

## Stabilité financière et politique macroprudentielle

« La crise nous a enseigné que les économies de marché peuvent être intrinsèquement instables et que les coûts de cette instabilité sont considérables. Qu'il s'agisse du chômage ou de la dette publique, il faudra de nombreuses années pour résorber les séquelles de ces quelques mois pendant lesquels le système financier mondial a été près de s'effondrer. » Christian Noyer, juillet 2011

*Le système financier mondial a traversé en 2007-2009 une crise d'une ampleur quasiment sans précédent. Elle a atteint successivement différents marchés, différents acteurs, différents pays, avant de se muer en une crise économique sévère, touchant l'économie réelle. Cet épisode illustre l'enjeu que représente la stabilité du système financier c'est-à-dire la capacité des intermédiaires financiers, des marchés et des infrastructures de marché qui le composent à résister aux chocs et à assurer ainsi l'allocation de l'épargne vers les investissements profitables sans défaillances graves (BCE, 2007). L'objectif de ce Focus est de souligner l'importance de la stabilité financière pour le bon fonctionnement de l'économie réelle et de présenter les objectifs opérationnels et les instruments d'une politique publique, la politique macroprudentielle, qui a pour but explicite et principal d'assurer la stabilité de l'ensemble du système financier.*

### Pourquoi la stabilité financière est-elle primordiale ?

Le système financier a connu des évolutions profondes dans les années récentes, tout en restant étroitement lié à l'économie réelle, qui en dépend pour fonctionner correctement.

1

### Un système financier en bonne santé est nécessaire au développement économique...

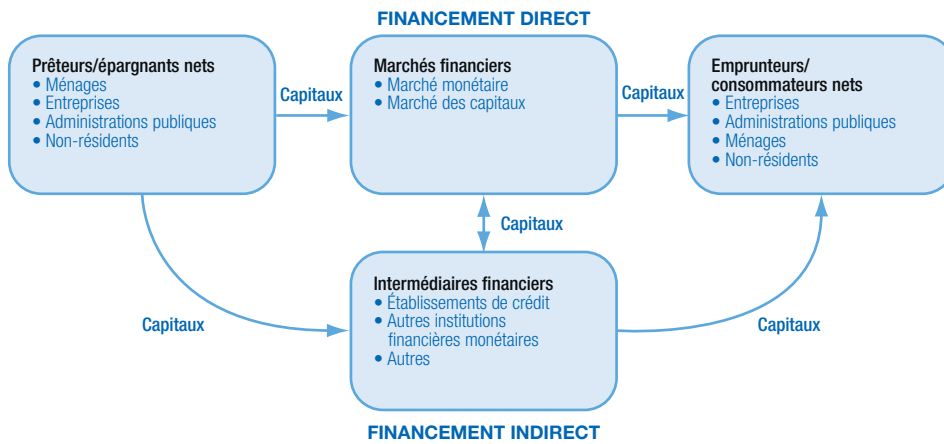
Le système financier est composé de trois types d'entités :

- les marchés financiers, qui sont des lieux, géographiques ou virtuels, où se rencontrent les agents disposant d'un excédent de capitaux (prêteurs) et ceux qui ont besoin de financement (emprunteurs) ;
- les intermédiaires financiers, comme les banques, compagnies d'assurance ou investisseurs institutionnels, qui permettent de mettre en relation prêteurs et emprunteurs. Ils peuvent également, comme les emprunteurs, obtenir des fonds directement sur les marchés financiers grâce à l'émission de titres (actions ou obligations) ;
- les infrastructures financières, qui assurent quant à elles le transfert des paiements et l'échange, la compensation et le règlement des titres.

Le système financier a pour fonction première d'assurer le transfert efficace des ressources des prêteurs vers les emprunteurs. En particulier, il permet de financer la production des entreprises et la consommation des ménages. Le financement de ces activités est indispensable au développement économique, puisqu'elles constituent des moteurs essentiels de la croissance. Ce financement peut s'effectuer par deux canaux : soit par un recours direct aux marchés de capitaux *via* l'émission de titres (actions ou obligations), soit par l'intermédiaire des banques qui octroient des crédits. Dans les économies modernes, ces deux canaux sont complémentaires. Cependant les banques jouent en France un rôle plus important dans le financement de l'économie que dans d'autres pays, comme le Royaume-Uni ou les États-Unis où la désintermédiation est plus poussée. En outre, les ménages et les petites et moyennes entreprises trouvent l'essentiel de leurs sources de financement dans le crédit bancaire<sup>1</sup>. Un système financier sain permet donc d'assurer correctement l'activité d'intermédiation, en évaluant les risques financiers de façon raisonnable, et en étant capable d'absorber les chocs financiers et réels sans répercussions massives.

<sup>1</sup> Voir M. Boutillier et J.-C. Bricongne (2011)

## Les fonctions des systèmes financiers



Source : Banque centrale européenne

## ... son dysfonctionnement pouvant avoir de lourdes conséquences pour l'économie réelle

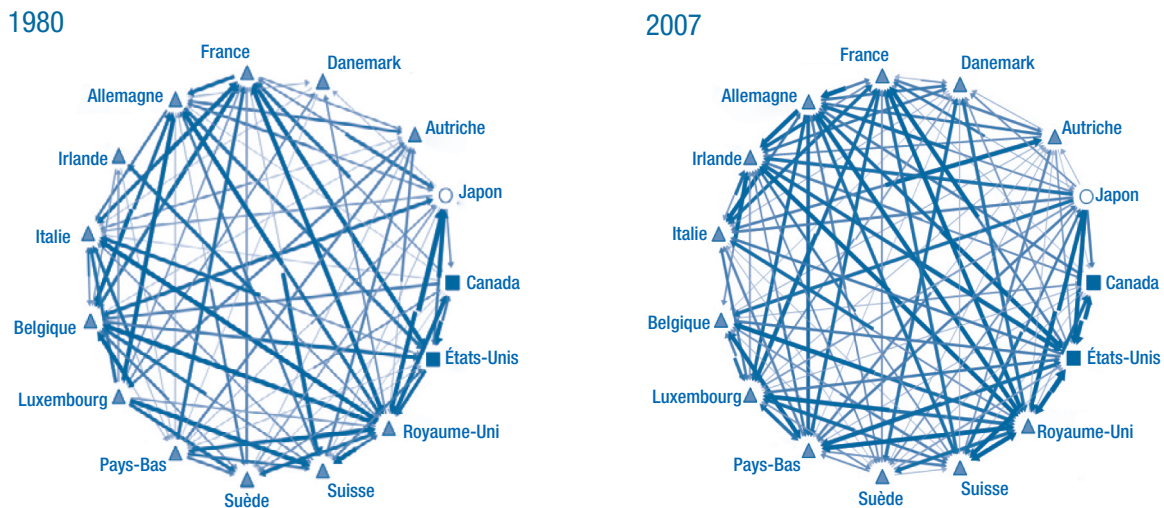
La plupart du temps, le système financier remplit efficacement ses fonctions. Dans certains cas cependant, des épisodes d'instabilité financière peuvent être d'une ampleur telle que les dysfonctionnements se transmettent à l'économie réelle. On appelle ainsi risque systémique le risque d'une défaillance majeure de la fourniture de services financiers ayant des conséquences sérieuses sur l'économie réelle (Conseil de stabilité financière/*Financial Stability Board* – FSB, 2011b). L'un des canaux de transmission d'une crise financière vers l'économie réelle réside dans le grippage de l'activité d'intermédiation. En particulier, les banques arrêtent d'octroyer des financements nouveaux et ne renouvellent plus les crédits arrivant à maturité. Ce phénomène est appelé *credit crunch*. Deux mécanismes peuvent jouer. D'une part, il peut être dû à l'insuffisance de fonds propres des banques. En effet, en période de retournement économique et financier, des pertes peuvent réduire leurs niveaux de capital. Or, les règles prudentielles ne permettent aux banques de prendre des risques que si elles disposent d'un montant suffisant de fonds propres. D'autre part, il peut être la conséquence de l'insuffisance de liquidité. En situation de crise, si les marchés ne fonctionnent plus correctement et que les banques n'ont plus l'assurance de pouvoir se refinancer, elles cessent de fournir des crédits. Dès lors, le financement des activités productives et de la consommation se réduit, ce qui, à son tour, enrayer la croissance économique.

La crise financière et économique de 2007-2009 est un exemple de réalisation du risque systémique. À l'origine, elle trouve sa source dans le développement massif aux États-Unis des prêts hypothécaires, en réponse à la hausse des prix immobiliers dans les années deux mille. Des prêts, dits *subprime*, ont alors été accordés à des ménages ne présentant pas les garanties nécessaires pour accéder aux emprunts ordinaires, et ont été diffusés dans l'ensemble du système bancaire par le biais de la titrisation. La titrisation permet aux banques de se défaire d'une partie du risque financier en regroupant un ensemble de crédits dans un produit unique, revendu ensuite sur les marchés financiers. L'éclatement de la bulle immobilière a précipité les défauts de paiement des ménages sur les prêts *subprime*, déclenchant un phénomène de défiance sur les marchés financiers. En effet, l'opacité et la complexité du mécanisme de titrisation avaient rendu pratiquement impossible la connaissance de l'exposition réelle au risque. La faillite de la banque d'investissement américaine Lehman Brothers, le 15 septembre 2008, a marqué un tournant majeur dans la crise, à la suite duquel les tensions sur les marchés financiers ont atteint leur paroxysme. Elle a déclenché une crise de confiance profonde et généralisée mettant en doute la solvabilité des institutions financières et provoquant le blocage des marchés de capitaux et du marché monétaire interbancaire. En conséquence, les transactions ont été fortement réduites et la prime de risque de contrepartie a brutalement augmenté. La contagion à l'économie réelle s'est opérée essentiellement par le biais de deux canaux : la suspension brutale du financement du secteur privé et l'impact négatif des effets de richesse sur la consommation et l'emploi. En 2009, l'économie mondiale est entrée en récession, le PIB mondial baissant de 0,6 %.

## Les évolutions récentes des systèmes financiers requièrent une meilleure prise en compte du risque systémique

Les évolutions des systèmes financiers sont porteuses de progrès pour les agents économiques, mais sont également source de nouveaux risques qu'il convient de mieux prendre en compte. La première des transformations structurelles profondes ayant touché le système financier a été l'accélération de l'innovation financière. Celle-ci a contribué à développer l'offre de produits et de services financiers permettant de mieux répartir les risques et de fournir de nouvelles stratégies d'investissement et de couverture. Elle s'est néanmoins accompagnée d'une perte d'information avec l'émergence d'instruments complexes, augmentant l'opacité des marchés financiers, et favorisant les prises de risque excessives. Cette évolution a pu accroître les imperfections du système financier, que ce soit à cause d'allocations inefficaces du capital ou d'asymétries d'information. Un second facteur de transformation du système financier est la globalisation qui, alliée à la libéralisation, a renforcé les échanges entre les centres financiers mondiaux et a soutenu l'ouverture des économies nationales. Cette interconnexion croissante et l'augmentation de l'activité en dehors des frontières peuvent néanmoins se révéler dangereuses lorsqu'elles sont porteuses d'effets de contagion (ou effet domino). Enfin, le système financier a vu émerger de nouveaux acteurs, avec le développement d'institutions financières complexes et la croissance du secteur financier parallèle (*shadow banking system*), qui joue un rôle proche de celui du secteur bancaire mais qui échappe en grande partie à la réglementation.

### Illustration de l'intensification des phénomènes d'interconnexion



Source : Minoiu (C.) et Reyes (J.A.), "A network analysis of global banking: 1978-2009", IMF Working Paper n° 74, avril 2011

Note : Ces graphiques en réseau sont construits à partir des prêts interbancaires transfrontaliers. Des liens plus épais entre pays indiquent des flux transfrontaliers plus importants.

## Comment maintenir la stabilité financière ? Le rôle de la politique macroprudentielle

La crise financière a contribué à la prise de conscience généralisée de l'insuffisance des politiques jusqu'alors mises en œuvre. Les actions visant à assurer la stabilité financière sont devenues l'une des priorités du G20, dès le sommet de Londres en avril 2009<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Extrait du communiqué du sommet du G20 de Londres, avril 2009 : « Nous avons décidé que l'ensemble des institutions financières, des marchés et des produits financiers d'importance systémique devront être soumis à un niveau approprié de régulation et de supervision. En particulier nous modifierons nos systèmes réglementaires pour que les autorités soient en mesure d'identifier et de prendre en compte les risques macroprudentiels dans l'ensemble du système financier, notamment dans le cas des banques réglementées, des quasi-banques et des pools de capitaux privés, pour limiter l'accumulation de risques systémiques ».

## Les objectifs de la politique macroprudentielle

S'il est vrai que toutes les politiques économiques, qu'elles soient monétaires, budgétaires, de change ou structurelles, peuvent contribuer à promouvoir la stabilité financière, la politique macroprudentielle a été développée dans le but explicite et principal d'assurer la stabilité de l'ensemble du système financier et d'éviter la constitution ainsi que la matérialisation du risque systémique.

L'objectif de la politique macroprudentielle est double.

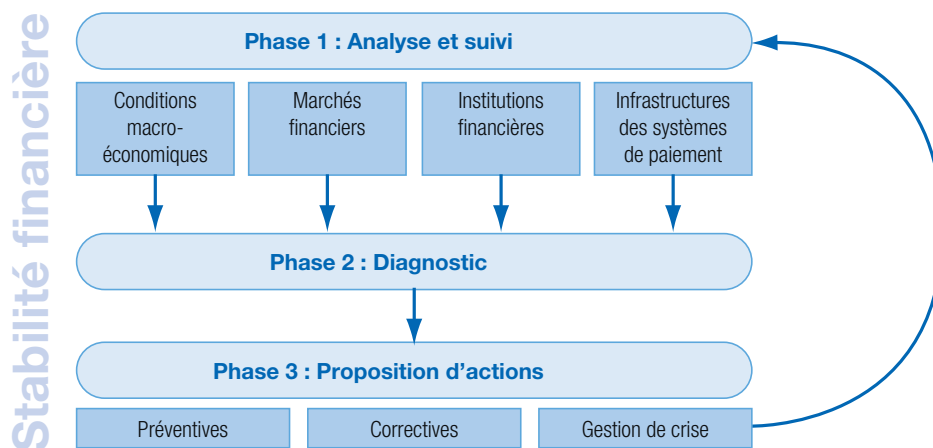
D'une part, il s'agit de lutter contre la « procyclicité » des systèmes financiers, c'est-à-dire l'effet par lequel les systèmes financiers peuvent amplifier les cycles économiques, que ce soit en favorisant l'apparition de phases d'expansion excessives au cours desquelles les risques sont sous-évalués et s'accumulent ou, symétriquement, en renforçant les perturbations dans les phases de contraction du fait d'une aversion excessive aux risques. Ces phénomènes peuvent se traduire par la constitution de bulles de prix d'actifs ou par des retournements brutaux du cycle. Néanmoins la vocation de la lutte contre la procyclicité n'est pas d'éliminer tout cycle financier. En effet, ceux-ci, tant qu'ils restent d'ampleur raisonnable, sont l'expression normale de l'activité économique. Il s'agit plutôt d'éviter une volatilité et une ampleur excessives.

D'autre part, la politique macroprudentielle vise à renforcer la résilience du système financier, c'est-à-dire sa capacité à absorber les chocs financiers ou économiques sans répercussions graves. Pour cela, la politique macroprudentielle cible notamment les institutions d'importance systémique, celles dont la faillite pourrait mettre en danger l'ensemble du système financier. En effet, il ne s'agit pas d'empêcher toute faillite, mais d'éviter celles que le système financier ne pourrait supporter. Dans cette perspective également, la politique macroprudentielle s'attache à limiter les phénomènes de défaillances collectives, qu'ils soient liés à des interconnexions fortes ou à des expositions massives à un risque identique. En réduisant la probabilité et l'impact des défaillances systémiques, la politique macroprudentielle permet ainsi d'éviter que les contribuables ne soient mis à contribution pour soutenir le système financier.

4

## Les outils de la politique macroprudentielle

Agir en faveur de la stabilité financière s'organise en trois étapes : surveiller et analyser la situation économique et financière, diagnostiquer le risque systémique et mettre en place des mesures de réponse adaptées.



Source : Banque de France

L'analyse de la stabilité financière fait l'objet de rapports publiés régulièrement, aux niveaux tant international (*Global Financial Stability Report* du Fonds monétaire international – FMI), qu'europpéen (*Financial Stability Review* de la BCE, *Risk Dashboard* du Comité européen du risque systémique – CERS/ESRB) ou français (*Revue de la stabilité financière* ou *Documents et débats* de la Banque de France). L'identification et la surveillance du risque systémique passent par la mise en place d'outils nouveaux.

La Banque de France, par exemple, a développé un ensemble d'indicateurs du risque systémique fondés sur les données de marché et utilise des analyses de la théorie des réseaux et des systèmes complexes afin de mettre en lumière les interdépendances entre les institutions financières et d'identifier les canaux de contagion possibles.

### Quelques indicateurs de risque systémique développés à la Banque de France

- **La distance au défaut** : issu des modèles de Black et Scholes (1973) et Merton (1974) et appliqué aux banques françaises. Mesure la probabilité de défaut à horizon d'un an d'un établissement à travers l'écart entre la valeur de ses actifs et le niveau de ses dettes : plus cet écart est faible et plus l'établissement est proche d'une situation d'insolvabilité.
- **L'indicateur de stabilité bancaire (banking stability indicator – BSI)** : issu des travaux de Segoviano et Goodhart (2009) et appliqué à un échantillon de banques européennes ainsi qu'aux pays de la zone euro pour incorporer le risque souverain. Mesure la probabilité de défaut conjointe de plusieurs institutions à partir de données de marché (credit default swap – CDS).
- **La perte marginale anticipée (marginal expected shortfall – MES)** : issu du modèle d'évaluation des actifs financiers (capital asset pricing model, CAPM) et appliqué à un échantillon de banques internationales. Mesure le rendement anticipé de l'actif investi par un établissement conditionnellement à un choc majeur survenu au sein du système financier.

Une fois le risque identifié, les instruments macroprudentiels s'attachent à limiter ce risque ou à éviter sa constitution. Les instruments macroprudentiels peuvent être de deux natures.

Ils peuvent être d'une part des instruments spécifiquement construits pour la politique macroprudentielle, à l'instar du coussin de capital contracyclique, qui impose de constituer des réserves de précaution en capital en phase haute du cycle qui pourront ensuite être utilisées pour faire face aux difficultés dans les situations de retournement de la conjoncture.

Ils peuvent être d'autre part des instruments reconfigurés, utilisés à l'origine par d'autres politiques économiques, et redéfinis pour remplir un objectif de stabilité financière. C'est le cas par exemple des exigences de détention de capital par les banques. Si les ratios de solvabilité minima imposés par les accords de Bâle à toutes les banques sont un instrument microprudentiel car ils permettent de garantir la bonne santé financière de chaque institution, l'exigence que les institutions systémiques détiennent davantage de capital (« surcharge en capital ») est quant à elle une mesure macroprudentielle car son objectif est de limiter les risques pesant sur le système financier dans son ensemble en renforçant la capacité des institutions critiques à absorber les chocs.

5

En outre, les instruments macroprudentiels peuvent être classés en deux catégories, en fonction de l'objectif macroprudentiel poursuivi, à savoir limiter la procyclicité ou augmenter la résilience du système financier face aux chocs. Le premier type d'instruments s'attache à limiter la constitution de bulles et à lisser les cycles. Il peut s'agir, par exemple, de contraindre la capacité d'endettement des agents économiques en fonction de leur niveau de revenus (ratios *debt-to-income*) pour éviter les bulles de crédit insoutenables, ou d'imposer des mesures de provisionnement dynamique des pertes. Le second type d'instruments vise à augmenter la capacité d'absorption des chocs, comme la surcharge en capital pour les institutions systémiques ou l'exigence de détention d'actifs liquides pour faire face aux situations de gel des marchés, et à rendre le système financier moins complexe.

### Exemples d'instruments macroprudentiels

	Objectif	
	Lutter contre la procyclicité	Augmenter la résilience
Nature 1 : instruments purement macroprudentiels		
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Coussins de capital contracycliques</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Surcharges en capital pour les institutions systémiques</li> <li>• Ratios de liquidité</li> </ul>
Nature 2 : instruments recalibrés		
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ratios <i>debt-to-income</i>, <i>loan-to-income</i> et <i>loan-to-value</i></li> <li>• Provisionnement dynamique</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Interdiction de certaines activités pour les institutions systémiques</li> </ul>

Source : FMI

## Les acteurs de la stabilité financière

Les rapports du Comité de Bâle (2011), du FMI (2011), du Conseil de stabilité financière (2011) ou encore la recommandation du CERS (2011) préconisent de définir de façon claire le cadre institutionnel et le mandat de la politique macroprudentielle qui, comme toute politique économique, peut sans cela être confrontée à des conflits d'objectifs du fait de son interaction avec d'autres politiques.

D'abord, conflit d'objectifs avec la politique microprudentielle, qui a pour vocation première d'assurer la bonne santé financière de chaque institution. Si ces deux politiques sont généralement complémentaires, une action bénéfique au niveau d'une institution peut parfois avoir des conséquences négatives pour le système dans son ensemble. Par exemple, l'exigence microprudentielle de maintenir des ratios de capital élevés en situation de crise peut peser sur l'ensemble du système en incitant les banques à contraindre brutalement leur bilan et à réduire le volume des crédits, provoquant un ralentissement de la croissance économique. Ensuite, conflit d'objectifs avec la politique monétaire, notamment dans des périodes où elle maintient un taux d'intérêt bas qui peut donner lieu à la constitution de bulles sur les prix d'actifs. Enfin, conflit d'objectifs avec la politique macroéconomique et budgétaire. Des déficits ou des niveaux d'endettement publics trop élevés peuvent conduire à accroître de façon majeure la vulnérabilité du secteur financier. La politique macroprudentielle peut imposer un relèvement des exigences en fonds propres pendant une période de trop forte expansion du crédit, réduisant ainsi la fourniture de crédit à l'économie et, au final, la demande, ce qui est de nature à influencer la politique économique.

Ces conflits potentiels avec différentes politiques peuvent se résoudre par une identification précise de l'autorité macroprudentielle, de ses pouvoirs et de ses responsabilités, le recours à des instruments spécifiques, l'implication forte de la banque centrale en raison de son rôle de prêteur en dernier ressort et de ses multiples domaines d'expertise (macroéconomie, secteur financier, infrastructures financières, etc.), des procédures de gouvernance prédéfinies (stricte séparation des instances décisionnaires notamment) et une hiérarchisation claire des objectifs.

6

Dans les années récentes, les cadres institutionnels international, européen et français ont évolué pour mieux prendre en compte l'objectif de maintien de la stabilité financière, ce qui a conduit à l'apparition de nouveaux acteurs. Premièrement, le Forum de stabilité financière (*Financial Stability Forum, FSF*), créé en 1997, est devenu en mars 2009 le Conseil de stabilité financière, avec une composition élargie à l'ensemble des pays du G20 et un mandat rénové. Son rôle est désormais de promouvoir la stabilité financière internationale au travers d'échanges d'informations renforcés et d'une coopération approfondie dans les domaines de la supervision et de la surveillance du système financier.

De nouvelles instances de surveillance ont également émergé à l'échelle européenne. Le CERS a ainsi été créé en décembre 2010 suite aux recommandations du *Rapport de Larosière* (2009), avec pour mission de surveiller et d'évaluer les menaces potentielles pesant sur la stabilité financière en Europe, et de jouer un rôle d'alerte afin d'éliminer ces menaces. Il réunit les représentants des banques centrales des 27 pays de l'Union européenne, de la BCE, de la Commission européenne et du Système européen de supervision financière. L'architecture des institutions en charge de la stabilité financière va cependant être amenée à évoluer en Europe, où la mise en place d'une union bancaire a été approuvée lors du Sommet européen des chefs d'État et de gouvernement du 14 décembre 2012, suite au *Rapport Van Rompuy*. Le projet de règlement européen, tout en maintenant le CERS, attribue désormais à la Banque centrale européenne des compétences macroprudentielles.

Enfin, en France, une autorité macroprudentielle avec davantage de pouvoirs et un rôle accru pour la Banque de France en son sein devrait être désignée en 2013. Elle devrait être issue d'un renforcement du Conseil de régulation financière et du risque systémique (COREFRIS), créé en 2010 et qui sera renommé Conseil de stabilité financière (CSF). Ce conseil réunit le ministre de l'Économie, le gouverneur de la Banque de France, président de l'Autorité de contrôle prudentiel (ACP), le vice-président de l'ACP, les présidents de l'Autorité des marchés financiers et de l'Autorité des normes comptables, ainsi que des personnalités qualifiées. Parallèlement, la Banque de France sera dotée d'un mandat explicite en matière de stabilité financière.

## Références

- Acharya (V.V.), Pedersen (L.H.), Philippon (T.) et Richardson (M.) (2010) "Measuring systemic risk"
- Banque de France (février 2009) « La crise financière », *Documents et débats*, n° 2
- Banque de France (septembre 2009) « Quel avenir pour la régulation financière ? », *Revue de la stabilité financière*, n° 13
- Banque de France (janvier 2010) « De la crise financière à la crise économique », *Documents et débats*, n° 3
- Banque de France (juillet 2010) « Les produits dérivés, l'innovation financière et la stabilité financière », *Revue de la stabilité financière*, n° 14
- Banque de France (avril 2012) « Dette publique, politique monétaire et stabilité financière », *Revue de la stabilité financière*, n° 16
- Borio (C.) (2009) « L'approche macroprudentielle appliquée à la régulation et à la surveillance financières », *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, n° 13
- Borio (C.), Furfine (C.H.) et Lowe (P.) (2001) "Procyclicality of the financial system and financial stability: Issues and policy options", *BIS Paper* n° 1
- Boutillier (M.) et Bricongne (J.-C.) (2011) « Désintermédiation ou diversification financière ? Le cas des pays développés », *Revue d'économie politique*, vol. 121
- Brunnermeier (M.K.), Crockett (A.), Goodhart (C.), Persaud (A.D.) et Shin (H.S.) (2009) "The fundamental principles of financial regulation", *Geneva Reports on the World Economy* 11
- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2010) "Basel III: International framework for liquidity risk measurement, standards and monitoring" *BCBS Paper* n° 188
- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2011) "Global systemically important banks: Assessment methodology and the additional loss absorbency requirement" *BCBS Paper* n° 201
- Conseil de stabilité financière (2011a) "Shadow banking: Scoping the issues. A background note of the Financial Stability Board"
- Conseil de stabilité financière (2011b) "Progress report to the G20"
- Comité européen du risque systémique (2011) « Recommandation concernant le mandat macroprudentiel des autorités nationales », N° CERS/2011/3
- Comité sur le système financier mondial (2010) "Macroprudential instruments and frameworks: A stocktaking of issues and experiences", *CGFS Publications* n° 38
- Comité sur le système financier mondial (2012) "Operationalising the selection and application of macroprudential instruments"
- Fonds monétaire international (2011) "Macroprudential Policy: An Organizing Framework"
- Minoiu (C.) et Reyes (J.A.) (2011) "A network analysis of global banking: 1978-2009", *IMF Working Paper* n° 74

Contacts : [service.de.presse@banque-france.fr](mailto:service.de.presse@banque-france.fr)