



**Université de Rennes 1
26 novembre 2019**

***Quelles sont les implications pour la stabilité financière
de l'évolution récente des politiques monétaires ?***

Intervention de Denis Beau, Premier sous-gouverneur

La stabilité financière à l'épreuve des taux bas¹

Sur le plan macro-économique et financier, la période récente a été marquée par une hausse du risque macroéconomique, un nouvel assouplissement des politiques monétaires et le développement d'anticipations de taux d'intérêt bas pour longtemps. Cette situation, que l'on n'anticipait guère il y a un an, soulève de nombreuses questions sur son origine et ses effets. Une dimension importante de ce débat est liée à ses enjeux en matière de stabilité financière auquel, comme banquier central et superviseur mandaté pour contribuer à assurer cette stabilité, je suis particulièrement intéressé et sensible.

C'est donc avec cette perspective que j'ai centré mes remarques, que j'ai regroupées autour des trois questions suivantes :

1/ De quoi parle-t-on et pourquoi les taux sont-ils si bas ?

2/ Quels sont les enjeux de stabilité financière qui y sont associés ? et

3/ Quel « *policy-mix* » pour y répondre ?

¹ Je remercie Jean Boissinot, conseiller des Gouverneurs, pour sa contribution à cette intervention.

1. L'expansion rapide et mal anticipée d'un environnement de taux d'intérêt bas et pour longtemps (*low for long*)...

Un changement d'orientation de la politique monétaire

Depuis la fin de l'année dernière, nous sommes passé d'un scénario de normalisation de la politique monétaire qui accompagnait des perspectives de croissance mondiale relativement stables, à une orientation plus accommodante suite à une dégradation de l'environnement macroéconomique.

Ainsi, les prévisions de croissance mondiale du FMI ont été systématiquement revues à la baisse depuis l'été 2018. La croissance anticipée était de 3,9 % pour 2019 et 3,8 % pour 2020 en avril 2018. Les dernières prévisions (automne 2019) sont de 3,0 % et 3,4 % respectivement².

En zone euro, les perspectives macroéconomiques ont aussi été révisées à la baisse. Nous attendons actuellement une croissance de 1,1 % en zone euro en 2019 contre une prévision de 1,9 % jusqu'en juin 2018 et 1,7 % à la fin de l'année dernière. Après un ralentissement plus fort et plus long que prévu, nous anticipons à présent une reprise progressive en 2020 et 2021 aussi bien pour le PIB (1,2 % puis 1,4 %) que pour l'inflation qui ralentirait en 2020 (1,0 %) mais resterait encore basse en 2021 (1,5 %)³.

Dans ce contexte, la croissance française serait plutôt résiliente (1,3 % en 2019 et 2020, 1,4 % en 2021)⁴.

Pourquoi cette dégradation inattendue de l'environnement économique ?

Alors que la croissance américaine connaît sa plus longue phase d'expansion jamais enregistrée, on a beaucoup débattu de la question de savoir si les cycles économiques « mouraient de vieillesse ». Ce n'est pas toujours le cas, en particulier en zone euro⁵ : le ralentissement observé actuellement est moins un épuisement de la croissance que la conséquence de chocs externes (tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine, péripéties autour du Brexit, tensions politiques dans un certain nombre de pays émergents) et d'une incertitude très forte qui pèse sur l'investissement.

Face à ces chocs, qui affectent non pas seulement la demande mais aussi l'offre, la première et meilleure réponse devrait venir des gouvernements eux-mêmes, en résolvant les problèmes à

² Prévisions du World Economic Outlook (WEO) publiées en avril 2018, octobre 2018, avril 2019 et octobre 2019).

³ Prévisions établies par les services de la BCE (mars 2018, septembre 2018, mars 2019 et septembre 2019) ou les services de l'Eurosystème (juin 2018, décembre 2018, juin 2019).

⁴ Dernières prévisions pour la France établies par la Banque de France (septembre 2019).

⁵ Voir S ; Lhuissier (2019) « L'expansion économique de la zone euro mourra-t-elle de vieillesse ? », Bloc-notes éco (blog de la Banque de France), 25 octobre 2019.

l'origine des tensions et des incertitudes. Face à la dégradation des perspectives, les principales banques centrales ont néanmoins dû réagir en assouplissant leur politique monétaire.

La BCE a ainsi décidé, en septembre dernier, une baisse du taux de la facilité de dépôt à -0,50% (assorti d'un système de rémunération des réserves à deux paliers, *tiering*) en parallèle d'une reprise des achats nets dans le cadre du programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) et d'un changement de modalités pour les opérations trimestrielles de refinancement à plus long terme ciblées dites TLTRO3 (*targeted longer-term refinancing operations*) dans un sens plus favorable (amélioration du taux et extension de la maturité de 2 à 3 ans). Elle a assorti cette décision d'un renforcement de sa *forward guidance* en indiquant en particulier qu'elle prévoyait « que les taux d'intérêt directeurs de la BCE resteront à leurs niveaux actuels ou à des niveaux plus bas jusqu'à ce qu'il ait été constaté que les perspectives d'inflation convergent durablement vers un niveau suffisamment proche de [...] 2 % ». À ce stade, le marché juge possible une nouvelle baisse de 10 pb d'ici fin 2020.

De son côté, la Fed a baissé par trois fois sa cible de taux de taux d'intérêt, le taux des Fed Funds, en juillet, en septembre et en octobre dernier, pour le ramener à 1,50 %-1,75 %, et ralenti le rythme de réduction de son bilan. Les marchés anticipent actuellement une baisse supplémentaire de 25 pb d'ici fin 2020.

Les chocs qui ont affecté l'économie mondiale, associés au changement d'orientation des politiques monétaires, ont contribué à alimenter une forte translation à la baisse et un aplatissement de la courbe des taux d'intérêt depuis le début de l'année, qui s'est accentué au cours de l'été 2019 et ne s'est que marginalement corrigé depuis.

Au total, nous avons ainsi vu se mettre en place de façon très largement inattendue, depuis la fin 2018, au centre des anticipations des acteurs économiques et financiers un scénario de taux bas pour longtemps (*low for long*) ou plus bas pour plus longtemps qu'anticipé (*lower for longer*).

Pourquoi les taux d'intérêts à long terme ont-ils baissé ?

Avant d'évoquer les conséquences de cette évolution, il est nécessaire de revenir sur une question importante : les banques centrales sont-elles responsables de cet environnement macrofinancier ?

Il est peut-être utile de remettre les évolutions récentes dans une perspective de moyen terme. La baisse des taux d'intérêt à long terme s'inscrit dans un mouvement de près de 40 ans qui correspond à une baisse du taux d'intérêt naturel (r^*) qui s'explique par des facteurs structurels : ralentissement de la productivité, vieillissement démographique, excès d'épargne, etc.⁶ autant de

⁶ Pour une discussion générale, voir Garnier, Lhuissier et Penalver (2019) « Taux d'intérêt bas, quelle responsabilité de la politique monétaire ? », *Risques*, n. 120 p. 79-86, Décembre (à paraître). Sur l'évolution de r^* , voir Holston, Laubach et Williams (2017) « Measuring the natural rate of interest: International trends and

facteurs sur lesquels une banque centrale a peu de prise et dont elle ne peut être tenue responsable : elle ne fait que s'adapter à ces changements structurels en ajustant son taux directeur en fonction de ce niveau plus bas du taux naturel. Ce dernier n'est pas directement observable et son estimation est incertaine mais, pour fixer un ordre de grandeur, il y a un consensus pour conclure à une baisse d'environ 200 pb depuis les années 90.

Au-delà de la baisse du taux d'intérêt naturel, la politique monétaire fait aussi face à un défi nouveau. Depuis les années 80, son objectif avait été de lutter contre l'inflation ce qu'elle a fait relativement efficacement. En revanche, depuis la crise et dans un contexte de faiblesse persistante de l'inflation et de recul des anticipations, elle se retrouve à lutter non plus contre mais pour l'inflation.

In fine, notre politique monétaire poursuit son objectif d'inflation de manière déterminée et nos décisions sont d'abord et avant tout guidées par la situation macroéconomique. Les taux d'intérêt sont donc appelés à rester bas pour longtemps non pas tant en raison des politiques monétaires en elles-mêmes, mais de changements durables dans les facteurs déterminant les taux d'intérêt et l'inflation.

2. ... dont les effets sur la stabilité financière se renforcent mutuellement...

Cet environnement de taux bas pour longtemps produit une série d'effets sur les prix d'actifs comme sur les comportements financiers des ménages et des entreprises et sur la situation des intermédiaires financiers qui, du point de vue de la stabilité financière, peuvent se transformer en autant de vulnérabilités en cas de choc et devenir ainsi des vecteurs d'une nouvelle crise économique et financière.

Des marchés plus sensibles à l'environnement de taux d'intérêt

Le premier effet de la baisse de la courbe des taux sans risque a été d'entraîner avec elle une part importante du marché obligataire. Ainsi 60 % des titres souverains de la zone euro ont des taux de rendement négatifs mais une part significative (20 %) des obligations *corporate* de notation *investment grade* traite également en territoire négatif.

En outre, les marchés obligataires ne sont pas les seuls à enregistrer des hausses de prix record. Les marchés d'actions ont enregistré des performances impressionnantes depuis le début de l'année (+20 % pour l'EuroStoxx 600, +23 % pour le S&P 500, +25 % pour le CAC 40 ou le DAX)

déterminants », *Journal of International Economics*, 108 (suppl. 1) pp S59-S75 (ainsi que le site <https://www.newyorkfed.org/research/policy/rstar>).

Et s'agissant plus spécifiquement de la zone euro, on pourra se reporter à Claus Brand, Marcin Bielecki, Adrian Penalver (2018) « The natural rate of interest: estimates, drivers, and challenges to monetary policy », ECB Occasional Paper Series, n. 217.

et affichent des niveaux de valorisation élevés (*Price-Earning ratio* de l'ordre de 18 pour l'EuroStoxx 600).

On observe des évolutions similaires sur d'autres classes d'actifs (opérations de capital-investissement, immobilier d'investissement, etc.).

Globalement, il en résulte des prix des actifs financiers qui sont, dans leur ensemble, plutôt en ligne les uns avec les autres. Cela peut être tenu à la fois pour rassurant ou plutôt inquiétant puisqu'une correction simultanée sur de nombreuses classes d'actifs est aussi possible en cas de choc, d'autant que la recherche de rendement (*search for yield*) pousse progressivement à une prise de risque accrue et à une moindre rémunération des risques pris.

Pour résumer, l'environnement macrofinancier associé à ce « *low for long* », ce sont des marchés sur lesquels les prix d'actifs sont élevés, des marchés propices à la prise de risque tout en restant susceptibles d'épisodes de forte volatilité et exposés à un risque correction brutale.

Un endettement croissant des acteurs économiques

Le deuxième effet de ces conditions monétaires très accommodantes et, plus largement, de la baisse des taux d'intérêt, est de soutenir la dynamique du crédit et l'endettement des ménages et des entreprises.

La dynamique macroéconomique de l'endettement des ménages et des entreprises

Les crédits aux particuliers progressent à un rythme de +6,5 % (g.a., septembre 2019) portés par la progression des crédits immobiliers (+6,6 %) et dans une moindre mesure, celle des crédits à la consommation (+6,2 %).

Les encours de crédits aux sociétés non financières (SNF) augmentent de +6,4 % principalement portés par les crédits à l'investissement (+7,3 %). Cette augmentation concerne toutes les tailles d'entreprises : les crédits aux TPE progressent de +8,4 % (g.a., 2^e trimestre 2019) tandis que les encours de crédit aux PME, aux ETI et aux grandes entreprises enregistrent une croissance de +6,2 %, +3,8 % et +6,7 % respectivement (g.a., septembre 2019).

La dynamique du crédit est particulièrement vive en France mais les encours progressent aussi dans la zone euro. Les encours de crédit aux SNF et aux ménages progressent respectivement de 5,7 % et 4,2 % en Allemagne et en moyenne de 3,4 % et 3,4 % en zone euro.

Un crédit dynamique n'est pas en tant que tel un motif d'inquiétude. L'économie a besoin de financements et une économie « vibrante » est aussi une économie dans laquelle le crédit, plus globalement, la dette et toutes les autres formes de financement (fonds propres, crédits commerciaux, etc.) seront dynamiques.

Les motifs de préoccupation

Notre préoccupation touche plutôt à la soutenabilité de l'endettement des ménages et des entreprises qui serait remise en cause par un crédit durablement trop dynamique en cas de mauvaise surprise sur un plan macroéconomique. Elle touche aussi au développement de vulnérabilités plus spécifiques qui pourraient apparaître dans un contexte de « *benign neglect* » qui pousse les prêteurs à une certaine complaisance.

Commençons par la dimension macroéconomique – de fait, l'endettement des ménages et des entreprises progresse plus vite que leurs revenus.

La dette des ménages français (principalement des crédits immobiliers) représente près de 100 % de leur revenu disponible. Les ménages français ne connaissent pas (encore ?) les niveaux d'endettement des ménages espagnols, britanniques ou américains juste avant la crise (de l'ordre de 125 %-135 % du revenu disponible) mais en 25 ans de croissance ininterrompue, le ratio dette/revenu des ménages est passé de 55 % au début des années 2000 à 75 % à la veille de la crise de 2007-2008 et a ensuite poursuivi sa croissance, dépassant la moyenne de la zone euro (93 %) et faisant des ménages français les plus endettés parmi les grands pays de la zone euro (Italie : 60 % Allemagne : 84 %, Espagne : 95 %).

La dette des entreprises (crédits et titre) a elle aussi progressé fortement depuis la crise pour atteindre 200 % de leur valeur ajoutée, portée tant par le crédit que par l'endettement de marché. Cette augmentation s'observe pour toutes les tailles d'entreprises. Certes, les entreprises détiennent aussi davantage d'actifs de trésorerie mais la dette nette de ces liquidités augmente néanmoins plus vite que la valeur ajoutée.

Une inquiétude sur la soutenabilité de la dynamique d'endettement globale et le développement de « poches » de risque

Aussi bien dans le cas des ménages que dans celui des entreprises, le **niveau** actuel de la dette n'est pas un sujet d'alarme. En revanche, c'est un sujet d'attention : les conséquences macroéconomiques de l'augmentation globale de l'endettement méritent d'être examinées dans la mesure où une économie plus endettée est aussi une économie moins résiliente face aux chocs.

Par ailleurs, au-delà du niveau, la **dynamique** de l'endettement justifie une vigilance très forte : alors que la progression de l'endettement apparaît tendanciellement plus rapide que celle des revenus, la soutenabilité de la dynamique ne semble pas spontanément assurée et, en l'absence de toute réaction des autorités, l'endettement pourrait à l'avenir atteindre des niveaux effectivement alarmants.

Au-delà de ces considérations d'ordre macroéconomique qui relèvent plutôt de la « quantité » de dette, la « qualité » de l'endettement justifie aussi une certaine attention. Or, on constate, ces dernières années, un assouplissement progressif des conditions d'octroi.

Dans le cas des ménages, les montants empruntés représentent en moyenne 5,2 années de revenus des ménages emprunteurs contre 4,2 années en 2015. Cette hausse des montants empruntés a été permise par un allongement des maturités, une augmentation des taux d'effort (le poids des remboursements dans le revenu) et une baisse des taux d'apport :

- alors que les maturités dépassaient rarement 20 ans au début des années 2000, c'est devenu une durée « normale » aujourd'hui et ce sont les prêts de moins de 15 ans qui sont devenus marginaux ;
- de la même manière, si les taux d'effort étaient exceptionnellement supérieurs à 33 % au début des années 2000, c'est aujourd'hui 1/4 de la production de nouveaux crédits qui présentent un taux d'effort supérieur à 35 % ;
- enfin, ce sont 40 % des nouveaux prêts qui sont octroyés pour des montants supérieurs 95 % de la valeur du bien acheté.

Dans le cas des entreprises, si l'on regarde le marché mondial des crédits syndiqués pour lesquels il est possible de trouver une information sur les clauses du contrat de prêt, on observe, sur le segment des entreprises les plus risquées (« *leverage loans* ») une disparition progressive des clauses (« *convenants* ») qui encadrent le comportement de l'emprunteur ou permettent une renégociation des termes du contrat en cas de dégradation de la situation financière de l'entreprise : ce sont désormais 80 % des « *leverage loans* » qui sont des prêts « *covenant light* ».

Pour résumer, le « *low for long* » constitue une incitation forte à l'augmentation de l'endettement des ménages et des entreprises. Si les niveaux ne sont pas alarmants, cette incitation intervient dans un contexte où la soutenabilité de la dynamique (observée depuis 25 ans dans le cas des ménages et depuis une dizaine d'année dans le cas de entreprises) ne semble pas spontanément assurée. Par ailleurs, l'augmentation de l'endettement passe aussi par le développement de pratiques plus risquées qui constituent en tant que telles des sources de vulnérabilité.

Des intermédiaires financiers sous pression

Parallèlement, le contexte de taux d'intérêt durablement bas met sous pression les intermédiaires financiers, banques et organismes d'assurance.

Les banques dans un environnement de taux bas

Les banques tirent une partie importante de leurs résultats de leur activité d'intermédiation et de l'écart de rémunération entre le coût de leur passif et les taux qu'elles servent à leurs déposants d'une part, et les taux des crédits qu'elles octroient.

Dans la mesure où les taux qu'elles servent à leurs déposants seront plus rapidement contraints à la baisse (« *zero lower bound* ») que ceux des crédits qu'elles octroient, la baisse des taux exerce une pression à la baisse sur leur marge d'intermédiation.

Par ailleurs, l'intermédiation bancaire recouvre aussi une transformation de maturité : la maturité des passifs est plus courte que celle des crédits à l'actif. Ainsi, la marge d'intermédiation dépend aussi de la pente de la courbe des taux : l'aplatissement récent comprime encore la marge d'intermédiation.

Au total, l'environnement macrofinancier actuel met sous pression l'activité d'intermédiation des banques, voire, dans certains cas, peut remettre en cause leur *business model*.

Pour les banques françaises, ce regain de pression accentue une évolution qui était déjà défavorable : la marge nette d'intermédiation des banques françaises, traditionnellement faible était en baisse ces dernières années, en contraste avec le redressement observé ailleurs (Europe, États-Unis).

Une partie de cette baisse correspond aux renégociations des crédits intervenues ces dernières années. À titre d'illustration, c'est pratiquement 50 % de l'encours actuel qui a été originé depuis début 2017. L'évolution des taux a non seulement conduit à une baisse du taux moyen de l'encours plus rapide que ne l'auraient impliquée l'amortissement et l'écoulement « spontané » des crédits mais elle a aussi donné lieu à une concurrence assez forte qui s'est traduite par une baisse de la marge sur la nouvelle production de crédits. Ce contexte a rendu inopérante la stratégie mise en œuvre par certaines banques de compenser la baisse des taux par des volumes de crédit plus importants.

Au total, cette dernière vague de renégociations a conduit à amputer la marge nette d'intermédiation des banques française d'environ 6 Md€ / an pour les prochaines années. À titre d'illustration, cette « perte » récurrente est à rapprocher d'une marge d'intermédiation totale des banques françaises d'environ 70 Md€ en 2018.

Il me semble toutefois utile de nuancer le rôle des taux bas sur la rentabilité de l'intermédiation bancaire : la baisse des taux depuis le début de la crise a soutenu l'économie et, ce faisant, a contribué à la fois à soutenir la demande de crédit et à contenir le coût du risque pour les banques. Pour autant, ces effets particulièrement bénéfiques à la sortie de la crise s'estompent progressivement. Ainsi, il est peu probable (ni réaliste) que le coût du risque baisse davantage.

Enfin, cette pression sur la rentabilité des banques intervient aussi à un moment où d'autres changements structurels obligent à des investissements importants et posent aux banques des questions fondamentales sur leur *business model* et leur manière d'opérer. La transition numérique (« *digitalisation* ») représente un défi de taille pour des établissements qui consacrent déjà 15 % à 20 % de leur résultat (produit net bancaire) à l'entretien de leurs systèmes d'information. L'effort d'investissement supplémentaire lié à la « *digitalisation* » est forcément contraint par les circonstances actuelles.

L'impact des taux bas sur les activités d'assurance

Les évolutions de taux d'intérêt ont également contribué à attirer l'attention sur les organismes d'assurance pour lesquels la baisse des taux d'intérêt a un double effet :

- d'une part le rendement de leurs actifs baisse progressivement depuis quelques années. Le taux de rendement de l'actif était de 2,7 % en 2018 contre près de 4 % en 2009. La baisse est lente dans la mesure où les organismes ont encore à leur actif des titres, notamment obligataires, originés à un moment où les taux étaient plus élevés. Néanmoins, elle va s'accélérer (la moitié des obligations en portefeuille présentant un rendement supérieur à 3 % à une durée résiduelle de moins de 3 ans) et, compte tenu de l'inertie des portefeuilles (qui est le pendant de la lenteur de la baisse), les rendements sont durablement faibles même si les taux de marché venaient à remonter ;
- par ailleurs, la baisse des taux longs intervenue cet été a conduit à une baisse des taux de revalorisation des engagements longs (assurance-vie, responsabilité civile, assurance construction, etc.).

Ce double effet de revalorisation (tardive mais immédiate) des engagements et de baisse (ancienne et progressive) du rendement de l'actif oblige les assureurs à engager une réflexion de fond sur leur offre et leur positionnement. Au-delà des solutions de court terme (renforcer l'offre d'unité de compte – ce qui nécessite une attention renouvelée au devoir de conseil – ou développer de nouveaux produits), cela devrait probablement les conduire à se recentrer sur des produits et des services dont le contenu en assurance est plus marqué.

Des effets qui se renforcent

Enfin, il faut souligner que ces effets se renforcent mutuellement.

Confrontés à la baisse du rendement des classes d'actifs traditionnelles, les investisseurs institutionnels augmentent progressivement leur allocation dans des classes d'actifs alternatives.

En miroir de cette prise de risque des investisseurs institutionnels, on retrouve l'endettement croissant des agents non financiers et des valorisations particulièrement élevées pour ce type

d'actifs pour lesquels le maintien d'une rémunération suffisante des risques, en particulier de l'illiquidité, n'est plus évidente.

Ainsi, la très forte collecte des fonds de capital investissement se traduit par de niveaux de capacité d'investissement inemployée (« *dry powder* ») particulièrement élevée et une concurrence forte qui se traduit par des transactions intervenant à des multiples très élevés (récemment de l'ordre de 10x EBITDA).

3. ... et invitent à mobiliser et bien articuler les politiques publiques.

Dans ce contexte, que devons-nous faire ?

Une réponse structurelle aux problèmes structurels

Il s'agit d'abord de reconnaître les causes de la situation actuelle : il est souhaitable de sortir **progressivement** de cette situation de taux bas. Dans la mesure où cette situation a des causes structurelles, à long terme, les remèdes sont aussi structurels. Il s'agit en particulier de renforcer le potentiel de croissance de nos économies et de combler le déficit d'investissement (privé et public) dont souffre la zone euro au regard de son épargne abondante. Ceci passe notamment par des politiques structurelles visant à promouvoir l'innovation et la productivité. Ceci passe aussi par une amélioration de la qualité de la dépense publique, en l'orientant davantage vers des dépenses tournées vers l'avenir et l'investissement.

À plus court terme et dans une logique conjoncturelle, les taux d'intérêt très bas et proches de leur borne inférieure rendent possibles et souhaitables un soutien contra-cyclique plus actif de la politique budgétaire, aux côtés de la politique monétaire. En l'absence d'une capacité budgétaire de la zone euro, ceci doit se faire au niveau des politiques nationales, mais de façon différenciée. Les États membres qui disposent de marges de manœuvre budgétaires devraient les employer, d'autant que certains d'entre eux font face à une quasi-stagnation de leur économie. Quant aux États membres qui sont contraints par leur niveau trop élevé d'endettement, des taux d'intérêt durablement plus bas peuvent leur donner la possibilité d'étaler un peu plus dans le temps le nécessaire ajustement de leur solde structurel primaire, tout en laissant jouer les stabilisateurs automatiques.

La réponse micro et macroprudentielle

S'agissant des conséquences immédiates de l'environnement de taux bas sur la stabilité financière, il faut d'abord souligner que la capacité du secteur financier à absorber des chocs a été considérablement renforcée depuis la crise. À titre d'illustration, le capital soutenant l'activité des banques a plus que doublé depuis la crise et les activités de transformation des banques sont mieux encadrées.

Néanmoins, la capacité du système à absorber des chocs reste encore insuffisante.

D'un point de vue microprudentiel (c'est-à-dire de la stabilité individuelle des établissements), les superviseurs restent attentifs à ce que les banques poursuivent leur effort d'assainissement de leur bilan (en particulier, pour les établissements de certains États membres qui portent encore les séquelles de la crise, à réduire le poids des créances compromises). De manière prospective, ils s'attendent à ce que les institutions financières (banques comme organismes d'assurance) fassent preuve de prudence lorsqu'il s'agit d'apprécier par exemple le risque de crédit ou de contrepartie qu'elles prennent ou encore l'illiquidité des investissements qu'elles réalisent, de gérer les risques de taux auxquels elles sont exposées ou, d'une manière générale, d'adopter des modèles d'affaires (« *business models* ») soutenables.

En parallèle, alors que les risques s'accroissent, il est urgent de finaliser l'effort de renforcement du cadre réglementaire qui a été conduit depuis 10 ans tandis que de nouveaux risques, qu'ils s'agissent des risques portés par la disruption numérique (« *digitalisation* »), comme les risques cyber, ou ceux liés au changement climatique, doivent être bien anticipés, mieux compris et effectivement pris en compte.

D'un point de vue macroprudentiel (c'est-à-dire de la stabilité et de la résilience du système financier), une politique macroprudentielle plus active est nécessaire pour prévenir l'apparition de poches de vulnérabilités et pour contribuer, dans la mesure du possible, au renforcement de la résilience financière et macroéconomique. Il s'agit de faire face à des risques structurels plus importants comme à la montée du risque cyclique.

C'est dans ce contexte, et pour faire face au développement possible d'une population de grandes entreprises très endettées, que le Haut Conseil de Stabilité financière a décidé, en décembre 2017, de limiter l'exposition des principales banques françaises vis-à-vis des grandes entreprises françaises très endettées (avec une dette représentant plus de 100 % des fonds propres) et consacrant une partie déjà importante (plus de 33 %) de leur résultat au service de leur dette.

C'est toujours dans ce contexte, et prenant acte de la dynamique d'ensemble du crédit, qu'il a décidé de relever le taux du coussin contracyclique (CCyB) à 0,25 % à compter de juillet 2019 puis 0,5 % à partir d'avril 2020 pour renforcer la capacité d'absorption de perte des banques et disposer de marges de manœuvre afin de pouvoir relâcher la contrainte en capital des banques en cas de risque de rationnement du crédit afin de renforcer la résilience du secteur bancaire et de l'économie face à un éventuel choc financier.

Le Haut Conseil réfléchit actuellement à ce qu'il convient de faire en matière de crédit immobilier pour assurer la soutenabilité de la dynamique d'endettement des ménages, éviter le

développement de pratiques d'octroi plus risquées et limiter le risque d'une rentabilité insuffisante de ces encours au bilan des banques.

La France n'est pas un cas à part en Europe :

- 13 États membres de l'UE (et de l'EEE) ont aussi pris des mesures de renforcement du capital des banques ;
- 22 États membres ont pris au total 62 mesures en relations avec leur marché immobilier.

Conclusion : Les limites de la politique macroprudentielle et les besoins de politiques mieux articulées

Si une politique macroprudentielle plus active est absolument indispensable, il convient toutefois de garder à l'esprit quelques limites :

Tout d'abord, notre palette d'instruments est actuellement très centrée sur les banques. Nous avons réalisé certains progrès vers une extension de la politique macroprudentielle au-delà du secteur bancaire. Mais nous devons reconnaître qu'il nous reste du chemin à faire et que cela devient une question urgente, dans la mesure où le secteur non bancaire évolue en réaction à l'environnement macrofinancier et aux modifications du cadre de réglementation.

De plus, notre arsenal macroprudentiel étant encore relativement nouveau et non testé, une incertitude demeure quant à l'ampleur quantitative des effets de nos interventions. L'expérience nous enseignera comment adapter et ajuster nos politiques au fil du temps, mais l'incertitude demeurera une caractéristique de l'élaboration de politiques en conditions réelles.

Enfin, nous devons nous abstenir de tout excès de confiance : au fil du temps, nous élaborerons une palette plus complète d'instruments macroprudentiels et nous apprendrons à en faire le meilleur usage. Mais même si les politiques macroprudentielles peuvent certainement apporter une contribution importante, certaines causes ultimes des crises financières correspondent à des déséquilibres macroéconomiques profonds et demeureront hors de leur portée et ces politiques seules seraient insuffisantes pour assurer la stabilité financière.

C'est pourquoi il est important que les différentes politiques soient conduites de manières coordonnées, sans confondre les objectifs de chacune ni les mandats des autorités qui les mettent en œuvre.

Par exemple, dans la mesure où certains développements financiers peuvent être incités par des dispositions fiscales (biais fiscal en faveur de l'endettement en matière de fiscalité des entreprises, traitement fiscal de la détention immobilière par rapport à d'autres types de patrimoine), il importe, quand c'est possible, de corriger ces biais qui contribuent au développement d'un endettement qui peut devenir excessif.

C'est aussi le cas de l'articulation entre politique monétaire et stabilité financière. Reconnaisant que la politique monétaire a des effets secondaires sur la stabilité financière et que la politique macroprudentielle n'est pas omnipotente, il convient de sortir d'une vision manichéenne qui opposerait une approche de séparation, d'indifférence stricte de la politique monétaire et des préoccupations de stabilité financière et une approche qui mobiliserait la politique monétaire pour contenir les prix d'actifs (« *lean against the wind* »).

L'opposition binaire entre le principe de séparation classique et le fait « d'aller à contre-courant » a d'ailleurs moins de sens lorsque la politique monétaire a elle-même plusieurs instruments à sa disposition. Une voie médiane, que nous pourrions qualifier de « coordonnée » ou « intégrée » est possible et souhaitable.