



Paris, le 9 avril 2013

Présentation de la Note d'analyse
« La politique macroprudentielle contre l'instabilité financière »

Mardi 9 avril 2013

Intervention de Vincent Chriqui,
Directeur général du Centre d'analyse stratégique

Seul le prononcé fait foi

La crise financière de 2008 s'est accompagnée de plusieurs prises de conscience :

- la régulation financière n'était pas suffisante pour prévenir les interactions entre les banques (ce qui a entraîné le passage du microprudentiel au macroprudentiel) ;
- l'instabilité financière était insuffisamment étudiée (d'où le renouveau de l'analyse des impacts de la sphère financière sur l'économie réelle) ;

- et la politique monétaire [garante de la stabilité des prix], qui semblait garantir également la stabilité financière, ne suffit pas pour remplir ce rôle.

Ces prises de conscience ont donc entraîné respectivement : la mise en place d'une nouvelle régulation financière internationale (Bâle III), qui s'accompagnera pour l'Union européenne d'une union bancaire ; le développement de la modélisation de l'impact des marchés financiers, du crédit et de la monnaie, ainsi que renouveau de l'analyse du cycle financier ; et l'interrogation de la politique monétaire quant à son interaction avec cette nouvelle régulation financière, les deux politiques travaillant sur des canaux de transmission très proches.

Messages clés

Il est nécessaire de bien comprendre ce qu'est la stabilité financière pour établir une politique de régulation financière idoine

La politique macroprudentielle vient contrer l'instabilité financière : elle prend la forme de Bâle III au niveau international. Il était nécessaire de la mettre en place, et d'y ajouter une union bancaire au niveau européen afin de garantir la crédibilité des banques de la zone.

Face à cette politique macroprudentielle, la politique monétaire doit définir ses interactions. La redéfinition de son rôle face aux déséquilibres financiers est nécessaire.

L'apport de la littérature économique permet de proposer des pistes pour la construction institutionnelle des politiques économiques assurant l'efficacité du pilotage macroprudentiel et monétaire.

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.

1. Il est nécessaire de bien appréhender la stabilité financière pour établir une politique de régulation financière idoine.

La définition de la stabilité financière permet d'analyser *ex ante* l'apparition du risque et la façon dont il se transmet, et permet d'envisager une dimension réglementaire. La notion de « stabilité financière » rassemble à la fois les interactions déstabilisantes entre les intervenants financiers et celles entre la sphère financière et l'économie réelle. La fragilité structurelle du système financier le rend instable et générateur de crises, qui consistent en la correction inévitable des fragilités ou des déséquilibres accumulés en période faste.

On peut 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 ni avec les fluctuations du marché financier, synthétise l'évolution au sein de l'économie des perceptions de valeur et

de risque, à travers le comportement des agents (entreprises, ménages, banques) au sein du système financier et bancaire dans leurs décisions d'emprunt et d'investissement.

L'étude de la fluctuation du cycle financier par rapport au cycle économique 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. En effet, 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.

2. La politique macroprudentielle vient contrer l'instabilité financière : elle prend la forme de Bâle III au niveau international. Il est nécessaire de la mettre en place, et d'y ajouter une union bancaire au niveau européen afin de garantir la crédibilité de la zone.

La politique macroprudentielle vient renforcer les insuffisances 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. L'orientation macroprudentielle vise le risque systémique et l'instabilité inhérente au système financier déjà évoqués, de façon dynamique (agrégation du risque) et transverse (risque entre institutions à un moment donné). Nous revenons dans la note sur la théorie économique relative à la politique macroprudentielle, en détaillant les instruments pouvant contrer les trois externalités principales facteurs de risque systémique.

On recense en effet trois principales externalités facteurs de risque systémique, nécessitant une régulation idoine :

- celle liée aux stratégies mimétiques, c'est-à-dire la création de fragilité liée à des prises de risques semblables par les banques (*en raison de la concurrence accrue, on observe une diminution de l'incitation à filtrer les emprunteurs, ainsi qu'un intérêt pour les banques d'avoir des stratégies mimétiques : en cas de crise, elles pourront bénéficier d'une garantie potentielle de l'État*);
- 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 en découlant ayant un impact sur le bilan des banques ;
- 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.

Cette nécessité de régulation s'est traduite au niveau international par un nouveau volet de la réglementation de Bâle. Elle 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 », assorti d'un volant de conservation des fonds propres, d'un volant contracyclique et d'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.

Cependant, les premières limites à sa mise en place apparaissent déjà, par exemple avec le recul de la réglementation sur la liquidité décidée en janvier dernier.

Pour accompagner cette nouvelle régulation bancaire, une politique européenne fait particulièrement sens aux vues des contraintes issues de l'absence de politiques monétaires nationales. Le but est de disposer d'un prêteur en dernier ressort commun, 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. Ce mécanisme de surveillance bancaire unique par la BCE, dont les premières propositions ont été adoptées par la Commission européenne en septembre 2012, est constitué de trois volets interdépendants : une autorité de supervision, un fond de garantie des dépôts et une autorité de résolution. Un accord a été conclu concernant le premier volet, la constitution d'une autorité de contrôle unique, et elle 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.*]. 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.

Les deux autres volets sont encore en négociation et comprennent des mesures fortes d'intervention précoce et de résolution en cas de crise. Afin de protéger davantage les consommateurs et contribuables, il faut espérer que les propositions de résolution les plus fortes soient adoptées [proposition de « *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].

3. Face à cette politique macroprudentielle, la politique monétaire doit définir ses interactions. La redéfinition de son rôle face aux déséquilibres financiers est nécessaire.

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 politique 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.

Nous revenons en détail sur l'évolution du consensus encadrant le rôle de la politique monétaire face à la construction d'une bulle sur le prix des actifs. Afin de s'opposer plus efficacement à la formation de ces déséquilibres, il semble en effet désormais indispensable que, parallèlement à l'orientation macroprudentielle de la régulation financière, la politique monétaire prenne en compte son impact sur la construction des déséquilibres d'ordre

financier. La manière dont la politique monétaire doit prendre en compte les déséquilibres financiers est encore largement débattue. 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.

4. L'apport de la littérature économique permet de proposer des pistes pour la construction institutionnelle des politiques économiques assurant l'efficacité du pilotage macroprudentiel et monétaire.

Le principe initial de la politique économique consiste à mettre en face de chaque objectif de politique économique au moins un instrument indépendant : 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. Il est donc nécessaire de fonder théoriquement le bon dosage entre les solutions de séparation ou de regroupement des deux instances.

Afin de pouvoir être en mesure de répondre à cette question, la littérature économique s'est attachée à combler ses lacunes quant à la représentation des intermédiaires financiers au sein des modèles macroéconomiques. 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 » 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.

La seconde étape vise donc à répondre à cette question, en étudiant les interactions entre les instruments macroprudentiels et ceux de la politique monétaire : elle propose des pistes encourageantes pour la construction institutionnelle de politiques économiques assurant l'efficacité du pilotage macroprudentiel et monétaire.

Selon la littérature économique étudiée dans le document de travail conjoint à la note d'analyse, 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. 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.

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 de levier bancaire, signe avant-coureur d'une surchauffe du crédit ; et à l'indépendance de la régulation macroprudentielle.

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'intérêt 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.

- **Contact Presse**

Centre d'analyse stratégique

Jean-Michel Roullé

Responsable de la communication

Tél. : +33 (0) 1 42 75 61 37

jean-michel.roulle@strategie.gouv.fr