante l'accompagnant auraient semé les germes d'une forte prise de risque par les intermédiaires financiers à l'origine de la crise. Ce qui est sûr, c'est que ni l'auto-discipline du marché ni la surveillance financière qui prévalaient n'ont pu prévenir l'emballlement “systémique”, où l'altération de certaines activités du système financier a eu d'importantes conséquences non seulement sur l'ensemble du système financier, mais aussi sur l'économie réelle. Les propositions de réforme de la régulation financière se sont alors orientées vers ce qu'on appelle la politique “macroprudentielle”, dont l'objectif est le maintien de la stabilité financière globale qui passe par la prévention des risques liés au système financier *ex ante* et à

l'atténuation de leur impact sur l'économie en cas de crise.

Ces nouveaux instruments de régulation, notamment des fonds propres et de la liquidité des banques, peuvent toutefois entrer en conflit avec l'objectif de stabilité des prix de la politique monétaire. L'évolution des régimes économique, financier et monétaire a renforcé leur interdépendance, exhortant à redéfinir leurs périmètres respectifs. Afin de comprendre comment promouvoir à la fois la stabilité financière et celle des prix, il est nécessaire d'appréhender les rôles et les contours des politiques monétaire et macroprudentielle, ainsi que leurs interactions. La recherche économique récente donne des pistes encourageantes pour la construction et la coordination de ces deux types de politiques économiques.

À l'heure de la construction de l'union bancaire et de l'extension de la responsabilité de la Banque centrale européenne (BCE) en matière de surveillance bancaire, ces études permettent notamment de recommander que la politique macroprudentielle soit conduite au sein de la BCE par la création d'un comité dédié auprès de l'autorité de contrôle dont l'indépendance devra être garantie. ■

## ▶ LES ENJEUX

Au vu des coûts engendrés par la crise financière amorcée en 2008, les propositions de réforme et de renforcement de la régulation financière se sont multipliées dans tous les pays touchés. Afin de rendre l'occurrence de crise moins probable et moins sévère, le cadre de régulation qui prévalait s'est ouvert à une meilleure prise en compte du risque engendré par les interactions entre les établissements financiers. Cette nouvelle politique qualifiée de macroprudentielle, à travers les instruments envisagés pour la surveillance, le contrôle et la régulation du système financier, nécessite d'importants arbitrages institutionnels. On observe par exemple entre les États-Unis et la zone euro une différence dans l'indépendance vis-à-vis de la banque centrale des autorités responsables de la régulation financière. L'introduction d'une nouvelle régulation touchant l'offre de crédit du système financier risque cependant d'entrer en conflit avec la politique monétaire, qui régit également le crédit. Il s'agit donc d'identifier les politiques les plus adaptées pour éviter qu'elles ne travaillent à rebours. Pour cela, il est primordial de bien analyser les impacts de la sphère financière sur l'économie réelle ainsi que le fonctionnement de la politique monétaire. Les modèles économiques se sont sophistiqués depuis la crise afin de comprendre les intermédiaires financiers et leurs interactions avec la sphère réelle. Ces récents développements de la modélisation permettent de mieux identifier le degré de coordination "optimal" nécessaire entre politique monétaire et politique macroprudentielle.

## 🔍 QU'EST-CE QUE L'INSTABILITÉ FINANCIÈRE ?

La crise financière de 2008 et la Grande Récession qui a suivi mènent à un réexamen profond des règles de politique macroéconomique et de régulation financière. Il s'agit notamment de saisir l'impact de la stabilité financière sur l'activité réelle, la crise financière ayant en effet montré les effets amplificateurs du secteur financier sur les fluctuations du cycle économique. Des déséquilibres peuvent se créer durant les périodes apparemment stables, jusqu'à ce qu'un élément déclencheur entraîne de larges destructions de richesse pouvant se répercuter sur la sphère réelle. Durant la crise, les pertes et dépréciations d'actifs que les banques ont dû endurer ont largement amputé leur capital et réduit leur liquidité, ce qui les a forcées à réduire leur activité et à se départir d'actifs. Cette diminution du levier du secteur bancaire a affecté l'accès au financement pour les emprunteurs et a réduit l'investissement et la consommation, renforçant le marasme économique. Alors qu'en période de basse conjoncture, l'excès d'épargne sur l'investissement abaisse le coût du financement, la crise bancaire contraint la sphère réelle en le renchérissant. La crise a ainsi renouvelé l'intérêt de mieux comprendre le rôle et l'impact des marchés financiers, du crédit et de la monnaie, alors qu'ils étaient auparavant le plus souvent considérés comme de simples intermédiaires de l'allocation des ressources. De la compréhension de ces interactions dépend le cadre opérationnel permettant de construire les réponses de politique économique. Une première étape consiste à comprendre en quoi le système financier est instable et générateur de crise.

### （ Une instabilité inhérente au système financier

La notion de "stabilité financière" rassemble à la fois les interactions déstabilisantes entre les marchés financiers, les infrastructures de marchés et les institutions financières, et celles entre la sphère financière et l'économie réelle. La principale approche<sup>(1)</sup> interprète les crises comme la correction inévitable des fragilités ou des déséquilibres accumulés en période faste au sein du système global (Minsky, 1977)<sup>(2)</sup>. Minsky prolonge la vision keynésienne de l'importance des relations financières et de l'impact de la dette, en ajoutant un secteur monétaire et financier qui cherche à maximiser ses profits. Dans ce cadre, le financement des investissements ainsi que la régulation des institutions les assurant (encadrant les perspectives de gain) sont fondamentaux.



[1] Il existe une autre approche de la stabilité financière définie comme la résilience du système financier à des chocs systémiques, mais exogènes et difficiles à prévoir. Cette définition est cependant moins opérationnelle car elle ne permet pas de détecter les symptômes d'accumulation de fragilités au sein du système financier.

[2] Minsky H. (1977), "The financial instability hypothesis: An interpretation of Keynes and an alternative to 'standard' theory", *Challenge*, p. 20-27.

Un tel cadre permet d'expliquer comment le système financier présente un mouvement alterné de phases de stabilité, au financement couvert et à la régulation forte, et d'instabilité, au financement spéculatif accompagné d'un relâchement institutionnel. On observe effectivement que la récurrence des crises bancaires et financières observée depuis la fin du XIX<sup>e</sup> siècle scande le cycle financier selon un même schéma<sup>(3)</sup>. À la fragilité structurelle du système s'ajoute la poursuite de ses propres intérêts économiques, qui fait que le système financier laissé à lui-même ne sélectionnera pas les niveaux de levier et de transformation de maturité optimaux pour le financement de l'économie et sera soumis à des paniques bancaires<sup>(4)</sup>. On a d'ailleurs constaté dans les périodes précédant les crises une augmentation des bilans bancaires, nourrie par le mélange d'innovation financière, de faible concurrence et de garantie implicite de l'État, ne permettant pas à la destruction créatrice d'éliminer les institutions les plus spéculatives ou moins performantes. La définition de la stabilité financière permet d'analyser *ex ante* les poches de risque et ses canaux de transmission, et ouvre la voie à une dimension réglementaire.

### Une instabilité que l'on observe à travers le "cycle financier"

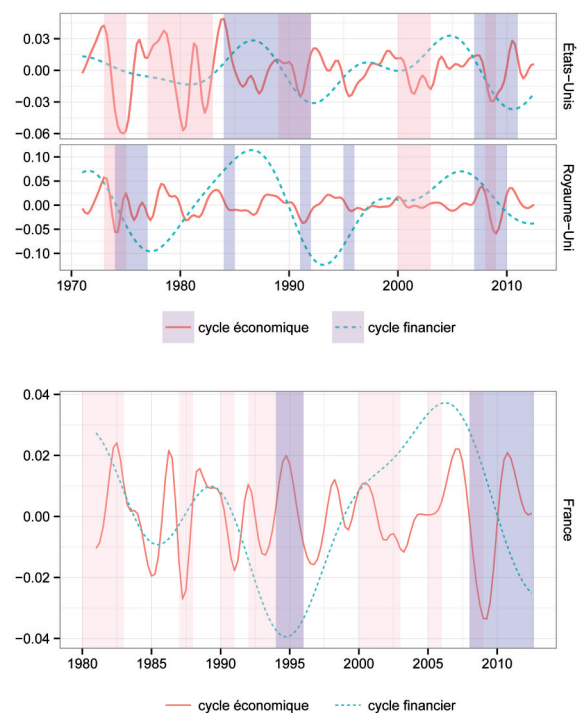
Il est possible d'observer l'évolution de cette fragilité à travers l'étude de son cycle. Le "cycle financier", qui ne se confond pas avec celui de l'activité économique, synthétise l'évolution au sein de l'économie des perceptions de valeur et de risque, des contraintes de financement et d'aversion au risque, qui s'autoalimente et se traduit dans des successions de phases d'expansion et de crise (Borio, 2012)<sup>(5)</sup>. Le cycle financier, qui ne se confond pas avec le cycle réel de l'activité économique (*business cycle*), met donc en avant le comportement des agents (entreprises, ménages, banques) sur les marchés financiers à travers leurs décisions d'emprunt et d'investissement.

Quelles sont les caractéristiques du cycle financier ? Des variables comme les fluctuations du crédit et des prix immobiliers en décrivent assez simplement la dynamique profonde (Drehman *et al.*, 2012)<sup>(6)</sup>. Ces variables, qui évoluent de conserve, caractérisent de manière parcimonieuse les interactions entre les contraintes financières

(le crédit) et la perception de la valeur et du risque (le prix de l'immobilier)<sup>(7)</sup>. Ces hauts et ces bas entraînent de fortes variations du montant de la dette privée par rapport au revenu, ainsi que des prix d'actifs financés par la dette (immobilier dans ce cas simple). La prise des actifs en garantie pour s'endetter amplifie plus encore le cycle. Un tel cycle est-il en phase avec le cycle de l'économie réelle ?

#### Graphiques 1 et 2

#### Le cycle financier et le cycle économique aux États-Unis, au Royaume-Uni et en France



Source : Datastream pour les données de PIB, de crédit et des prix immobiliers, calculs du cycle par l'auteur. Les lignes bleutées correspondent aux crises bancaires et les lignes rosées aux crises de marché financier [krach boursier] et proviennent de Reinhart C.M. et Rogoff K. (2009), *op. cit.*

L'étude de la fluctuation du cycle financier par rapport au cycle économique pour la France, les États-Unis, le Royaume-Uni fait apparaître que le cycle financier produit de longues phases soutenues d'expansion suivies de lourds ralentissements, sur une période de plus de quinze



[3] Reinhart C.M. et Rogoff K. (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.

[4] Diamond et Rajan rationalisent par exemple le choix des banques d'ignorer la probabilité de crises de liquidité. Voir Diamond D.W. et Rajan R.G. (2011), "Fear of fire sales, illiquidity seeking, and credit freezes", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 126(2).

[5] Borio C. (2012), "The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt?", *BIS Working Papers*, n° 395.

[6] Drehman *et al.* (2012), "Characterising the financial cycle: Don't lose sight of the medium term!", *BIS Working Papers*, n° 380, juin.

[7] Ils se placent donc entre deux extrêmes : ne considérer que l'évolution du crédit pour caractériser le cycle financier, voir notamment Schularick M. et Taylor A.M. (2012), "Credit booms gone bust: Monetary policy, leverage cycles, and financial crises, 1870-2008", *American Economic Review*, vol. 102(2), p. 1029-1061 ; ou combiner de nombreuses variables financières pour extraire leurs composantes communes.

ans contre moins de huit pour le cycle économique (graphiques 1 et 2). On observe également que la fréquence et l'amplitude du cycle financier, respectivement plus faible et plus grande que celles du cycle économique, font apparaître des pics précédant des crises boursières (krach de 1987 aux États-Unis, crise financière en 2008) ou bancaires (crise du Crédit Lyonnais de 1994, crise bancaire "secondaire" au Royaume-Uni en 1974-1976, crise des Savings and loan de 1984 à 1991 aux États-Unis, crise de 2008). Les creux du cycle économique (récessions) durent généralement moins d'un an, alors que ceux du cycle financier durent plusieurs années, avec une amplitude croissante depuis les années 1980.

Un tel outil est utile pour identifier la constitution du risque en temps réel : au-delà des aspects conjoncturels illustrés par le cycle, les ruptures structurelles de la croissance potentielle sont en jeu. On observe en effet que lorsqu'une récession économique se produit en même temps qu'une contraction du cycle financier, celle-ci est plus importante. Cette tendance du système financier et de l'économie réelle à se renforcer mutuellement provient du caractère procyclique du système financier, défini comme sa tendance à amplifier les chocs. Ce caractère est notamment accru par la propension des agents financiers à avoir une vision de court terme et à prolonger les tendances actuelles. Dans un système "hyperconnecté", l'homogénéisation de ces anticipations entraîne une corrélation des stratégies financières, ce qui accroît l'amplitude des cycles financiers à la hausse ou à la baisse. Ce mécanisme induit que le cycle financier vient renforcer les fluctuations du cycle économique et peut mener, au-delà des crises bancaires ou boursières, à des crises de l'économie réelle.

La fragilité financière ayant un impact sur l'économie réelle, il est nécessaire de limiter la construction des déséquilibres *ex ante* et d'en limiter les coûts *ex post*. Trois politiques entrent en jeu : la politique prudentielle, qui peut atténuer la procyclicité du système financier ; la politique fiscale, qui doit être prudente en temps d'expansion économique ; et la politique monétaire, qui peut également jouer contre la construction de déséquilibres financiers.

## POUR CONTRER L'INSTABILITÉ FINANCIÈRE, LA MISE EN PLACE D'UNE POLITIQUE MACROPRUDENTIELLE EN EUROPE

L'utilisation du terme "macroprudentiel" s'est répandue depuis les années 1980 pour souligner l'insuffisance de la régulation microprudentielle qui préexistait à assurer la résilience du système financier. La régulation microprudentielle (à l'image des accords de Bâle I et II) est une régulation individuelle visant à assurer la solvabilité des institutions bancaires. Elle ne prend pas en compte le risque systémique<sup>(8)</sup> issu des effets de contagion pouvant apparaître entre banques connectées et a potentiellement des conséquences indésirables pour le système financier en cas de choc<sup>(9)</sup>. C'est pourquoi l'orientation macroprudentielle est nécessaire<sup>(10)</sup>.

### Le développement des politiques macroprudentielles

Qu'est-ce qu'une politique macroprudentielle ? Une orientation macroprudentielle de la régulation financière doit viser à la fois le risque systémique et l'instabilité inhérente au système financier déjà évoqués, et le caractère transverse et dynamique de ces risques. L'aspect transverse, *i.e.* le risque entre institutions à un moment donné, appelle à une meilleure prise en compte du poids des expositions croisées entre établissements financiers. Il souligne également la possibilité pour les institutions de faire défaut en même temps, en raison de leur exposition commune à des facteurs de chocs exogènes. Le caractère dynamique de l'agrégation du risque dans le temps appelle à résoudre le caractère procyclique du système financier.

On recense trois principales externalités facteurs de risque systémique, nécessitant une régulation adéquate :

- ▶ celle liée aux stratégies mimétiques, c'est-à-dire la création de fragilité liée à des prises de risques semblables par les banques<sup>(11)</sup> ;
- ▶ celle liée à une liquidation d'actifs en catastrophe (*fire-sale*) durant la phase de contraction du cycle financier, la détérioration du prix des actifs subséquente ayant un impact sur le bilan des banques ;



[8] Le risque systémique défini comme des développements menaçant la stabilité du système financier et par conséquent l'économie réelle (Bernanke, 2009).

[9] La régulation microprudentielle, qui peut imposer aux banques des mesures de restauration de leur ratio de capital en cas de choc, ne s'intéresse pas à la façon dont elles le restaurent, que ce soit à travers une augmentation de leurs fonds propres (numérateur) ou une diminution des actifs risqués (dénominateur). C'est pourquoi, à l'issue d'un choc affectant les banques, on observe généralement une liquidation d'actifs en catastrophe si le marché est peu liquide, ainsi qu'un resserrement des conditions de crédit. Ces mécanismes augmentent la probabilité d'une contraction bilancielle en cas de choc.

[10] Borio C. (2003), "Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?", *BIS Working Papers*, n° 128.

[11] Les raisons de cette corrélation du risque en période d'expansion sont dues à la concurrence accrue, diminuant l'incitation à filtrer les emprunteurs et détériorant la qualité des portefeuilles bancaires, mais également à des questions de réputation et de garantie étatique potentielle, la coordination des stratégies assurant un sauvetage commun en cas de retournement.

- ▶ celle liée à l'interconnexion, *i.e.* la propagation du stress financier à travers les interdépendances contractuelles des banques, un choc négatif se transmettant dès lors qu'une banque peut faire défaut sur ses obligations vis-à-vis d'une autre<sup>(12)</sup>.

#### Encadré 1

##### En théorie, quels devraient être les instruments macro-prudentiels ?

La politique macroprudentielle vise à réprimer la constitution de poches de risques durant les phases d'expansion et à corriger les externalités évoquées. Pour cela, trois étapes sont nécessaires : l'analyse macroprudentielle, à travers la surveillance de la constitution des risques ; la supervision macroprudentielle, à travers le choix d'indicateurs à même de détecter la matérialisation de ces risques ; et enfin la régulation macroprudentielle, à travers la construction et l'utilisation d'instruments préventifs et correctifs.

Les étapes de surveillance et de contrôle peuvent être regroupées dans l'appréhension des déterminants du risque systémique et de sa mesure. Afin de détecter en amont les menaces pesant sur le système financier, les études quantitatives et théoriques se sont récemment développées<sup>(13)</sup>. Ces efforts ont permis d'établir de meilleures appréhensions du risque systémique, mais l'absence de classification standard pousse à la poursuite de ces progrès vers des modèles prévisionnels pouvant figurer dans la boîte à outils du régulateur. L'étape de régulation a ensuite recours à divers instruments de modération de l'expansion du crédit, de la liquidité ou du capital.

**Pour éviter les externalités liées aux stratégies semblables des établissements bancaires**, des instruments de régulation du capital peuvent être utilisés. Le plus simple est de renforcer les réserves en fonds propres des banques pour servir de coussin en cas de retournement. Son effet peut être amélioré en les faisant évoluer de manière contracyclique : demander aux banques de détenir davantage de fonds propres en période d'expansion est un moyen triplement efficace pour améliorer le suivi du risque, limiter la croissance du crédit en période d'expansion et atténuer sa contraction en période de ralentissement. Ainsi, augmenter les fonds propres amène les banques à internaliser les coûts engendrés par des prêts risqués, leur aspect dynamique pouvant réduire le coût de l'ajustement en cas de retournement. En cas de croissance excessive du crédit bancaire, source d'instabilité, cet instrument peut être renforcé par des restrictions directes sur les quantités de crédit bancaire, effectuées à travers l'encadrement des ratios prêt-valeur de la banque [*loan-to-value ratio*], *i.e.* du rapport entre un prêt et la valeur de marché de l'actif qu'il

finance ; ou des ratios prêt-revenu des ménages [*debt-to-income ratio*], *i.e.* du rapport entre le crédit contracté et le revenu de l'emprunteur.

**Pour corriger les externalités liées à la liquidation d'actifs en catastrophe**, le renforcement des réserves en fonds propres contracycliques réduit également l'incitation des banques à prendre davantage de risques en phase d'expansion ou à vendre leurs actifs au rabais en cas de retournement. Dans le cas où ces ventes en catastrophe proviennent de l'altération des marchés de (re)financement, comme cela fut le cas durant la crise, il est nécessaire de limiter le risque de liquidité issu du financement à court terme. Dans ce but, les propositions de Bâle III comportaient l'introduction de deux ratios de liquidité, un à court terme [*liquidity coverage ratio*] et un à long terme [*net stable funding ratio*]. Ces mesures semblent cependant insuffisantes, car elles ne ciblent que le risque de liquidité individuel des institutions, elles ne sont pas contracycliques mais fixes<sup>(14)</sup> et elles ne prennent pas en compte le financement à court terme auprès d'institutions non régulées. Elles ont cependant été adoucies en 2013 par l'extension des conditions liées au ratio de liquidité à court terme (diminution du coussin de liquidité à détenir, extension des actifs éligibles) et de la période d'adaptation. Un autre instrument envisageable serait une taxe forfaitaire adossée au financement à court terme, incitant à internaliser le coût de ce financement risqué<sup>(15)</sup>. Couvrant les deux versants du bilan, les contraintes en capital et les mesures de régulation du financement à court terme sont complémentaires.

**Afin d'éviter que les institutions interconnectées prennent des risques excessifs**, trois instruments peuvent être utilisés. Des contraintes en capital renforcées pour les entités systémiques, bien que difficiles à calibrer, diminuent leur incitation à grandir davantage, en augmentant le coût de leur financement. De manière complémentaire, des restrictions sur la composition des actifs bancaires limitent la subvention implicite des institutions systémiques et séparent les opérations risquées ou non en leur sein. Parmi les outils possibles, on peut citer la règle Volcker qui limite le *trading* pour compte propre (mesure également présente dans le projet de loi français de décembre 2012), ou les recommandations de la Commission Vickers ou du rapport Liikanen visant à séparer, au sein des banques, les activités commerciales et d'investissement. Un dernier instrument serait une taxe forfaitaire des banques sur leur contribution au risque systémique, afin d'internaliser son coût et les inciter à davantage de prudence. Au vu des difficultés à mesurer la contribution au risque systémique d'une institution, une telle taxe fait débat.



[12] Une dernière externalité concerne l'illiquidité liée à la volatilité des flux de capitaux, notamment effectués en monnaie étrangère. Elle concerne particulièrement les pays émergents et est traitée par des politiques macroprudentielles spécifiques. Voir Lim C. et al. (2011), "Macroprudential policy: What instruments and how to use them? Lessons from country experiences", *IMF Working Papers*, n° 238.

[13] Pour une revue de la littérature sur la mesure du risque systémique (indicateurs de stress financier, identification des institutions financières systémiques, macro-stress tests), Le Moign C. (2013), "Les interactions entre politique macroprudentielle et monétaire", *Document de travail 2013-04*, mars, Centre d'analyse stratégique.

[14] En exigeant un ratio de liquidité élevé durant une période de tension, l'incitation à la vente d'actifs au rabais est renforcée.

[15] Perotti E. et Suarez J. (2011), "A Pigovian approach to liquidity regulation", *International Journal of Central Banking*, vol. 7(4).

## Les instruments mis en place au niveau international : Bâle III

L'organisme chargé de la régulation bancaire internationale est le Comité de Bâle qui se compose de hauts représentants des autorités de contrôle et des banques centrales, et œuvre à l'amélioration et à l'harmonisation des réglementations bancaires assurant la solvabilité des institutions. Les premiers volets de la régulation, Bâle I et II, s'étaient attachés à assurer la stabilité des banques au niveau individuel, à travers des ratios de fonds propres (ratio Cooke et McDonough). Au sortir de la crise, le Comité a proposé une nouvelle avancée de la régulation bancaire venant pallier les manquements des étapes précédentes. Elle renforce les contraintes microprudentielles en capital, liquidité et levier et comporte également une dimension macroprudentielle.

Cette vision élargie de la surveillance bancaire se matérialise par un certain nombre de dispositions, parmi lesquelles l'introduction de différents volants de fonds propres (augmentation de la qualité et du niveau des fonds propres "de base", à laquelle s'ajoute un volant de conservation des fonds propres, un volant contracyclique et un volant spécifique pour les banques systémiques). Elle renforce fortement la gestion, la surveillance et la couverture des risques que doivent respecter les banques, et elle enrichit le dispositif prudentiel à travers des exigences de liquidité et l'introduction envisagée à moyen terme d'un encadrement de l'effet de levier. En Europe (de la même manière aux États-Unis), s'ajoute à cette nouvelle régulation la création d'un comité européen chargé de la surveillance et de la supervision du risque systémique, qui est indépendant de la banque centrale mais n'a pas tous les pouvoirs sur les instruments macroprudentiels.

### ■ Les premières limites de la mise en œuvre de Bâle III

Le premier obstacle à sa mise en œuvre optimale est la nécessité d'une forte volonté politique internationale pour réformer le système dans son ensemble et réduire les distorsions de concurrence issues des banques ayant un fort pouvoir de marché. Alors même que beaucoup de voix soulignent l'insuffisance, la complexité et la faiblesse de la nouvelle régulation, l'observation de la mise en œuvre récente de Bâle III est inquiétante. Plusieurs points font craindre une mise en place retardée et *a minima* : le refus des États-Unis de mettre en place les mesures transitoires vers Bâle III<sup>(16)</sup> (en raison notamment des difficultés

d'intégrer ces nouvelles règles à leur régulation financière nationale et leur critique des modèles européens de calcul du risque, qui laissent une place à l'arbitrage réglementaire), le recul de la réglementation sur la liquidité par le Comité de Bâle<sup>(17)</sup> et le retard pris dans la conclusion de la négociation européenne pour boucler la réglementation.

Une autre difficulté de cette nouvelle régulation réside dans son périmètre d'application, car stabiliser uniquement le secteur bancaire n'est pas suffisant pour stabiliser le système financier. Le renforcement des contraintes pesant sur les institutions bancaires peut favoriser le déplacement des activités financières vers le secteur non régulé ou "système bancaire fantôme". Afin d'éviter la possibilité d'arbitrage réglementaire, il est impératif d'intégrer les institutions non régulées, aussi bien pour recueillir des informations utiles pour l'évaluation du risque systémique que pour prendre des mesures correctrices afin de diminuer leur distorsion de concurrence.

Une dernière limite de la régulation prudentielle tient dans l'incapacité d'un pays à agir seul. L'Espagne a par exemple été l'un des premiers pays à mettre en place en 2000 des provisions dynamiques, un outil contracyclique visant à améliorer la résilience de son système financier. Cet instrument a été efficace pour aider à couvrir les pertes encourues sur les crédits durant la crise financière, mais son ampleur s'est révélée insuffisante face à la sévérité des pertes. Les provisions n'ont pu modérer l'expansion du crédit dans le secteur immobilier issue d'une politique monétaire accommodante. Le système financier, malgré la présence d'une régulation macroprudentielle efficace, nécessite toujours l'appui d'autres politiques économiques, et notamment une coordination avec la politique monétaire.

### ■ Une union bancaire en Europe, en complément à la nouvelle régulation

Pour accompagner cette nouvelle régulation bancaire, une politique européenne fait particulièrement sens au vu des contraintes issues de l'absence de politiques monétaires nationales. La raison principale, remontant à Bagehot (1873), est la nécessité de disposer d'un prêteur en dernier ressort commun<sup>(18)</sup>, mais également de redonner confiance dans un marché bancaire intégré de l'eurozone, sa gouvernance devant assurer une prévention des risques détachée des intérêts nationaux. En effet, les



[16] On peut observer leur évolution dans le rapport FSB (2012), *Progress of Financial Regulatory Reforms*, rapport aux ministres des Finances du G20 et aux gouverneurs de banques centrales.

[17] Basel Committee (2013), "Group of governors and heads of supervision endorses revised liquidity standards for banks", Bank of International Settlements Press Release, janvier.

[18] Wyplosz C. (2012), "On banking union, speak the truth", *Vox column*, septembre.

régulateurs nationaux sont non seulement suspects de capture au profit de leurs intérêts nationaux, de faiblesse de la régulation ou d'aléa moral, mais n'ont également pas d'incitation à internaliser les conséquences de leur apport au risque systémique de la zone. C'est pourquoi le projet d'union bancaire, dont les premières propositions ont été adoptées par la Commission européenne en septembre 2012, vient prolonger la régulation bancaire de Bâle III pour assurer la crédibilité du marché bancaire de l'eurozone.

Ce mécanisme de surveillance bancaire unique par la BCE, actuellement en cours de négociation, est constitué de trois volets interdépendants : une autorité de supervision, un fonds de garantie des dépôts et une autorité de résolution. C'est la BCE qui assumera, pour toutes les banques de la zone euro, la responsabilité de la majorité des missions de surveillance de la stabilité financière.

Un accord a été conclu concernant le premier volet, la constitution d'une autorité de contrôle unique, qui sera opérationnelle en mars 2014. L'autorité placée au sein de la BCE contrôlera toutes les banques ayant plus de 30 milliards d'euros d'actifs, soit la grande majorité des banques européennes. Les deux autres volets sont encore en négociation et comprennent des mesures fortes d'intervention précoce et de résolution en cas de crise. La proposition de mécanisme de résolution, couplée à la garantie de dépôts des épargnants, prévoit par exemple qu'une autorité nationale pourra forcer la banque insolvable à céder des activités/créer des véhicules pour les actifs risqués (*bad banks*) sans l'avis des actionnaires, ou procéder à un "*bail in*", c'est-à-dire à une recapitalisation faisant appel en premier au renflouement interne avant de faire appel aux États où les créanciers subiront des pertes<sup>(19)</sup>. Afin de protéger davantage les consommateurs et les contribuables, il faut espérer que ces propositions de résolution, y compris les plus coercitives, soient adoptées.

## ❖ QUEL RÔLE POUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE DANS CETTE PRÉVENTION DE L'INSTABILITÉ FINANCIÈRE ?

La seconde question soulevée par la crise financière concerne le rôle de la politique monétaire dans la stabilité

financière, notamment en cas de bulle des prix d'actifs. Les interactions entre politiques macroprudentielle et monétaire dépendent en effet du rôle que les déséquilibres financiers doivent jouer pour la politique monétaire, qui régit, elle aussi, la quantité de crédit disponible dans l'économie.

### Le consensus encadrant le rôle de la politique monétaire est vacillant

Le consensus prévalant jusqu'à présent soulignait que la politique monétaire devait se focaliser sur la stabilité des prix définie à un horizon de deux ans – et en cas de double mandat comme celui de la Réserve fédérale, à favoriser parallèlement un niveau d'emploi soutenable maximal<sup>(20)</sup>. Face à la construction d'une bulle sur le prix des actifs, l'orthodoxie de Greenspan, ou "approche indirecte"<sup>(21)</sup>, voulait que la banque centrale fasse preuve d'indifférence sans malveillance, c'est-à-dire qu'elle n'agisse pas contre la bulle, et plutôt qu'elle "passe la serpillière" après l'éclatement de celle-ci, à travers un assouplissement de la politique monétaire. Les difficultés techniques pour la banque centrale à connaître les prix "fondamentaux" sur les marchés financiers ou à détecter une bulle *ex ante* sont les arguments régulièrement avancés en faveur d'une action *ex post*<sup>(22)</sup>.

Le premier lien entre la politique monétaire et le prix des actifs passe par l'évolution de l'appréciation des fondamentaux, incluant une montée de la dette et de l'accumulation de capital. Lorsque la politique monétaire est accommodante, l'optimisme concernant la rentabilité future fait monter la valeur des actifs, invitant les agents à s'endetter davantage afin de financer leur accumulation de capital, et augmentant la valeur de leur collatéral (immobilier, épargne) facilitant l'endettement. L'augmentation du bilan et du levier des institutions financières paraît sûre, la hausse du volume de prêt étant compensée au passif par celle de la valeur des actifs. Cette prise de risque supplémentaire expose les institutions financières à davantage de stress financier en cas de choc négatif. Lors de la récente crise financière, le recours à des standards de prêts fragiles, nourris par des incitations faussées et une supervision faible, ont également joué un rôle majeur. Mais le rôle de la politique monétaire accommodante, qui a stimulé la prise de risque, est aussi important<sup>(23)</sup>. Ce "canal de prise de risque" (Borio et Zhu, 2012) peut entraver l'objectif de stabilité des prix de la banque centrale et nourrit la création d'une crise systémique.

[19] Le "*bail in*" s'oppose en cela au "*bail out*" : c'est une intervention publique qui procède à la recapitalisation.

[20] C'est-à-dire que la politique monétaire ne doit être ajustée qu'en réponse à des changements – actuels ou anticipés – de l'écart de la production à la production potentielle (*output gap*) ou de l'inflation, et ne pas répondre directement à d'autres variables. Voir Goodfriend M. (2007), "How the world achieved consensus on monetary policy", *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 21 (4), p. 47-68.

[21] Voir par exemple Greenspan A. (2002), "Opening remarks: Rethinking stabilization policy", communication lors du symposium de la Réserve fédérale de Kansas City.

[22] Le rôle de la banque centrale serait également différent selon que la bulle s'est formée sur le marché d'actions (à l'exemple de la bulle internet en 2000) ou sur celui du crédit (prix de l'immobilier durant la crise récente). Voir Blinder A.S. et Reis R. (2005), "Understanding the Greenspan standard", *CEPS Working Paper*, n° 114.

[23] Borio C. et Zhu H. (2012), "Capital regulation, risk-taking and monetary policy: A missing link in the transmission mechanism?", *Journal of Financial Stability*, vol. 8(4), p. 236-251.

Cette hypothèse a une double implication : il est désormais indispensable que la politique monétaire prenne en compte son impact sur la construction des déséquilibres d'ordre financier et que la régulation financière renforce son orientation macroprudentielle, afin de s'opposer plus efficacement à la formation de ces déséquilibres. La diminution des situations d'instabilité financière permise par une supervision macroprudentielle permettrait à la politique monétaire de se concentrer uniquement sur son objectif de stabilité des prix. Cependant, en l'absence d'une politique suffisamment efficace, une solution doit être trouvée pour garantir une surveillance du système financier qui pourrait passer par la prise en compte, par la politique monétaire, de l'évolution du cycle financier<sup>(24)</sup>.

### **Vers une prise en compte de l'instabilité financière par la politique monétaire ?**

La manière dont cette prise de conscience doit affecter l'architecture de la politique monétaire est largement débattue. Plusieurs auteurs suggèrent que la banque centrale ait un rôle clé dans la prévention et la résolution des crises financières à travers le pilotage de la politique monétaire<sup>(25)</sup>. Ce type de politique monétaire qui va à contre-courant de la tendance de marché (*leaning against the wind*) s'oppose à la traditionnelle vision d'indifférence sans malveillance. Pour assurer son efficacité, il faudra étendre l'horizon de l'ancrage de la politique monétaire, afin d'améliorer l'évaluation des risques par la prise en compte des coûts à long terme de l'action ou inaction politique. Cette forme de règle de Taylor<sup>(26)</sup> "augmentée", c'est-à-dire l'introduction d'indicateurs d'ordre financier comme fondamentaux des mouvements du taux directeur, a été étudiée dans la littérature économique récente. L'arbitrage entre ces différents choix dépend de plusieurs facteurs, notamment de son coût pour l'activité économique, au vu du risque d'une forte inflation : la mise en œuvre d'une telle politique face à une bulle du prix des actifs peut en effet nécessiter une augmentation des taux d'intérêt susceptibles de conséquences sévères pour l'inflation et l'activité réelle. Il s'agit d'arbitrer entre l'occurrence d'une crise financière et un ralentissement de l'économie réelle.

Une conclusion réaliste est que la politique macroprudentielle améliorera l'internalisation du degré de risque dans

le crédit bancaire, et ainsi domptera les comportements risqués. Parallèlement, la politique monétaire jouera sur le volume plutôt que sur la composition du crédit. Néanmoins, il faut rappeler que des taux d'intérêt bas de manière prolongée entraînent de toute façon une hausse de la demande de crédit, et que dans ce cas les efforts de régulation bancaire pour comprimer la croissance des bilans ne suffiront pas. Ainsi, il sera impossible de se reposer uniquement sur la politique macroprudentielle pour résoudre la dynamique de l'instabilité financière, ce qui appelle un optimum de second rang, c'est-à-dire un appui de la politique monétaire à la politique macroprudentielle<sup>(27)</sup>. Quelle que soit l'issue du débat concernant la possible évolution de la politique monétaire, la mise en place de la régulation macroprudentielle nécessite d'appréhender son interaction avec la politique monétaire.

## **LA RÉGULATION BANCAIRE ET LA POLITIQUE MONÉTAIRE : QUELLE GOUVERNANCE AU NIVEAU EUROPÉEN ?**

Le principe initial de la politique économique consiste à mettre en face de chaque objectif de politique économique au moins un instrument indépendant<sup>(28)</sup> : suivant ce principe, les deux objectifs de stabilité des prix et de stabilité financière devraient être gérés par deux instruments distincts. Cependant les deux politiques vont travailler sur des canaux de transmission très proches, le canal du prêt et du bilan bancaire, ayant toutes deux pour objectif ultime la stabilité macroéconomique. En première approche, une solution institutionnelle pourrait être de confier à une seule autorité le rôle d'arbitrer entre les deux objectifs à partir d'un ensemble d'instruments communs. Comment en effet garantir une bonne coordination entre les deux politiques si les instances sont distinctes ? Si la relative autonomie des deux pilotages paraît essentielle d'un point de vue pragmatique (moins de risque d'arbitrage et juste pondération des deux objectifs), il convient de fonder théoriquement le bon dosage entre les solutions de séparation ou de regroupement des deux instances.



[24] Woodford M. (2010), "Financial intermediation and macroeconomic analysis", *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 24, p. 21-44.

[25] En répondant aux déséquilibres financiers lors de fortes fluctuations ou en prenant en compte leurs effets de long terme dans la fixation du taux directeur. Voir Borio C. et Lowe P. (2002), "Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus", *BIS Working Paper*, n° 114 ; Bean C. (2003), "Asset prices, financial imbalances and monetary policy: Are inflation targets enough?", *BIS Working Paper*, n° 140.

[26] La règle de Taylor vise à définir la ligne de conduite de la politique monétaire. C'est une règle simple régissant le taux d'intérêt directeur de court terme de manière compatible avec son objectif d'inflation et avec l'évolution de l'écart de la production à la production potentielle.

[27] Borio C. et Drehmann M. (2009), "Towards an operational framework for financial stability: 'Fuzzy' measurement and its consequences", *BIS Working Paper*, n° 284.

[28] Suivant la règle énoncée par Tinbergen J. (1952) dans *On the Theory of Economic Policy*.



Encadré 2

### Les interactions entre politiques monétaire et macroprudentielle

La politique monétaire vise la stabilité des prix en affectant le prix des actifs et du crédit, et par conséquent la prise de risque des agents économiques et la stabilité financière. La politique macroprudentielle a pour objectif la stabilité financière, en agissant sur la croissance du crédit et le prix des actifs, qui ont un impact sur le canal de transmission de la politique monétaire. De plus, un système financier trop fragile est un frein à l'efficacité de la politique monétaire, tout comme un environnement monétaire accommodant augmente l'instabilité financière, sapant le travail de la régulation prudentielle.

Il faut rappeler que la politique monétaire est déjà construite pour renforcer ou atténuer les mécanismes de rétroaction auto-entretenus entre l'économie réelle et le système financier, à travers plusieurs canaux de transmission qu'elle cherche à influencer :

- ▶ le taux d'intérêt (des taux d'intérêt plus faibles diminuent le coût de l'investissement)<sup>[29]</sup> ;
- ▶ le taux de change (des taux d'intérêt plus faibles diminuent l'attractivité des actifs domestiques, abaissant la valeur de la monnaie et augmentant les exportations nettes) ;
- ▶ le prix des actifs (des taux d'intérêt plus faibles augmentent le prix des actions et de l'immobilier qui, à travers la hausse de la valeur du collatéral des agents, augmente l'investissement des entreprises et la consommation des ménages) ;
- ▶ les prêts bancaires (un assouplissement de la politique monétaire accroît le niveau de réserves et de dépôts des banques, et par là l'offre de crédit) ;
- ▶ les bilans des entreprises (des taux d'intérêt plus faibles augmentent les bénéfices des entreprises, rehaussant leur richesse nette et diminuant les problèmes de sélection adverse et d'aléa moral) ;
- ▶ la richesse des ménages (des taux d'intérêt plus faibles accroissent la richesse des individus à travers l'actualisation de leurs revenus futurs, améliorant leur solvabilité et leur permettant d'emprunter davantage).

Il semble de prime abord que ces deux politiques se renforceront si elles sont appliquées en même temps, en cas de choc affectant la demande agrégée. Par exemple, une forte augmentation de l'offre de crédit des banques

peut être traitée à la fois par une baisse du taux d'intérêt directeur, augmentant le coût de l'emprunt, et par une régulation macroprudentielle, augmentant la contrainte en fonds propres et désincitant les banques à offrir davantage de crédit.

Cependant, les effets sur l'inflation de ces deux objectifs peuvent être conflictuels, comme en cas de choc positif sur la productivité<sup>[30]</sup>. Une augmentation persistante de la productivité stimule la demande de biens durables (immobilier), les ménages anticipant celle de leurs revenus futurs. En présence d'inertie des salaires réels, le coût unitaire du travail et l'inflation se réduisent. Cette situation est celle observée dans la plupart des pays de l'OCDE avant la crise financière, avec une forte croissance du crédit en présence d'une inflation stable et faible. Une politique macroprudentielle aurait assuré le ralentissement du crédit et de la création monétaire, mais aurait amené l'inflation sous la cible de niveau des prix de la banque centrale. Elle peut donc représenter une menace pour le ciblage des anticipations d'inflation par la banque centrale.

### Une évaluation mesurée du coût de Bâle III

L'introduction d'une nouvelle réglementation financière et la volonté d'étudier ses effets sur l'économie réelle ont mis en avant les lacunes de la littérature économique quant à la représentation des intermédiaires financiers au sein des modèles macroéconomiques. En effet, les modèles standards qui prévalaient jusqu'à présent avaient recours à un secteur bancaire composé de banques identiques en concurrence parfaite et se sont donc révélés incapables d'expliquer les mécanismes en cause durant la crise<sup>[31]</sup>. La littérature économique s'est attachée à combler ces lacunes, en visant notamment à intégrer la réalité du rôle du secteur financier et de son interaction avec la sphère réelle et financière dans la modélisation macroéconomique conventionnelle. Ces développements nécessaires à la compréhension des canaux de transmission du risque passent par l'introduction progressive au sein de la modélisation macroéconomique de "frictions financières"<sup>[32]</sup> observées empiriquement, c'est-à-dire d'imperfections qui font obstacle à la fluidité des transactions financières.

La première étape a été d'étudier l'impact de la nouvelle réglementation financière sur l'activité économique, en représentant la politique macroprudentielle par une

[29] De plus, les taux d'intérêt à court terme sont des déterminants du coût du levier, influençant ainsi la taille du bilan des intermédiaires financiers. Voir Shin H.S. [2011], "Macroprudential policies beyond Basel III", *BIS Papers*, n° 60.

[30] Angeloni I. et Faia E. [2009], "A tale of two policies: Prudential regulation and monetary policy with fragile banks", *Kiel Working Papers*, n° 1676.

[31] Le canal du crédit des agents non financiers, mis en avant par Bernanke *et al.* [1999], soulignait l'importance de la richesse nette de l'emprunteur dans les conditions de son prêt. Cependant, la crise récente a davantage résulté des obstacles à l'offre de crédit que d'une réduction de la demande. Bernanke B.S., Gertler M. et Gilchrist S. [1999], "The financial accelerator in a quantitative business cycle framework", *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1.

[32] Ces imperfections de marché sont par exemple la présence de concurrence dans le secteur financier, les effets de contagion sur le marché interbancaire, l'extension du bilan par divers produits risqués, etc.

contrainte en fonds propres. La majorité des nombreux rapports officiels<sup>(33)</sup>, ou issus de la recherche économique, est sans équivoque sur le faible impact d'une augmentation des fonds propres bancaires sur l'offre et le coût du crédit<sup>(34)</sup>, sur le ralentissement de l'activité réelle et sur les profits bancaires, ceux-ci étant compensés à court et long terme par la diminution du coût du capital pour les banques, celle de la volatilité de l'activité économique et une moindre fréquence des crises<sup>(35)</sup>. Certains soulignent également l'insuffisance de la contrainte en fonds propres de la régulation de Bâle III<sup>(36)</sup> et la supériorité des contraintes en capital contracyclique, au regard des cadres réglementaires précédents qui augmentaient la volatilité du bilan bancaire<sup>(37)</sup>.

De plus, ces contraintes soutiennent plus fortement la stabilité macroéconomique : en remédiant pour partie aux fluctuations déstabilisantes du marché du crédit, elles permettent aux autorités monétaires d'atteindre les mêmes objectifs, en effectuant des ajustements plus faibles sur le taux d'intérêt directeur<sup>(38)</sup>.

### Évolutions possibles pour la gouvernance européenne de la régulation bancaire

Les résultats récents de la modélisation étudiant les interactions entre les instruments macroprudentiels et ceux de la politique monétaire proposent des pistes encourageantes pour la construction institutionnelle de politiques économiques assurant l'efficacité du pilotage macroprudentiel et monétaire<sup>(39)</sup>.

La combinaison optimale consisterait en une politique macroprudentielle indépendante, c'est-à-dire non intégrée à la règle de politique monétaire, contracyclique et s'accompagnant d'une politique monétaire simple "améliorée". La politique monétaire devrait ainsi prendre en compte, en sus de l'inflation et de la production, l'évolution du levier bancaire, afin de renforcer la lutte contre la procyclicité du système financier. La poursuite de la stabilité financière par une politique macroprudentielle indépendante rend plus efficace celle de la stabilité des prix par la politique monétaire. Un certain degré de coordination est nécessaire, la politique monétaire gagnant à connaître en avance le poids de la contrainte financière

issue de la politique macroprudentielle<sup>(40)</sup>. La coordination se réglera probablement d'elle-même. Le cycle financier étant plus long, la politique macroprudentielle servira probablement de toile de fond à la politique monétaire, ses changements étant annoncés à l'avance.

Ces résultats poussent à deux évolutions qui ne sont pas présentes dans la régulation : une ouverture de la politique monétaire à la prise en compte d'un indicateur du levier bancaire, signe avant-coureur d'une surchauffe du crédit ; et à l'indépendance de la régulation macroprudentielle. À noter que cette dernière ne s'exprimerait pas qu'au travers de règles intangibles, mais par une gouvernance dynamique, semblable à celle de la politique monétaire. Théoriquement, le fait d'avoir un régulateur unique n'est en effet pas optimal si l'on considère que la banque centrale peut être amenée à donner la priorité à la stabilité des prix. De plus, la différence de temporalité entre les deux politiques mènera certainement à avoir une politique macroprudentielle comme contrainte initiale du cadre financier, et une politique monétaire réactive indépendante.

Le dispositif européen, en cours de finalisation, ne semble pas prendre cette direction, car il réunit au sein de la banque centrale les organes de surveillance, de contrôle et de régulation macroprudentiels, et n'envisage pas d'évolution du mandat de la banque centrale au-delà de la stabilité des prix. L'indépendance nécessaire à la mise en œuvre de la politique monétaire sera assurée, car le mécanisme interne de surveillance unique de l'union bancaire devra rendre des comptes au Parlement européen (et non à la BCE). Cependant l'indépendance des deux objectifs sera difficilement garantie par cette architecture institutionnelle. L'avantage de disposer du prêteur en dernier ressort, que pourrait être la BCE en cas de crise, s'accompagne néanmoins d'un conflit d'intérêts entre les deux mandats. En cas de fort besoin de liquidité, la banque centrale devra arbitrer entre la stabilité du système financier ou celle de la monnaie. C'est pourquoi il est indispensable que la conduite de la politique macroprudentielle soit déléguée à un comité dédié au sein de l'autorité de contrôle, dont l'indépendance devra être assurée<sup>(41)</sup>.

[33] Comité de Bâle sur la supervision bancaire [2010], "An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements"; Angelini P. et al. [2011], "BASEL III: Long-term impact on economic performance and fluctuations", *BIS Working Paper*, n° 338.

[34] Les banques vont généralement se plier à la contrainte de ratio de fonds propres en diminuant leurs actifs et notamment leurs prêts. Une manière d'éviter un assèchement du crédit issu de ce mécanisme serait de faire une recapitalisation généralisée par l'organisation de stress tests. Voir Ben Jelloul M. [2011], "Bâle III, chemin parcouru et enjeux futurs", *La note d'analyse*, n° 209, Centre d'analyse stratégique, janvier.

[35] Voir Hanson S., Kashyap A. et Stein J. [2011], "A macroprudential approach to financial regulation", *The Journal of Economic Perspectives*, vol. 25/1; Admati A. et al. [2010], "Fallacies, irrelevant facts, and myths in the discussion of capital regulation: Why bank equity is not expensive", *Stanford Graduate School of Business Research Paper*, n° 2065.

[36] Voir Miles D., Yang J. et Marcheggiano G. [2012], "Optimal bank capital", *Bank of England Discussion Paper*, n° 31.

[37] Pariès M.D., Sorensen C.K. et Rodriguez D. [2011], "Macroeconomic propagation under different regulatory regimes", *International Journal of Central Banking*, vol. 7(4).

[38] N'Diaye P. [2009], "Countercyclical macroprudential policies in a supporting role to monetary policy", *IMF Working Paper*, n° 257.

[39] Le Moign C. [2013], *op. cit.*

[40] Beau D., Clerc L., Mojon B. et de France B. [2011], "Macroprudential policy and the conduct of monetary policy", Banque de France, *Occasional Papers*, n° 8.

[41] Proposition issue de Perotti E. [2012], "A blueprint for macroprudential policy in the banking union", *VoxEu Column*, décembre.

► CONCLUSION

La littérature économique permet d'interroger le bien-fondé des arbitrages institutionnels de la nouvelle régulation financière en Europe. Afin d'assurer la coordination optimale des deux objectifs de stabilité financière et des prix, l'indépendance de la BCE et des organismes de régulation macroprudentiels devra être garantie.

Ces modèles sont toutefois limités par la simplification de la représentation des intermédiaires financiers<sup>(42)</sup>. De plus, il leur manque un caractère essentiel du système financier observé par l'étude du cycle financier : sa non-linéarité. Les modèles conventionnels auront des difficultés à capturer cette dynamique, c'est pourquoi l'analyse du cycle financier se veut également un appel à se départir de la stratégie conservatrice consistant à incorporer davantage de "frictions financières" dans les modèles classiques<sup>(43)</sup>. Le but serait de mieux capturer la nature monétaire de l'économie, *i.e.* la complexité d'un système où la

création de monnaie n'est pas entièrement régulée par la banque centrale mais où les banques sont elles-mêmes sources de création de "monnaie"<sup>(44)</sup>.

Cela signifie s'éloigner de l'approche actuelle, axée sur la recherche d'un équilibre et les conditions de sa déformation, pour étudier les déséquilibres eux-mêmes. À l'heure où les banques centrales des deux côtés de l'Atlantique acquièrent de nouvelles responsabilités et utilisent des instruments inédits à travers la mise en place de politiques monétaires non conventionnelles, cet approfondissement est nécessaire à l'établissement de politiques économiques garantes de la réduction de l'occurrence et du coût des crises financières.

► **Mots clés** : macroprudentiel, politique monétaire, BCE, union bancaire, cycle financier, Bâle III, régulation financière.



Caroline Le Moign,  
département Économie Finances

[42] On peut citer la simplification de la structure bilancielle des banques, la difficulté à rendre endogène le risque systémique, l'absence de représentation de l'innovation financière ou de l'ajustement du bilan bancaire au risque perçu, etc. Une piste intéressante est Martínez D. et Suarez J. [2012], "A macroeconomic model of endogenous systemic risk taking", *CEPR Discussion Paper*, n° 9134.

[43] Elle plaide pour la présence d'agents hétérogènes à information incomplète, ayant une aversion au risque dynamique, qui évolue en fonction de l'état de l'économie et de la contrainte financière.

[44] Sous la forme de pouvoir d'achat pas nécessairement soutenu par le passif de leur bilan.




**DERNIÈRES  
PUBLICATIONS  
À CONSULTER**

sur [www.strategie.gouv.fr](http://www.strategie.gouv.fr), rubrique publications

### Notes d'analyse :

- N° 329 ■ **Le défi alimentaire de l'Afrique à l'aune de ses ressources en eau (avril 2013)**
- N° 328 ■ **Pour une gestion durable de l'eau en France.  
Volet 3 : Les risques stratégiques de la gestion quantitative de l'eau en France et les perspectives d'adaptation à l'horizon 2030 (avril 2013)**
- N° 327 ■ **Pour une gestion durable de l'eau en France.  
Volet 2 : Comment améliorer la soutenabilité de la tarification de l'eau pour les ménages ? (avril 2013)**
- N° 326 ■ **Pour une gestion durable de l'eau en France.  
Volet 1 : Quelle rationalisation des dépenses pour les acteurs de la politique de l'eau ? (avril 2013)**
- N° 325 ■ **Valorisation de la recherche publique : quels critères de succès en comparaison internationale ? (mars 2013)**
- N° 324 ■ **Cybersécurité, l'urgence d'agir (mars 2013)**

Retrouvez les dernières actualités du Centre d'analyse stratégique sur :

-  [www.strategie.gouv.fr](http://www.strategie.gouv.fr)
-  [centredanalysestrategique](https://www.facebook.com/centredanalysestrategique)
-  [@Strategie\\_Gouv](https://twitter.com/Strategie_Gouv)



La Note d'analyse n° 330 - avril 2013 est une publication du Centre d'analyse stratégique

Directeur de la publication : Vincent Chriqui, directeur général

Directeur de la rédaction : Hervé Monange, directeur général adjoint

Secrétaires de rédaction : Delphine Gorges, Valérie Senné

Dépôt légal : avril 2013

N° ISSN : 1760-5733

Contact presse : Jean-Michel Roullé, responsable de la communication  
01 42 75 61 37 / 06 46 55 38 38  
[jean-michel.roulle@strategie.gouv.fr](mailto:jean-michel.roulle@strategie.gouv.fr)

Le Centre d'analyse stratégique est une institution d'expertise et d'aide à la décision placée auprès du Premier ministre. Il a pour mission d'éclairer le gouvernement dans la définition et la mise en œuvre de ses orientations stratégiques en matière économique, sociale, environnementale et technologique. Il préfigure, à la demande du Premier ministre, les principales réformes gouvernementales. Il mène par ailleurs, de sa propre initiative, des études et analyses dans le cadre d'un programme de travail annuel. Il s'appuie sur un comité d'orientation qui comprend onze membres, dont deux députés et deux sénateurs et un membre du Conseil économique, social et environnemental. Il travaille en réseau avec les principaux conseils d'expertise et de concertation placés auprès du Premier ministre.



[www.strategie.gouv.fr](http://www.strategie.gouv.fr)