

(In)Stabilité financière, politique macro-prudentielle et régulation financière : un vaste chantier



Résumé:

- La dernière crise financière a mis en exergue les carences du système bancaire et financier : un environnement risqué, le risque systémique, une réglementation émolliente sont autant d'éléments ne garantissant pas la stabilité financière.
- Bâle III représente la première étape pour renforcer la résilience du système financier mais la politique macro-prudentielle doit jouer un rôle plus important dans les années à venir pour maximiser l'efficacité de la régulation.
- Les Banques Centrales auront également un rôle majeur dans le processus de prévision des crises : l'Union Bancaire et la création de Mécanisme Unique de Supervision vont dans ce sens mais des conflits d'intérêts risquent d'apparaître.

Le 9 avril dernier, le Centre d'analyse stratégique (CAS), institution d'expertise et d'aide à la décision au service du Premier ministre, présentait sa nouvelle note d'analyse sur la politique macro-prudentielle contre l'instabilité financière. A l'occasion d'un point presse le CAS est revenu sur quelques aspects de ce type de politique, en discutant notamment des apports de la nouvelle réglementation bancaire avec Bâle III, de la politique macro-prudentielle et des enjeux de l'union bancaire. Dans le cadre de cet article nous reviendrons sur les éléments présentés dans cette note tout en fournissant certaines interprétations et explications complémentaires afin de bien cibler les différents autour de cet enjeu crucial qu'est la stabilité financière.

Une crise qui tire la sonnette d'alarme

Un des enseignements à tirer de la crise de 2007-2009 est que le **système financier**, dans son état d'avant crise, n'était **pas suffisamment robuste pour assurer sa stabilité**. Ni les règles prudentielles établies par le Comité de Bâle, ni les différents établissements financiers (les banques, les institutions de contrôle et de supervision ou encore les Banques Centrales) n'ont été en mesure d'anticiper et de se prémunir d'un tel choc et encore actuellement, malgré les interventions (salvatrices mais malheureusement sous certaines contraintes douloureuses) des Etats et des Banques Centrales, la stabilité financière est loin d'être assurée. Pour autant elle représente un enjeu majeur pour les années à venir, au vu du lien étroit qu'elle entretient avec l'économie réelle. De plus, comme l'ont démontré Reinhart et Rogoff dans leur ouvrage de 2009 [1], les cycles économiques et financiers ne sont pas superposés, mais depuis une vingtaine d'années, les crises bancaires et financières ont tendance à précéder aux crises économiques (dans le cadre de la dernière crise, les effets de *spill-over* vont clairement de la finance vers l'économie réelle).

C'est donc dans cette optique que s'organisent et se mettent en place depuis quelques années des nouvelles normes (Bâle III), de nouvelles institutions (Mécanisme Unique de Supervision) ainsi que de nouveaux outils (coussins contracycliques) afin de construire et garantir la stabilité de demain. A travers sa note, le CAS place la politique macro-prudentielle au centre du dispositif de la régulation financière. Cette politique, comme son nom l'indique, s'intéresse à deux questions essentielles: le macro, c'est-à-dire le système financier dans son ensemble, ses interactions avec le système économique et le prudentiel, qui a un aspect plus préventif en se basant sur l'étude des cycles, des déséquilibres ou des bulles financières. Le macro-prudentiel est donc un élément incontournable et complémentaire du micro-prudentiel (qui se concentre davantage sur la surveillance de chaque institution) pour encadrer le risque systémique.

Du risque systémique, sous toutes ses formes

Il n'existe pas de définition officielle du risque systémique mais on peut l'assimiler à une forte instabilité financière, qui perturbe le fonctionnement du système financier dans son ensemble et affecte significativement la croissance et le bien être économique. Le **risque systémique** s'inscrit donc dans une conception assez large, prenant en compte l'ensemble des interactions au sein du système financier ; en cela il s'oppose aux risques individuels ou idiosyncratiques [2]. Selon la littérature économique il possède deux dimensions : **une dimension temporelle**, qui prend en compte les déséquilibres financiers à travers l'étude des cycles economico-financiers, des bulles de prix d'actifs ou encore des booms du crédit ; **une dimension intersectorielle** qui prend en compte l'interdépendance financière entre les institutions, les plates-formes financières et les outils utilisés.

Une meilleure supervision du risque systémique semble donc prioritaire et dans sa note le CAS cible trois éléments majeurs qui selon eux sont à la source du risque systémique :

1. Les effets mimétiques : dans un environnement où certains agents prennent le maximum de risques, les autres agents ont tout intérêt à suivre la même tendance car ils savent que si la pérennité du système est remise en cause, ils seront nécessairement sauvés. Ce comportement d'aléa moral peut donc conduire à des effets momentum [3] très dangereux contribuant à considérablement déconnecter les risques de la réalité et à les accroître [4]. Ce type de phénomène est d'autant plus important en présence d'institutions *Too Big To Fail*.
2. Les fire sales : phénomène de ventes en catastrophe, conduisant à une chute brutale des valeurs des actifs amenant à des faillites en chaîne des certains établissements bancaires ou financiers. Ce type de contagion par le prix des actifs et par la composition des portefeuilles et des bilans des institutions

financières est d'autant plus dangereuse qu'elle a tendance à affecter la liquidité qui se tarit peu à peu avant de « disparaître » dans un contexte de crise de confiance interbancaire.

3. **L'interconnexion bancaire** : le monde bancaire est particulièrement très concentré (ce qui pose d'ailleurs des problèmes de concurrence et de *Too Big To Fail*) et les liens entre les banques sont souvent multiples, il est donc très difficile d'établir les canaux et les risques de contagion en cas de crise ou même en amont afin d'éviter toute propagation. Les établissements bancaires ne sont pas juste *Too Interconnected To Fail* mais ont de plus des liens avec le *Shadow Banking System* [5], non régulé et dont les expositions sont difficilement mesurables.

Cerner les sources et les canaux de propagation du risque systémique constitue la première étape pour établir les outils de demain qui combattront au mieux les risques liés à l'instabilité financière. Toutefois il ne faut pas confondre causes et conséquences, si on veut que l'exercice apporte une efficacité maximale. Il est indéniable que les points 1 et 3 exposés ci-dessus constituent deux éléments incontournables pour comprendre les origines du risque systémique, toutefois le point 2 sur les *fire sales* n'en est pas un mais s'apparente plus à une conséquence. La cause de ce type de phénomène repose dans les deux autres conditions mais aussi et surtout sur le levier des banques (leur ratio actif sur fonds propres). Un excellent article d'Adrian et de Shin traite du caractère systémique de l'effet de levier des banques et décrit les risques encourus sur la liquidité interbancaire [6]. Un autre élément incontournable pour comprendre la crise et quels devraient être les sujets de préoccupations des années à venir concerne le rôle pro-cyclique du crédit (permis par la titrisation, l'incapacité des agences de notation et aussi la sous estimation du canal du risque par les Banques Centrales), dont les mécanismes sont très justement décrits dans un rapport du Conseil d'Analyse Economique (CAE) de 2011 [7].

Bâle III et la politique macro-prudentielle

Tout d'abord il est important ici de souligner que **la majorité des mesures prises dans le cadre de Bâle III [8] ne comportent pas de dimension macro-prudentielle mais essentiellement micro-prudentielle**. Cette distinction est d'ailleurs bien signalée dans la note du CAS, où la hausse des exigences en termes de fonds propres, mais aussi de liquidités, dans le cadre de Bâle III sont bien assimilées à une contrainte micro-prudentielle en capital pour les banques, même si elles ont aussi un impact macroéconomique.

Les coussins contra-cycliques ont quant à eux un caractère **plus macro-prudentiel** que les ratios de fonds propres. Ces coussins permettent de constituer jusqu'à un supplément de 2,5% de fonds propres par type de ratios. Cette hausse des exigences devrait s'effectuer en période de croissance et d'expansion économique. En période de crise, les coussins pourront passer à 0% et les fonds mobilisés en période faste seront très précieux pour faire face à une potentielle crise. Le choix de disposer définitivement d'un **ratio de levier** constitue également une avancée importante dans le cadre de la régulation bancaire, au vu de son rôle dans les crises. Il est également essentiel ici de préciser que des conditions plus strictes (hausse supplémentaire de 1 à 2,5% des exigences par ratio) sont imposées aux grandes banques considérées comme « hautement » systémiques [9] (au nombre de 15 en Europe, 29 dans le monde) et que la création d'un comité européen de supervision du risque systémique devrait fournir un cadre plus solide pour l'encadrer.

Quels sont les autres outils de la politique macro-prudentielle ? La note du CAS tente de fournir une synthèse ces instruments, mais peu d'entre eux sont de vigueur actuellement. **Le crédit bancaire jouant un rôle décisif dans les crises financières**, son encadrement soit sous la forme de ratio *loan-to-value-ratio* (rapport entre prêt et la valeur de marché de l'actif qu'il finance) ou de ratio *debt-to-income ratio* (rapport entre le crédit contracté et le revenu de l'emprunteur) constituerait une étape décisive pour tendre vers plus de stabilité. D'autres éléments comme la *Volcker Rule* (limitation des activités de *trading* pour compte propre et l'interdiction aux banques d'investir dans des *hedge funds*), les préconisations des Commission Vickers ou Liikanen (portant davantage sur la concurrence et la séparation des activités commerciales et d'investissement des banques), la taxation des banques en fonction de leur contribution au risque systémique [10] apparaissent également tous comme des arguments plausibles pour renforcer la politique macro-prudentielle, tout comme l'augmentation de la fréquence

des stress test et la hausse des exigences en termes de suivi des banques pour savoir si elles sont suffisamment capitalisées.

De nombreux efforts doivent être apportés et actuellement la politique macro-prudentielle est loin d'être pleinement considérée comme un élément incontournable pour favoriser la stabilité financière, au vu de la timidité des mesures prises. Bâle III est certes un élément favorable, mais non suffisant et présente plusieurs limites : son caractère pro-cyclique, le manque d'enthousiasme des américains à respecter le calendrier, l'absence de sanctions pour les banques multipliant les liens avec les institutions du *shadow banking system*, la limitation à la seule sphère bancaire. Il semblerait que tant au niveau de la régulation financière que de la supervision, les Banques Centrales devront jouer un rôle de plus en plus important pour assurer la stabilité financière.

Politique monétaire et Union bancaire, quels apports ?

La réglementation bancaire en Europe semble inéluctablement passer par une union bancaire, du moins au niveau européen. Cette dernière devrait en principe sur les trois piliers suivants : un mécanisme de supervision unique des banques, un système de garantie des dépôts uniformisé et la mise en place d'un dispositif de résolution des crises.

Concernant le **mécanisme de supervision unique (MSU)**, c'est la Banque Centrale Européenne (BCE) qui s'est vu attribuer cette mission, conjointement avec l'Autorité Bancaire Européenne (ABE). La BCE débutera ses nouvelles fonctions à partir du premier mars 2014 (pour plus d'informations sur le sujet, nous vous conseillons de vous [référer à un précédent article de notre part sur le mécanisme unique de supervision](#)). Il est nécessaire ici de préciser que toutes les banques ne seront pas concernées par la supervision, car seules les banques dont le montant total des actifs dépasse 30 milliards seront sujettes à être directement supervisées par le MSU. La BCE aura par contre un droit de regard pour les autres établissements, lorsque ceux-ci se trouveront dans des situations délicates. Au vu de ce que nous avons vu précédemment, où toutes les banques sont concernées et peuvent être intrinsèquement porteuses de risque systémique, le choix de ne pas superviser toutes les banques pourrait aller à l'encontre de la volonté d'assurer la stabilité financière, même s'il est indéniable que le MSU représente déjà une étape décisive.

Seul ce premier volet de l'Union bancaire est le plus développé et les deux autres ne sont qu'encore au stade de discussions. Suite à la récente crise des banques chypriotes [11], tout laisse à penser que la question de **la gestion des garanties des dépôts risque de devenir centrale**. Actuellement en Europe, tous les comptes jusqu'à un montant de 100 000€ sont garantis, même si en l'état actuel des choses, ce type de système n'est pas soutenable : il est fortement improbable, voire impossible que ce type de système de garantie puisse se mettre en action si un trop grand nombre de titulaires de comptes bancaires seraient amenés à y avoir recours [12]. Selon le CAS, en attendant des avancées sur le sujet, la création d'une autorité nationale visant à forcer les banques insolubles à faire contribuer les créanciers (junior) des banques via un *bail in*, comme cela s'est produit récemment à Chypre, pourrait contribuer à compléter le système actuel. Favoriser la mise en faillite de certaines institutions financières en difficulté et la création de *bad banks* sont également des éléments intéressants pour gérer, *ex ante*, certaines situations pouvant déboucher sur des crises. De plus ce type de mécanismes pourrait également s'inscrire dans la logique de la mise en place d'un **dispositif de résolution des crises**.

Pour certains économistes [13], **la politique monétaire et sa conduite par les banques centrales pourraient contribuer directement au maintien de la stabilité financière** tout en jouant un rôle de prévention. L'objectif de stabilité des prix, seul, ne peut plus suffire à assurer la stabilité des marchés, ni de l'économie réelle. Le principe de séparation, qui consiste à ce que les banques centrales ne réagissent aux tensions financières que si elles constituent une menace pour la stabilité des prix, est alors remis en cause. De la sous-estimation du canal du risque [14] au mandat trop restrictif de la BCE en passant par la rémunération des réserves excédentaires, de nombreux éléments démontrent que la politique monétaire a un rôle majeur à jouer dans les années à venir. Faut-il instaurer une règle de Taylor augmentée des anticipations ou des observations sur les prix des actifs, instaurer

des plafonds de crédits ? Ne risque-t-on pas de générer des conflits d'intérêts pour les Banques Centrales au risque qu'elles perdent leur crédibilité ? Faut-il redéfinir les conditions d'accès à la liquidité centrale [15], repenser l'organisation du prêteur en dernier ressort [16] ?

Conclusion

La route de la stabilité financière est encore longue au vu des nombreuses conditions devant être réunies pour l'assurer. La régulation des banques semble être sur la bonne voie, même si les désaccords mondiaux sur certains aspects (non alignement américain sur le calendrier de Bâle III par exemple) pourraient contribuer à ralentir le processus global et donc l'efficacité des mesures prises par les pays faisant preuve de plus de volonté.

La politique macro-prudentielle n'en est qu'à ses débuts mais il faut espérer qu'elle ne s'arrêtera pas là et que des outils soient réellement mis en place rapidement. Les banques centrales tant au niveau de la supervision, de la régulation en plus de la politique monétaire, devraient se retrouver au centre du dispositif et il faut espérer qu'elles pourront au mieux combiner ces nouveaux objectifs sans pour autant perdre en crédibilité. L'implication des pays, des institutions internationales (G20, Fonds Monétaire International) et des différentes institutions financières (et pas uniquement bancaires) constitue également une condition majeure pour assurer la stabilité financière.

Victor Lequillier

Notes et Références:

- [1] C.M Reinhart and K. Rogoff “*This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*” (2009)
- [2] Un choc idiosyncratique est un choc affectant une institution en particulier, qui se retrouve en difficulté au vu de la réaction de ses propres caractéristiques à son environnement. Ce choc ne concerne pas les autres institutions.
- [3] Cet effet qui se définit comme la tendance des titres ayant enregistré une bonne (mauvaise) performance par le passé à enregistrer une bonne (ou mauvaise) performance dans le futur.
- [4] Ce type de phénomène peut aussi être assimilé au « paradoxe de la tranquillité » mis en évidence par H. Minsky (1982 et 1986) : durant les phases de stabilité économique et financière, l'aversion au risque diminue et on constate des prises de risque excessives de la part des agents financiers.
- [5] Ensemble des intermédiaires financiers fournissant les mêmes prestations que certaines banques mais qui échappent à la régulation et dont les activités ou les modes de fonctionnement restent très opaques. On retrouve, à titre d'exemples, parmi ce genre d'institutions les *hedge funds* ou encore les *money market funds*.
- [6] T. Adrian and H. S.Shin, “ Liquidity and Leverage” , *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports* (2010)
- [7] J-P. Betbèze, C. Bordes, J.Coupey-Soubeyran et D. Plihon (2011), « Banques Centrales et Stabilité Financière », *Conseil d'Analyse Economique*.
- [8] La présentation de ces mesures a déjà fait l'objet d'un article de notre part, que nous vous conseillons de consulter pour tout complément d'informations sur le sujet: <http://www.bsi-economics.org/index.php/monnaie-finance/item/104-la-regulation-des-banques-en-europe-ou-en-sommes-nous>

[9] Il est coutumier d'entendre dire que seules les grandes banques sont systémiques, cette affirmation n'est pas vraie : il est indéniable que les banques les plus importantes soient systémiques mais toutes les banques le sont, qu'elles soient universelles ou non, de grandes ou de petites tailles, d'autant plus en fonction du degré d'interconnexion bancaire. La crise bancaire espagnole avec la faillite des petites caisses régionales en est le parfait exemple, avec la contamination progressive à l'ensemble du système bancaire.

[10] V. Acharya, L. Pedersen, T. Philippon and M. Richardson, "Measuring Systemic Risk", NYU Working paper (2010).

[11] Pour plus d'éléments pour comprendre les causes de la crise Chypriote et ses implications, lire l'article d'Arthur Juras sur notre site: <http://www.bsi-economics.org/index.php/macroeconomie/item/97-financement-de-la-sortie-de-crise-a-chypre-quelles-perspectives>

[12] A. Demirgüç-Kunt, E. J. Kane & L. Laeven, "Deposit Insurance Design and Implementation: Policy Lessons from Research and Practice" (2006)

[13] C. Borio and H. Zhu, « Capital regulation, risk taking and monetary policy: A missing link in the transmission mechanism ? » Journal of Financial Stability (2012) ou C. Borio and P. Lowe

[14] Des bas taux d'intérêts peuvent alimenter des comportements de *yield appetite*, qui consiste à ce que certains investisseurs se lancent dans des projets très rémunérateurs et très risqués.

[15] Via notamment la contribution des Chambres de Compensation Centrale, voire J-C. Rochet (2010), « Risque systémique : une approche alternative », Revue de Stabilité Financière, Banque de France (2010).

[16] A cet effet pour bien comprendre la problématique du PDR, lire l'article de Julien Pinter: <http://www.bsi-economics.org/index.php/monnaie-finance/item/77-preteur-de-dernier-ressort-ce-que-nous-dit-goodhart>