

Les banques centrales et la stabilité macro-prudentielle

par

M. Serge Kolb
Membre du Directoire

17ème Réunion des gouverneurs des banques centrales des pays francophones

13-14 mai 2010

Montréal, Canada

Le rôle informatif de la récente crise

- Pour les économistes, les chocs sont souvent considérés comme étant des phénomènes exogènes à la sphère réelle ou à la sphère financière. C'est quelque chose qui vient d'ailleurs (du ciel peut-être!). Cette approche est équivalente au résidu de Solow en ce qui concerne la productivité ou à l'introduction des chocs dans les modèles d'équilibre général. Cette observation me ramène à l'analyse des risques agrégés. Ces derniers sont actuellement modélisés comme étant des facteurs exogènes avec des processus linéaires. Or, la récente crise a démontré que les risques se sont développés à l'intérieur de la sphère financière. Et leur amplification s'explique par l'interdépendance des acteurs et des marchés. Autrement dit, ils sont endogènes au système et leur accumulation serait dictée par un processus complexe et non-linéaire. Dans ce contexte, il est primordial d'améliorer notre compréhension de l'émergence et de l'accumulation des risques à l'intérieur du système.
- La seconde leçon de la crise est l'importance de l'interaction entre les sphères financière et réelle. Les chocs réels sont relégués au second rang et la réaction de beaucoup de monde a donné l'impression que la nature de la

récente crise était un phénomène nouveau. Or, le monde a fait l'expérience de multiples crises d'une même nature (crise de 1929, crise asiatique, crise bancaire dans les pays nordiques, crise immobilière et bancaire au Japon). Le point commun à l'ensemble de ces crises est l'accumulation de risques financiers. L'accumulation des risques au sein du secteur financier n'est pas neutre pour l'économie réelle. L'inverse est vrai aussi.

- Le troisième élément révélé par la crise est le renouveau de la thèse de Minsky relative à l'explication du cycle de crédit. Selon les récentes études, il s'avère que l'excès du volume de crédits attribué à l'économie pendant la période 2002-2007, période de cycle favorable,

a contribué amplement à la crise et au retournement du cycle. D'ailleurs, le Comité de Bâle sur la surveillance bancaire a proposé récemment l'adoption d'un instrument macro-prudentiel qui consiste en la mise en place d'un coussin de capitaux propres pour les banques (« capital buffers ») dont le niveau dépendra du rapport entre l'encours des crédits et le PIB de chaque pays.

- L'excès de l'endettement et de prise de risques à travers des investissements dans des produits financiers complexes a joué un rôle non négligeable dans la fragilité du secteur financier. La dispersion du risque par le canal dit de la titrisation et/ou du modèle d'affaires, en l'occurrence le « originate-and-distribute model » adopté par certains établissements, fut illusoire. Le maintien des liens avec les SPVs (« special purpose vehicles ») à travers d'importants engagements enregistrés dans le hors-bilan a été un facteur déterminant dans l'explication des problèmes de liquidité après le déclenchement de la crise des « subprimes ».
- L'ensemble de ces éléments a révélé que le dispositif existant de la supervision micro-prudentielle est insuffisant. Son efficacité a même diminué face à la complexité et à la rapidité de l'innovation financière. De plus, l'approche micro-économique pure n'est nullement adaptée à la détection des risques systémiques susceptibles d'affecter non pas les établissements

financiers d'une manière individuelle, mais les systèmes financiers dans leur ensemble.

- La récente crise a donné une impulsion considérable en faveur de la mise en place d'un dispositif de supervision macro-prudentielle. Et les réformes en cours de l'architecture de la supervision au niveau de l'Union européenne vont permettre au système de s'appuyer sur deux piliers, qui sont la supervision micro et macro-prudentielle.

Un système à deux piliers, mais quel sera le contenu du nouveau pilier macro-prudentiel?

- Avant de donner un aperçu sur le rôle futur des banques centrales en matière de supervision macro-prudentielle, permettez-moi de m'attarder quelques instants sur quelques difficultés sous-jacentes à la mise en place d'une telle approche.
- La multiplicité des définitions attribuées à la stabilité financière a pour corollaire l'inexistence d'une définition communément acceptée. Il en résulte que la stabilité financière demeure une notion économique vague. Toutefois, il est important de souligner que tout le monde s'accorde sur le fait que stabilité financière n'est nullement synonyme d'immobilité. Elle reflète plutôt l'absence de mouvement abrupt et important susceptible de déstabiliser le système dans son ensemble. Elle est à appréhender à travers l'analyse du risque systémique.
- L'objectif peut être décliné en deux éléments :
 - améliorer la solidité du système financier (« resilience »)
 - atténuer les cycles financiers (« lean against the financial cycle »)

La BCL a adopté la définition de l'Eurosysteme : « La stabilité financière est une situation dans laquelle le système financier, qui englobe les intermédiaires financiers, les marchés et les infrastructures de marché, est capable de résister aux chocs et de résorber les déséquilibres de la sphère financière, minimisant ainsi la vraisemblance d'émergence de facteurs de perturbation susceptibles de compromettre une allocation efficiente de l'épargne ». En dépit de l'attractivité de cette définition, elle

requiert des éléments additionnels pour aboutir à un modèle macro-économique incorporant cette notion de stabilité.

Compte tenu de cette difficulté et du caractère multidimensionnel de la stabilité financière, les différents travaux se limitent à une approximation de la stabilité financière par des variables sectorielles, telles que la probabilité de défaut, le risque de marché,... Néanmoins, il serait difficile d'accepter l'idée que l'adoption d'une seule variable soit en mesure de capter l'ensemble des facteurs d'instabilité. Il en résulte une difficulté supplémentaire qui est la délimitation des frontières du contenu de la surveillance macro-prudentielle et des instruments susceptibles d'être adoptés.

Pourquoi les banques centrales doivent être impliquées dans la surveillance macro-prudentielle

Pourquoi les banques centrales, dont la mission principale est la stabilité des prix, sont-elles concernées par les problématiques ayant trait à la stabilité financière et à la supervision macro-prudentielle? De multiples raisons justifient la nécessaire implication des banques centrales.

Les premières sont des arguments de fond:

La récente crise a révélé que le marché monétaire ou interbancaire est un canal puissant pour la transmission des chocs de liquidité. Et tout dysfonctionnement au sein de ce marché aurait un impact sur le niveau des taux d'intérêt et sur la disponibilité de la liquidité susceptible d'affecter l'efficacité de la politique monétaire. D'ailleurs, pendant la crise, la monnaie de banque centrale s'est substituée à celle du marché interbancaire.

Le second argument de taille, et qui devrait mériter des travaux de recherche à l'avenir, est afférent à l'optimalité de la politique monétaire en présence d'un système financier fragile. Autrement dit, comment réconcilier la recherche d'optimalité de la politique monétaire avec l'instabilité financière? Il semble qu'en période de turbulences et/ou de crise, l'objectif de stabiliser le système financier domine celui de la stabilité des prix. Néanmoins, il faut être conscient que l'objectif de la stabilité des prix n'est nullement en opposition avec la stabilité financière.

Enfin, l'innovation financière et le rôle croissant des marchés financiers ont favorisé la dominance des nouveaux canaux de transmission de la politique monétaire en comparaison avec les canaux traditionnels dans un système d'intermédiation dont le canal de crédit ou de taux d'intérêt fut dominant. En effet, les marchés financiers, l'importance de la prise de risque, la régulation,... sont devenus des canaux importants dans la transmission de la politique monétaire. Cette évolution a conduit certains économistes à suggérer l'intégration des prix des actifs financiers parmi les objectifs des banques centrales. Ceci impliquerait l'adoption d'actions à contre courant de la part des banques centrales en période de bulles des prix des actifs (« lean against the wind »). Cependant, cette problématique est sujette à beaucoup de scepticisme et elle continue de rythmer les débats entre orthodoxes et hétérodoxes sans qu'aucun consensus et/ou une convergence de vues sur la pertinence des modèles à adopter n'en résulte. Quant aux règles en préparation à Bâle en termes d'exigence de capitaux propres, de levier d'endettement et de liquidité, elles auront certainement un impact sur les mécanismes de transmission de la politique monétaire. C'est un nouveau canal qu'on peut qualifier de « régulation constraint channel ».

La seconde catégorie d'éléments en faveur de l'implication des banques centrales en cette matière sont des arguments de forme. Elle consiste dans le fait que:

Les banques centrales sont en charge de la surveillance des infrastructures (systèmes de paiement, systèmes de règlement titres,...). Dans beaucoup de cas, elles ont la responsabilité de la surveillance micro-prudentielle et, dans certains cas, elles ont la responsabilité particulière de la supervision de la liquidité des marchés et des acteurs. Enfin, elles ont développé une expérience en matière de stabilité financière ou d'analyses macro-prudentielles; un tel savoir est reflété dans de multiples publications spécifiques ou dans les revues de stabilité financière.

Quel rôle pour les banques centrales pour assurer la stabilité macro-prudentielle?

Après avoir décrit les arguments en faveur de l'implication des banques centrales dans la supervision macro-prudentielle, la question naturelle qui suit est relative au rôle à attribuer aux banques centrales.

Tout le monde s'accorde sur le fait que la mission principale des banques centrales en cette matière serait l'identification des risques potentiels au niveau agrégé à travers la mise en place d'un système d'indicateurs avancés de détection des risques, le choix d'instruments macro-prudentiels et l'émission d'alertes et de recommandations en la présence de risque systémique. Dans ce contexte, deux problèmes de taille doivent être résolus :

Le premier est relatif au choix des instruments de la surveillance macro-prudentielle, tandis que le second concerne le conflit potentiel entre la politique monétaire et les exigences en termes de stabilité financière.

Les instruments macro-prudentiels

Le « Committee on the Global Financial System » auprès de la Banque des règlements internationaux a conduit récemment une enquête auprès de 33 banques centrales pour dénombrer les instruments macro-prudentiels adoptés dans les différents pays sondés. Il ressort de cette enquête que les instruments utilisés sont plutôt d'une nature micro-prudentielle, mais dotés d'une finalité systémique et donc agrégés au niveau de l'ensemble du secteur concerné, en l'occurrence le secteur bancaire. Il semble également que les instruments adoptés dans chaque pays soient dictés par les caractéristiques de leur propre économie. Autrement dit, il serait difficile d'adopter les mêmes instruments pour l'ensemble des pays. En effet, il est plus approprié d'adopter par exemple le ratio des crédits au PIB pour les pays où le secteur d'intermédiation est dominant dans le financement de l'économie (« bank-based system »), tandis que dans un pays où le financement par l'intermédiaire du marché financier est important (« market-based system »), d'autres critères seront plus adéquats.

Par ailleurs, le choix des instruments doit tenir compte de l'importance des interactions entre les instruments de la politique macro-prudentielle et les instruments spécifiques aux secteurs. En effet, la politique macro-prudentielle et ses instruments sont en interaction permanente avec les différentes composantes de la gestion de l'économie (politique monétaire, politique budgétaire, et les spécificités sectorielles). Cette dynamique peut générer des conflits entre les objectifs de la

politique macro-prudentielle et ceux de la politique budgétaire ou monétaire. Je me limiterai simplement à la politique monétaire.

**Politique macro-prudentielle et politique monétaire:
une relation potentiellement conflictuelle**

En principe, le succès des politiques monétaire et macro-prudentielle est l'ultime but recherché. Il est synonyme de stabilité des prix et de stabilité financière. Cependant, la conduite de ces deux politiques n'est pas une tâche aisée. Elle nécessite un approfondissement de la coordination des deux politiques et potentiellement un réglage fin pour minimiser les actions divergentes. Par exemple, en présence d'une accélération du volume du crédit à l'économie induit par une croissance rapide de la demande agrégée, les deux politiques sont susceptibles d'agir dans le même sens.

Cependant, en présence d'un choc de productivité positif, la politique monétaire est susceptible de devenir moins restrictive du fait de la baisse des pressions inflationnistes, tandis que la politique macro-prudentielle est susceptible de devenir plus restrictive en réponse à l'accumulation des risques financiers induits par la baisse des taux d'intérêt et par l'embellie des actifs financiers due au choc de productivité.

Une seconde source de conflit peut être attribuée au levier d'action de chaque politique. Pour la politique monétaire, c'est la régulation de la demande agrégée, tandis que la politique macro-prudentielle privilégie les conditions d'offre du crédit. Cette divergence est potentiellement conflictuelle dans la mesure où la régulation des conditions d'offre du crédit affecte l'amplitude du cycle financier et par là-même l'efficacité de l'instrument des taux d'intérêt en matière d'ajustement de la demande agrégée. Dans ce contexte, il me semble que la réconciliation des deux politiques dépendra du degré d'implication de la politique monétaire dans la régulation du cycle financier.

Finalement, il y a lieu de souligner que les nouvelles approches, qui commencent à s'esquisser, nécessiteront encore d'importants investissements sur les plans aussi bien académique qu'institutionnel afin d'asseoir les nouveaux concepts sur des bases robustes.