

## VII. Politique macroprudentielle et procyclicité

Il est essentiel de mettre en place des cadres de politique macroprudentielle pour renforcer le système financier, et la crise financière a intensifié les efforts dans ce sens<sup>1</sup>. D'ailleurs, les autorités acquièrent une expérience de plus en plus grande dans l'utilisation des instruments prudentiels à des fins systémiques. Il ne faut pas laisser échapper cette occasion d'établir des dispositifs macroprudentiels solides et crédibles.

Il est essentiel de mettre en place des dispositifs macroprudentiels...

La politique macroprudentielle a globalement pour but de limiter le risque systémique (risque de perturbations du système financier dans son ensemble, de nature à déstabiliser l'économie)<sup>2</sup>. Sa mise en œuvre repose sur l'adaptation des instruments usuels dans la réglementation et la surveillance prudentielle des établissements financiers individuels (encadré).

La politique macroprudentielle limite le risque systémique en traitant les deux principales externalités du système financier, et en premier lieu les défaillances collectives des établissements dues à leurs interrelations et à leurs expositions communes. Le chapitre 1 examine diverses initiatives en cours pour réduire les vulnérabilités provenant de telles sources.

...pour limiter le risque de défaillances collectives...

La deuxième externalité est la procyclicité, phénomène d'amplification des interactions au sein du système financier ainsi qu'entre celui-ci et l'économie en général. Comme on a pu l'observer récemment, la procyclicité peut favoriser l'apparition de phases d'expansion intenable. Et lorsque survient la phase de contraction, elle peut amplifier les perturbations et entraîner une récession profonde.

...ainsi que la vulnérabilité du système financier à la procyclicité

La lutte contre la procyclicité s'apparente beaucoup à la politique macroéconomique anticyclique classique et la mise au point d'un cadre assurant son efficacité soulève les mêmes questions que pour les politiques budgétaire et monétaire. Par exemple, comment définir l'objectif ? Quel est le juste équilibre entre instruments anticycliques variables et outils invariables agissant comme stabilisateurs automatiques ? Comment concilier approche discrétionnaire et approche réglementaire ? Qui doit décider de l'étalonnage des instruments ? Et quelle relation doit-il y avoir avec les politiques macroéconomiques, notamment la politique monétaire ? Le chapitre examine ces questions en décrivant les éléments essentiels d'un cadre macroprudentiel destiné à remédier à la procyclicité. Tout d'abord, trois principes sont à souligner.

Lutte contre la procyclicité et politique macroéconomique anticyclique sont intimement liées

<sup>1</sup> Voir, par exemple, Groupe des 20, *Enhancing sound regulation and strengthening transparency*, mars 2009 ; M. Brunnermeier, A. Crockett, C. Goodhart, A. Persaud et H. S. Shin, *The fundamental principles of financial regulation*, Geneva Reports on the World Economy, n° 11, juillet 2009.

<sup>2</sup> Pour plus de détails, J. Caruana, *Systemic risk: how to deal with it?*, document BRI, 12 février 2010, [www.bis.org/publ/othp08.htm](http://www.bis.org/publ/othp08.htm).

## Qu'est-ce qu'un instrument macroprudentiel ?

Le terme « macroprudentiel » est passé dans le langage courant depuis la crise, à tel point que les autorités en usent pour qualifier de nombreuses mesures qui vont au delà du simple objectif de stabilité financière<sup>①</sup>. Une telle extrapolation sémantique risque d'entraver et d'obscurcir la mise au point des politiques et donc de priver la politique macroprudentielle d'une large adhésion.

Dans leurs différentes missions – qu'il s'agisse de politique monétaire, budgétaire ou de change –, les autorités ont les moyens de promouvoir la stabilité financière, et elles y parviennent, avec leurs outils propres. Cependant, l'adjectif « macroprudentiel » ne peut s'appliquer qu'aux instruments utilisés dans le but explicite et principal de promouvoir la stabilité du système financier dans son ensemble et produisant un effet direct et véritable.

Ces instruments sont de nature prudentielle. Par essence, la politique macroprudentielle élargit la perspective de la politique prudentielle traditionnelle, qui agit en encourageant le recours à de saines pratiques et en limitant la prise de risque au niveau de chaque établissement et de chaque produit financier. Certes, la définition de l'instrument macroprudentiel comporte des zones d'ombre, et les conditions, variables, de l'économie et du système financier rendent son choix plus délicat encore. Ainsi, les réserves obligatoires, de plus en plus utilisées dans les économies émergentes à des fins de stabilité financière, pourraient être considérées comme des instruments macroprudentiels, dans la mesure où elles peuvent limiter le risque de liquidité.

Concevoir les principaux instruments macroprudentiels dans cette optique, comme de nouveaux outils ou l'adaptation d'instruments prudentiels existants, présente l'avantage pratique d'opérer une distinction claire entre domaines macro et microprudentiel. Leur mise en œuvre sous forme de nouveaux outils souligne l'indépendance de la fonction macroprudentielle ainsi que la différence entre perspectives macro et microprudentielle. Elle clarifie l'objet de la politique macroprudentielle, qui est de viser à la stabilité de l'ensemble du système plutôt qu'à celle des établissements individuels qui le composent. En outre, cette définition stricte des instruments macroprudentiels contribue à rendre le dispositif de gouvernance plus simple, et conduit donc à plus de crédibilité et de clarté.

<sup>①</sup> Pour plus de détails, voir P. Clement, « The term 'macroprudential': origins and evolution », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2010, pp. 59–67.

L'objectif macroprudentiel devrait être réaliste

Premièrement, l'objectif macroprudentiel ne devrait pas être trop ambitieux. En particulier, il ne devrait pas être défini en termes de régulation du cycle économique, ni prétendre éliminer le cycle du crédit ou cibler les prix des actifs. L'objectif le plus réaliste est, plutôt, de renforcer la résilience du système financier face à des tensions naissantes, grâce à la constitution et à la mobilisation, en temps opportun, de volants de sécurité anticycliques (fonds propres, notamment) au sein du système financier. Il serait par là-même possible de limiter une expansion excessive du crédit et une envolée intenable des prix des actifs.

Les instruments devraient pouvoir s'appuyer sur des règles simples

Deuxièmement, les instruments utilisés pour renforcer la résilience du système financier devraient s'appuyer sur des règles et recommandations simples, par exemple limite à la prise de risque et référence à des indicateurs clairs de risque systémique. Cette approche aidera les autorités à surmonter la forte réticence des agents envers toute mesure anticyclique en période d'euphorie. Mais il convient d'éviter de lier trop étroitement un tel dispositif à des indicateurs de risque dont la compréhension ou la fiabilité n'est pas toujours établie.

Les banques centrales doivent être étroitement associées...

Troisièmement, les banques centrales devront être étroitement associées à l'élaboration et à la mise en œuvre de la politique macroprudentielle, étant donné, d'une part, qu'elles possèdent une expérience approfondie des

méthodes d'analyse et d'action à l'échelle du système, et d'autre part, qu'il existe de forts liens réciproques entre lutte contre la procyclicité et conduite de la politique monétaire.

Il convient toutefois de rappeler certaines réalités : il n'existe pas de formule magique pour supprimer l'instabilité du système financier ; un cadre macroprudentiel reflétera nécessairement la situation propre à chaque pays ; renforcer la résilience du système financier n'éliminera pas les récessions. En tout état de cause, la politique monétaire devrait être appelée à jouer un rôle crucial dans la promotion de la stabilité financière. Il lui faudra notamment lutter plus fermement contre l'accumulation de risques dans le système financier. Elle peut y parvenir, sans pour autant renoncer à son objectif de stabilité des prix, mais en lui fixant un horizon plus lointain.

...et la politique monétaire doit s'opposer plus fermement à l'apparition de risques financiers systémiques

## Principaux éléments d'un dispositif macroprudentiel

Un cadre macroprudentiel doit comporter les éléments suivants : objectif clair et réaliste ; stratégie opérationnelle ; ciblage de secteurs précis ; régime de gouvernance ; sensibilité aux spécificités de l'économie locale ; dimension internationale.

### *Objectif clair et réaliste*

La politique macroprudentielle doit tendre à une réduction effective mais réaliste du risque systémique. Le moyen le plus sûr d'y parvenir, dans l'état actuel de nos connaissances, consiste à renforcer la résilience du système par une régulation anticyclique des volants de sécurité contre les chocs<sup>3</sup>. L'objectif pourrait inclure l'atténuation de l'expansion excessive du crédit et des prix des actifs, mais il faut bien reconnaître que l'expérience acquise ne garantit pas le succès et qu'il faudrait sans doute recourir à des instruments moins éprouvés. L'objectif ne devrait donc pas aller jusqu'à viser explicitement à éliminer les boums du crédit et des prix des actifs.

Renforcer la résilience du système est un objectif réalisable pour la politique macroprudentielle

Appliquer des instruments prudents à une régulation anticyclique des volants de sécurité n'est, en revanche, pas une nouveauté. La méthode la plus efficace consiste à s'assurer de la disponibilité de volants de sécurité adéquats mobilisables en cas de ralentissement économique. Cela réduit en effet le risque de ventes forcées et de pénurie de crédit en période de basse conjoncture et pourrait aussi atténuer l'amplitude du cycle financier en limitant la prise de risque en période d'euphorie.

De nombreux instruments sont déjà utilisés de cette façon, et d'autres sont en préparation. Certains visent à brider le court-termisme et autres facteurs procycliques liés aux processus de décision au sein du système financier. Leur mise en place ne devrait pas dépendre des conditions financières et économiques du moment (tableau VII.1).

De nombreux instruments sont disponibles

<sup>3</sup> BRI, *Addressing financial system procyclicality: a possible framework*, Conseil de stabilité financière, note, Working Group on Market and Institutional Resilience, septembre 2008.

Mesures ciblant la procyclicité des décisions au sein du système financier	
Objectif	Moyen
Améliorer la mesure du risque dans les banques	Exiger que les données entrées dans les modèles de risque couvrent la totalité du cycle ou reflètent des hypothèses prudentes
Sensibiliser au risque systémique	Publier à intervalles réguliers une évaluation officielle des fragilités
Réduire la procyclicité de l'information financière	Exiger des valorisations couvrant la totalité du cycle
Renforcer la discipline de marché	Exiger la déclaration de l'exposition au risque, avec mention de l'incertitude entourant sa mesure
Réduire l'incitation à une prise de risque excessive par le biais des rémunérations	Exiger que les résultats des agents prennent en compte le risque, calculé sur longue durée ; instituer un paiement différé des bonus

Tableau VII.1

D'autres instruments portent directement sur la structure des bilans (comme exigences de fonds propres, de liquidité et de provisionnement), les caractéristiques des contrats de prêt (plafonnement du ratio prêt/valeur, par exemple) ou d'autres types d'exposition au risque (limites sur les asymétries de devises, etc.). Ils peuvent être mis en place soit de façon permanente, soit en fonction des variations de l'évaluation du risque systémique (tableaux VII.2 et VII.3).

Il est plus efficient de constituer les volants de sécurité anticycliques en période d'expansion. Cette méthode n'en est qu'à ses débuts et n'est généralement pas appliquée en relation avec un objectif macroprudentiel explicite, mais elle s'est étendue depuis la crise, et de nouvelles propositions sont à l'étude<sup>4</sup>. Ainsi, le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire en fait l'une de ses recommandations pour une réforme de la réglementation et de la supervision bancaires<sup>5</sup>.

Le recours à des instruments prudents traditionnels à des fins macroprudentielles semble bien avoir contribué à améliorer la résilience du système financier<sup>6</sup>. Dans les économies d'Asie, en particulier, leur utilisation assez répandue depuis une dizaine d'années pourrait expliquer en partie pourquoi les établissements bancaires ont été moins affectés par l'exubérance des marchés immobiliers.

<sup>4</sup> Voir, par exemple, Forum sur la stabilité financière, *Report of the Financial Stability Forum on addressing procyclicality in the financial system*, avril 2009.

<sup>5</sup> Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Strengthening the resilience of the banking sector*, décembre 2009.

<sup>6</sup> Comité sur le système financier mondial, *Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences*, CGFS Papers, n° 38, mai 2010.

Les outils utilisés jusqu'à présent semblent bien avoir renforcé la résilience du système...

Instruments prudentiels ciblant certains aspects de l'activité des établissements financiers		
	Instrument	Effet
Crédit	Plafond pour le ratio prêt/valeur (prêts immobiliers)	Limite le risque du prêteur en cas de retournement du marché immobilier ; limite les placements immobiliers à fort effet de levier
	Plafond pour le ratio service de la dette/revenu (crédits aux particuliers)	Limite le risque de défaut de l'emprunteur ; limite les placements immobiliers à fort effet de levier
Financement	Ajustement anticyclique des marges de sécurité/décotes sur les sûretés (dans les exigences de fonds propres)	Limite la sous-évaluation comptable du risque systémique sur prêts contre sûretés ; réduit le risque d'une forte contraction de l'offre de financements garantis si la qualité des sûretés est brusquement révisée en baisse
Bilan	Exigence de fonds propres supplémentaire de nature anticyclique	Impose, en période de prospérité, un volant de fonds propres anticyclique, qui freine la prise de risque, et crée, au sein du système financier, des ressources mobilisables en période de retournement conjoncturel, pour absorber plus facilement les tensions naissantes
	Ajustement des coefficients de pondération des risques	Garantit que le volant de fonds propres prend en compte l'accumulation du risque dans certains secteurs
	Provisionnement dynamique	Réduit le risque de sous-provisionnement en période d'euphorie, en anticipant les dépréciations d'actifs qui interviendront en période de retournement conjoncturel
	Plafond sur les ratios prêts/dépôts et ressources de base ; autres exigences de liquidités	Freine une rapide expansion du crédit alimentée par des financements sur des marchés de court terme ou instables par nature

Tableau VII.2

À ce jour, toutefois, on ne peut pas généralement conclure que la variation anticyclique des volants de sécurité a des effets puissants et durables sur le crédit et les prix des actifs. Malgré un usage bien ciblé sur les prêts immobiliers en Asie, les économies de la région enregistrent toujours des cycles des prix immobiliers amples et fréquents.

Cependant, les avantages d'une méthode atténuant les cycles du crédit et des prix des actifs sont tels qu'il convient de persévérer. Une approche visant à freiner les excès des marchés du crédit et des actifs en période de haute conjoncture pourra être mise au point lorsqu'on connaîtra mieux les relations entre calibrage des instruments macroprudentiels, et cycles financiers et économiques. Une telle approche pourrait faciliter un ciblage plus spécifique ou plus large des instruments, et conférer aux autorités une plus grande marge d'appréciation. Étant donné que, en pareille situation, la politique macroprudentielle jouerait un rôle plus important dans la politique macroéconomique, son régime de gouvernance devrait être renforcé pour permettre d'en gérer l'interaction avec la politique monétaire.

...mais leur effet sur les phases d'euphorie financière n'est pas encore prouvé

Instruments prudentiels anticycliques	
En place	
Plafond pour le ratio prêt/valeur (prêts immobiliers)	Corée, Hong-Kong RAS, Malaisie, Singapour
Plafond pour le ratio service de la dette/revenu (crédits aux particuliers)	Corée, Hong-Kong RAS
Ajustement des pondérations du risque	Inde, Turquie
Provisionnement dynamique	Espagne
Plafond sur les ratios prêts/dépôts et ressources de base ; exigences de liquidité (notamment réserves )	Argentine, Chine, Corée, Hong-Kong RAS, Nouvelle-Zélande
En projet	
Variation anticyclique des marges de sécurité/décotes minimales sur les sûretés (dans les exigences de fonds propres)	Proposé par le Comité sur le système financier mondial
Exigence de fonds propres supplémentaire de nature anticyclique	En cours d'examen au Comité de Bâle sur le contrôle bancaire
Tableau VII.3	

Atténuer notablement les cycles du crédit et des prix des actifs permettrait certes d'optimiser la contribution de la politique macroprudentielle à la stabilisation macroéconomique et, par là, son soutien à la politique monétaire. Mais l'expérience dont nous disposons laisse penser qu'un objectif ambitieux défini en de tels termes risquerait d'avoir des conséquences indésirables et qu'il convient donc d'y renoncer pour le moment.

Peut-être la meilleure façon de limiter les excès du crédit et des prix des actifs consiste-t-elle à associer politique macroprudentielle et politique monétaire dans la lutte contre l'accumulation de déséquilibres. Séparément, ni l'une ni l'autre ne pourra suffire.

### *Stratégie opérationnelle*

L'action macroprudentielle peut prendre diverses formes, variant selon l'ampleur et la fréquence de l'ajustement des instruments face à l'évolution du risque systémique, et selon que l'ajustement obéit à des règles ou qu'il est laissé à l'appréciation des autorités. Les instruments peuvent même être fixés « une fois pour toutes » et jouer néanmoins le rôle de stabilisateurs automatiques en limitant la prise de risque.

Il est assez courant, en phase d'expansion, d'appliquer des ratios fixes, ou des valeurs limites, aux conditions de prêt (par exemple, ratio prêt/valeur, ratio service de la dette/revenu et minimum pour les marges de garantie/décotes)<sup>7</sup>,

<sup>7</sup> Concernant le plafonnement du ratio prêt/valeur, les coefficients de pondération du risque et d'autres mesures visant à freiner les prêts immobiliers, voir, par exemple : S. Gerlach et W. Peng, « Bank lending and property prices in Hong Kong », *Journal of Banking & Finance*, vol. 29, n° 2, février 2005, pp. 461-481 ; Banque centrale de Malaisie, *Financial stability and payment systems report 2009*, mars 2010 ; Banque de Réserve de l'Inde, *Report on trend and progress of banking in India 2008-2009*, octobre 2009.

Limiter la prise de risque est assez fréquent en phase d'expansion

aux asymétries de devises<sup>8</sup> et, moins fréquemment, aux provisions pour créances irrécouvrables en se fondant sur les pertes moyennes enregistrées sur longue durée (provisionnement « sur l'ensemble du cycle » ou bien « provisionnement dynamique »)<sup>9</sup>.

On envisage aujourd'hui un recours accru aux instruments fixés une fois pour toutes. Ainsi, dans les propositions de réforme du régime de fonds propres formulées par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, les exigences minimales sur le portefeuille de négociation reposent sur des scénarios de tensions – plutôt que sur l'expérience des pertes récentes, qui varie de façon fortement procyclique<sup>10</sup>. De même, le Comité sur le système financier mondial recommande de calculer les marges de garantie/décotes en fonction de la valorisation des sûretés sur l'ensemble du cycle, ce qui réduirait leur sensibilité aux fluctuations financières et économiques<sup>11</sup>. En ce qui concerne les fonds propres des banques, il est possible d'imposer des volants de sécurité supérieurs aux exigences minimales, lesquels pourraient être mobilisés, en partie ou en totalité, à mesure que les banques enregistrent des pertes.

Les instruments à calibrage fixe peuvent aussi constituer des stabilisateurs automatiques si leur effet varie au cours du cycle. Ainsi, un ratio prêt/valeur plafonné à un bas niveau sera plus contraignant en phase d'expansion du crédit, lorsque les banques cherchent à développer leurs prêts immobiliers, qu'en phase de contraction, où leur aversion accrue pour le risque les dissuade d'accorder des prêts à ratio prêt/valeur élevé. Mais les instruments fixes doivent être conçus avec soin, pour éviter qu'ils ne soient eux-mêmes facteurs de procyclicité. Pour les exigences de fonds propres, par exemple, une limite stricte peut freiner la prise de risque en période d'expansion, mais elle peut mener à des ventes forcées d'actifs à risque et à un resserrement des conditions de crédit en période de tensions.

Les instruments dont le calibrage varie en fonction de l'évolution d'indicateurs de risque peuvent être liés plus ou moins étroitement à ces indicateurs. Ainsi, le volant de fonds propres pourrait être constitué au moment où il coûte le moins cher et ajusté sommairement de manière anticyclique. Une autre formule consisterait à référencer des instruments plus directement sur des indicateurs avancés des perturbations financières systémiques.

Pour aider à l'élaboration de tels instruments, divers travaux s'attachent à mettre au point des mesures du risque systémique. Les études en cours, notamment à la BRI, laissent penser que des indicateurs simples (reposant

Le calibrage des instruments peut être fixe, ceux-ci jouant un rôle de stabilisateurs automatiques...

...ou modulable en fonction de l'évolution des indicateurs de risque systémique

<sup>8</sup> M. Goldstein et P. Turner, *Controlling currency mismatches in emerging markets*, Institute for International Economics, Washington DC, avril 2004.

<sup>9</sup> J. Saurina, « Loan loss provisions in Spain: a working macroprudential tool », Banque d'Espagne, *Revista de Estabilidad Financiera*, vol. 17, novembre 2009, pp. 11–26.

<sup>10</sup> Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, *Strengthening the resilience of the banking sector*, décembre 2009.

<sup>11</sup> Comité sur le système financier mondial, *The role of margin requirements and haircuts in procyclicality*, CGFS Papers, n° 36, mars 2010.

sur des déviations simultanées du ratio crédit/PIB et des prix des actifs par rapport à leur tendance de longue durée) peuvent signaler avec une assez grande fiabilité des tensions financières plusieurs années à l'avance. À mesure que leur conception s'affinera, ils permettront un réglage plus réactif des instruments<sup>12</sup>. À terme, lorsque la modélisation aura suffisamment progressé, les autorités pourront ajuster les instruments en ciblant le risque systémique, afin de le maintenir dans une fourchette acceptable, un peu comme les prévisions d'inflation servent à guider la politique monétaire en régime d'objectif d'inflation.

Des ajustements discrétionnaires ont souvent permis de réagir face à l'exubérance du marché immobilier

En pratique, les autorités ont tendance à utiliser surtout des instruments n'ayant qu'une relation relativement faible avec des indicateurs quantitatifs du risque, et à les ajuster de manière discrétionnaire. En Asie tout particulièrement, on trouve des exemples de ciblage des prêts immobiliers, limités par crainte de surchauffe en phase d'euphorie financière. Pour justifier leur action, les autorités se sont fondées sur des indicateurs de risque tels que l'évolution des prix immobiliers, l'expansion du crédit immobilier, les ventes sur le marché de l'ancien et l'activité du secteur de la construction. Leur intervention a consisté à prendre les mesures suivantes : durcissement des limites sur les conditions de prêt (entre autres, en abaissant le ratio prêt/valeur) ; augmentation du coefficient de pondération du risque dans le calcul des exigences de fonds propres ; renforcement des exigences de liquidité (réserves obligatoires, notamment) ; parfois, limitation des expositions en devises. Souvent, les autorités agissent dans plusieurs domaines à la fois – par exemple, en modifiant le ratio prêt/valeur tout en limitant la concentration du crédit sur certains secteurs (tableau VII.4). Normalement les ajustements ont lieu à quelques années d'intervalle, mais la fréquence varie selon les pays.

Des règles bien structurées peuvent engager les autorités à l'avance et agir comme stabilisateurs automatiques

Il existe de bonnes raisons de fonder le calibrage des instruments sur des règles simples et transparentes. Le principal avantage des règles est que, une fois en place, elles exonèrent les autorités du besoin de se justifier. De plus, bien structurées et inscrites dans la durée, elles peuvent réduire l'incertitude. Elles peuvent aussi jouer un rôle de stabilisateurs automatiques en raccourcissant le délai entre la constatation du risque et la prise de décision, et en contraignant d'avance les autorités à intervenir dès que nécessaire. Cette obligation préétablie peut revêtir une importance particulière en phase d'euphorie, lorsque le secteur financier, le monde politique et l'opinion s'opposent unanimement à tout resserrement discrétionnaire sous prétexte que l'avenir est sans nuage. En outre, il est tentant, même pour les autorités, de croire que « cette fois, la situation est différente ». Les règles peuvent donc être particulièrement utiles, dans la mesure où elles permettent aux autorités prudentielles de vaincre les résistances aux mesures visant à modérer l'euphorie.

Plusieurs initiatives nationales et internationales, dont un projet du Comité de Bâle dans le cadre de son programme de réforme du régime de

<sup>12</sup> C. Borio et M. Drehmann, « Assessing the risk of banking crises – revisited », *Rapport trimestriel BRI*, mars 2009, pp. 29–46.

Mesures prudentielles discrétionnaires : exemples de régulation appliquée au marché immobilier		
	Début	Description
Hong-Kong RAS	1991	Plafond sur le ratio prêt/valeur (P/V) variable selon la valeur du bien immobilier ; communication appelant à la prudence en matière de prêts au logement ; recommandation visant à limiter le ratio prêts immobiliers/total des prêts pour l'acquisition d'un bien immobilier local à son niveau moyen pour le secteur financier ; recommandation visant à limiter le taux de croissance des prêts au logement au taux de croissance du PIB nominal
Malaisie	1995	Plafond sur le P/V ; plafond sur l'expansion des prêts immobiliers
Singapour	1996	Plafond sur le P/V
Corée	2002	Plafond sur le P/V et le ratio service de la dette/revenu, définis sur une base géographique et de manière variable selon l'échéance du prêt et la valeur du bien hypothéqué
Inde	2005	Pour les prêts immobiliers résidentiels et commerciaux, définition de coefficients de pondération du risque et d'exigences de provisionnement variables selon la taille du crédit et le P/V ; nécessité, pour le Conseil d'administration, d'établir une politique en matière de prêts immobiliers, couvrant limites d'exposition, garanties hypothécaires et marges de sécurité/décotes

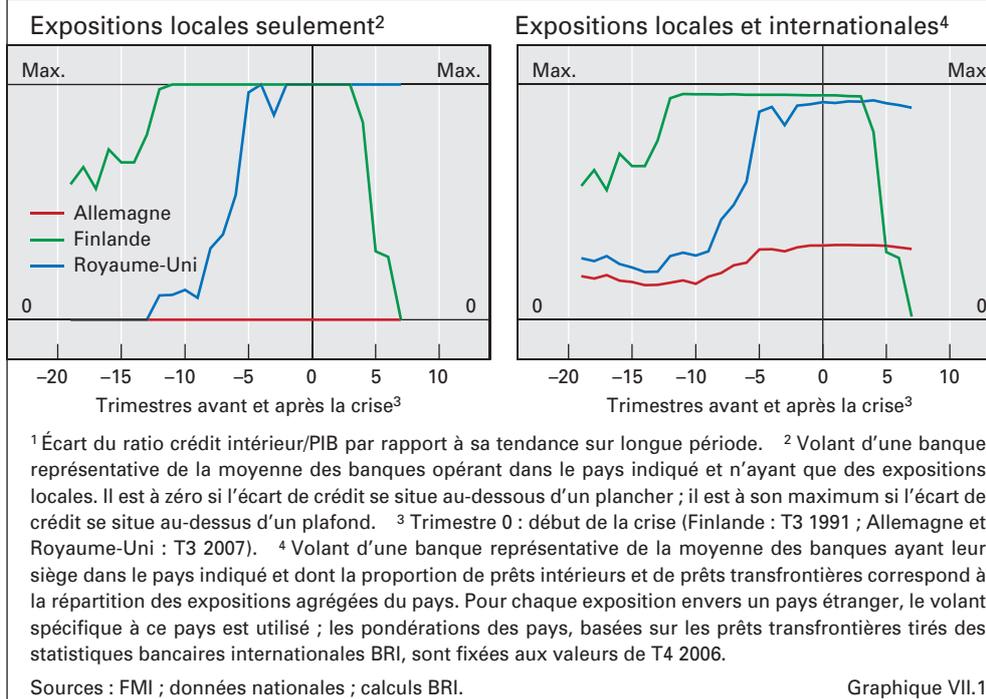
Tableau VII.4

fonds propres, examinent les règles qui pourraient régir le volant de fonds propres anticyclique. Il serait possible, par exemple, de le déterminer en fonction de la déviation de l'expansion du crédit par rapport à sa tendance, ou de retenir d'autres indicateurs sommaires du risque systémique. Les règles pourraient également préciser que les ajustements n'auront lieu que si les indicateurs dépassent un certain seuil. Plus les indicateurs seront précis, plus le seuil sera bas. La capacité des règles à protéger d'influences diverses dépend moins de leur forme précise que de la relation qu'elles établissent entre l'action des autorités et les indicateurs observables.

Cependant, il n'existe pas de règle efficace en toutes circonstances. Une certaine marge d'appréciation sera inévitablement nécessaire. Celle-ci permettra aux autorités d'utiliser une large gamme d'indicateurs et d'exercer leur jugement pour évaluer l'évolution du risque systémique. Elle leur permettra aussi de moduler leur action selon la nature et la gravité des risques et fragilités (pour autant que ceux-ci soient identifiables en temps réel). Autre avantage, il est plus difficile de contourner des mesures discrétionnaires qu'une règle connue et prévisible.

La forme précise des règles importe moins que leur référence à des indicateurs observables

## Constitution et mobilisation du volant de fonds propres sur la base de l'écart de crédit<sup>1</sup>



La mise au point d'un volant de fonds propres anticyclique n'est pas sans poser de problèmes. Comme le remarquait le *79<sup>e</sup> Rapport annuel BRI* (2009), il est difficile de mettre au point des règles simples reliant un tel volant de sécurité à un petit nombre d'indicateurs macroéconomiques assez fiables pour déclencher sa constitution et sa mobilisation au bon moment. Ainsi, le ratio crédit/PIB signale efficacement la phase d'accumulation des fonds propres, mais il tend à indiquer avec retard l'apparition de tensions et, donc, le moment où il convient de mobiliser ces fonds (graphique VII.1).

La variable idéale constituerait à la fois un indicateur avancé des tensions financières en phase d'expansion et un indicateur courant des tensions lorsqu'elles se matérialisent. Comme il se pourrait qu'une telle variable n'existe pas, une certaine marge d'appréciation dans le réglage du volant de fonds propres est sans doute inévitable.

### *Ciblage de secteurs précis*

Les actions ciblées sur un secteur sont moins brutales...

Les autorités peuvent agir sur le secteur financier en général ou cibler certains secteurs de l'économie constituant une menace pour le système tout entier. Les sources de risque localisées pourraient justifier un ciblage sectoriel évitant de frapper de front l'ensemble de l'économie. Le secteur immobilier, par exemple, est une cible fréquente, car il est souvent source d'instabilité financière.

...mais elles pourraient plus facilement être contournées et affecter l'allocation du crédit

Toutefois, les stratégies sectorielles ciblées peuvent aussi présenter certaines difficultés. Dans la mesure où elles peuvent être contournées, elles offrent à l'ensemble du système une protection moins efficace. Elles peuvent aussi se dévoyer en politique d'allocation du crédit (ou être présentées comme

telles). Il incombe donc au régime de gouvernance de veiller à garantir une orientation ferme et claire de la politique définie. En tout état de cause, ces stratégies requièrent davantage de connaissances et d'appréciation quant aux répercussions à attendre sur le reste de l'économie. Les autorités doivent donc être prudentes lorsqu'elles ciblent des secteurs très précis.

L'élaboration d'exigences de fonds propres anticycliques pour les banques illustre les problèmes soulevés par l'approche sectorielle. Lier une hausse des prêts bancaires au secteur immobilier à une augmentation du volant de fonds propres garantirait que ce dernier reflète le risque systémique provenant de ce secteur. En revanche, les expositions indirectes générées par la transmission des problèmes au système financier et à l'économie en général ne seraient pas prises en compte. En outre, les banques, désireuses de maintenir l'expansion globale de leurs crédits, pourraient réagir à une mesure aussi spécifique en assouplissant les conditions de leurs prêts à d'autres secteurs. Les autorités pourraient alors être amenées à étendre les mesures *ad hoc* à des instruments et secteurs toujours plus nombreux.

### *Régime de gouvernance*

Le régime de gouvernance doit être conçu à la fois pour limiter la marge de décision discrétionnaire des autorités et pour leur assurer l'indépendance dont elles ont besoin pour exercer cette prérogative sans être soumises aux pressions. Par ailleurs, la tâche des autorités sera facilitée par la définition d'un objectif clair et réaliste (*supra*).

La politique macroprudentielle requiert une gouvernance soigneusement conçue

Il reste que quantifier l'objectif macroprudentiel, à l'aune duquel sera jugée l'efficacité de l'action des autorités, n'est pas aisé<sup>13</sup>. Le concept de stabilité financière couvre de multiples aspects et, comparé à celui de la stabilité des prix, par exemple, il est difficile à cerner. Les fragilités peuvent perdurer dans le système financier avant que des tensions ne se matérialisent. En outre, même s'il est possible de mesurer les vulnérabilités de façon fiable, il se peut que celles-ci s'intensifient de manière à peine sensible et que l'on ne perçoive pas la nécessité d'agir. Entre temps, une prise de risque excessive peut être masquée par des prix des actifs en forte hausse, un effet de levier faible d'après les mesures, des primes de risque en baisse et une volatilité modérée. Bien que les objectifs ne puissent pas être définis très précisément, toutefois, la stratégie et les moyens d'action prévus doivent être clairement formulés.

Une autre difficulté réside dans le fait que les autorités de réglementation et de contrôle, qui maîtrisent les instruments, ont pour principe, ou pour mission, de veiller à la sécurité et à la solidité des établissements individuels plutôt qu'à celles du système dans son ensemble. En conséquence, il se peut qu'elles aient une moins grande expertise des questions macroéconomiques. En revanche, les banques centrales présentent le grand avantage de comprendre le comportement des marchés et les relations tissées entre le système financier et l'économie réelle. De fait, ce sont surtout elles qui ont pris les mesures

Il faudrait faire concorder instruments, savoir-faire et objectifs

<sup>13</sup> C. Borio et M. Drehmann, *Towards an operational framework for financial stability: 'fuzzy' measurement and its consequences*, BIS Working Papers, n° 284, juin 2009.

discrétionnaires mentionnées ci-dessus en réaction à des signes de surchauffe. Elles sont les plus directement intéressées à utiliser des instruments à des fins macroprudentielles (par exemple, en modifiant les conditions de prêt dans l'ensemble du système), afin de compléter leurs fonctions macroéconomiques.

Le dispositif devrait être confié à des autorités spécialisées, disposant d'un mandat clair

Des structures institutionnelles nouvelles sont donc souhaitables pour permettre spécifiquement le développement du dispositif macroprudentiel. Ce dispositif devrait associer les compétences des banques centrales en matière de macroéconomie et de marchés financiers, et celles des autorités de réglementation et de contrôle financiers en matière prudentielle. Il appelle des autorités spécialisées dont le mandat, les pouvoirs et la maîtrise des instruments seraient clairement définis. Ce pourraient être, par exemple, des comités de stabilité financière construits sur le modèle des actuels comités de politique monétaire.

Un tel dispositif devrait préserver l'indépendance, y compris financière, des banques centrales. Mais il ne faudrait pas négliger certaines conséquences concernant leurs obligations. Dans de nombreux cas, les décisions touchant la stabilité financière sont susceptibles d'impliquer plus d'interaction avec le gouvernement que les décisions de politique monétaire, surtout dans la gestion de crise.

Une plus grande interaction avec le gouvernement ne devrait pas compromettre l'autonomie de la banque centrale. Elle nécessite toutefois des mécanismes de coordination bien structurés et une grande clarté quant au mandat et à la stratégie de la banque centrale en matière de stabilité financière. Sa responsabilité peut être renforcée en exigeant que son action et ses processus de décision soit communiqués au public ou soumis au contrôle du corps législatif, procédures usuelles en matière de politique monétaire et de stratégie de stabilité financière. Jusqu'à présent, les banques centrales se sont généralement moins exprimées sur leur stratégie de stabilité financière que sur leur politique monétaire. Il est sans doute temps de faire évoluer les choses.

#### *Sensibilité aux spécificités locales et dimension internationale*

Importance de la situation propre à chaque économie...

Les autorités choisissent des objectifs, stratégies, instruments et dispositifs de gouvernance reflétant la situation particulière de leur économie. Ainsi, les actions macroprudentielles sont, à ce jour, plus fréquentes dans les systèmes financiers dominés par les banques, où il est moins facile de contourner les mesures (par la titrisation, par exemple). Ces actions semblent aussi plus courantes dans les économies ayant un cours de change fixe ou administré (comme à Hong-Kong RAS et dans d'autres économies d'Asie) ou au sein d'unions monétaires (comme en Espagne), où la possibilité de recourir aux taux directeurs à des fins de stabilisation macroéconomique est limitée, voire inexistante.

...et des considérations internationales

D'autre part, les différences possibles entre dispositifs et calibrage prudentiels en place dans les diverses économies soulignent la nécessité d'une coordination internationale. Le réglage des instruments devra tenir compte du fait que la situation financière n'évolue pas de manière synchrone dans tous les pays et que les établissements financiers effectuent des

opérations transfrontières. Ainsi, le calibrage du volant de fonds propres d'un établissement devrait être déterminé en fonction de son exposition au risque systémique dans tous les pays avec lesquels il est en relation, que ce soit en raison de prêts transfrontières ou d'opérations effectuées dans les pays d'accueil. La prise en compte des expositions internationales peut faire une grande différence en ce qui concerne le volume et l'évolution du volant de fonds propres (graphique VII.1).

Une coopération étroite entre autorités du pays d'origine et des pays d'accueil est indispensable. Il faudra également transférer une certaine part de responsabilité aux autorités d'accueil qui auront à déterminer la pondération des expositions concernant leur juridiction et à conseiller les autorités du pays d'origine sur les conditions financières locales.

### Conséquences pour la politique monétaire

L'institution d'un dispositif macroprudentiel aura une incidence sur le fonctionnement du système financier et, de ce fait, modifiera le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Celle-ci devra donc prendre en compte l'effet de l'action macroprudentielle sur les prix et les rendements des actifs.

En stabilisant le système financier, une politique macroprudentielle efficace allégera la tâche de la politique monétaire, de plusieurs façons. Elle réduira la fréquence et l'intensité des perturbations financières qui causent ou amplifient le cycle économique. Elle accroîtra l'efficacité de la politique monétaire en empêchant les tensions financières d'amortir l'impact du réglage des taux d'intérêt. Surtout, si l'action macroprudentielle est efficace, la politique monétaire sera moins appelée à réduire trop sensiblement les taux pour éliminer les menaces pesant sur la stabilité financière en phase de repli.

La plupart du temps, les deux politiques, macroprudentielle et monétaire, iront dans le même sens – resserrement ou détente. Il conviendra toutefois d'évaluer soigneusement leur efficacité relative. Ainsi, face à l'apparition de risques d'inflation, aucune mesure macroprudentielle ne peut remplacer un relèvement des taux directeurs. L'action macroprudentielle permet certes d'améliorer la résilience du système financier, mais ses effets sur la demande agrégée et les anticipations d'inflation sont faibles et incertains, contrairement à ceux des taux d'intérêt.

Quelquefois, cependant, politique macroprudentielle et politique monétaire iront dans des directions opposées, et naturellement lorsque des tensions dans le système financier s'accompagnent d'un risque inflationniste. En pareil cas, la politique macroprudentielle pourra être assouplie pour atténuer ces tensions, cependant que la politique monétaire sera durcie pour contrer les poussées inflationnistes. Cela ne veut pas dire qu'il existe un conflit entre les deux politiques, mais plutôt qu'elles peuvent être complémentaires.

La politique monétaire demeure le principal vecteur de la stabilité des prix dans un système doté d'un dispositif macroprudentiel. L'amplitude du cycle financier peut susciter de fortes variations de l'activité économique, même si le système financier se montre résilient. En outre, la menace de récession et d'inflation peut exister même en l'absence de tensions financières cycliques.

Les politiques monétaire et macroprudentielle seront plus efficaces en se complétant...

...et influenceront mutuellement le réglage de leurs instruments

La politique monétaire restera centrée sur la stabilité des prix...

...mais elle devra aussi promouvoir davantage la stabilité financière

La politique monétaire doit néanmoins accroître sa contribution à la promotion de la stabilité financière pour atteindre ses objectifs économiques à long terme. L'expérience montre qu'une stratégie monétaire strictement axée sur la stabilisation de l'inflation à horizon d'environ deux ans manque de perspective pour assurer la stabilité financière et ne suffit donc pas à stabiliser l'inflation à plus long terme. Une phase d'expansion excessive du crédit et des prix des actifs s'observe aussi bien en période d'inflation faible et stable qu'en présence de forte inflation. Si son horizon est trop proche, la politique monétaire pourrait malencontreusement laisser s'installer, voire contribuer à créer, des fragilités financières. Son objectif doit donc être fixé à un horizon plus lointain.

En outre, pour les raisons analysées dans la section précédente, on ne peut guère attendre d'une politique macroéconomique à ses débuts, et conçue pour renforcer la résilience du système financier, qu'elle parvienne aussi à freiner notablement les excès du crédit et des prix des actifs. On ne sait pas encore quels effets l'augmentation, en période d'euphorie, du volant de fonds propres, pourrait produire sur la croissance du crédit. L'incidence de la politique monétaire sur les conditions générales de crédit est, en revanche, assez bien comprise.

Il n'est pas nécessaire de procéder à de grands ajustements du cadre de politique monétaire pour qu'il prenne en compte les aspects de stabilité financière. Comme le risque systémique s'accumule sur la durée, repousser l'horizon des objectifs de politique monétaire de quelques années (au-delà des deux ans habituels) aiderait les autorités à mettre en balance menaces à moyen-long terme sur la stabilité financière (notamment l'effet du réglage des taux d'intérêt) et inflation à court terme. Cela permettrait une évaluation plus équilibrée des risques dans l'économie. De nombreuses banques centrales se sont déjà engagées sur cette voie.

La politique monétaire n'a pas besoin d'objectif de stabilité financière si elle s'assigne un horizon plus lointain

Si les risques à plus long terme pour la stabilité financière sont incorporés dans les modèles de la banque centrale et reflétés dans l'horizon plus lointain assigné à ses objectifs, il n'est pas indispensable de confier à la politique monétaire un mandat explicite en faveur de la stabilité financière, puisqu'il devient évident que la recherche de la stabilité financière est partie intégrante des préoccupations générales liées à la stabilité macroéconomique. Un tel mandat explicite pourrait néanmoins être utile car, dans le contexte d'une économie en pleine expansion et en situation de faible inflation, il allégerait les pressions exercées sur la banque centrale pour la dissuader de tout resserrement monétaire et permettrait ainsi un durcissement de l'orientation dans une perspective de stabilité à long terme.

Le régime de gouvernance doit préserver la crédibilité de l'objectif de stabilité des prix

Quoi qu'il en soit, pour préserver la crédibilité de l'engagement de la banque centrale envers la stabilité des prix, le dispositif de gouvernance devra comporter certaines caractéristiques essentielles : des mandats et stratégies clairs pour les missions de politique macroprudentielle et de politique monétaire ; une indépendance opérationnelle ; des procédures assurant une communication effective des décisions prises ; des mécanismes pour la résolution des dilemmes susceptibles d'apparaître. Il faut aussi rappeler que le régime de gouvernance dépendra des particularités de chaque économie, et notamment du rôle de la banque centrale dans la réglementation et le contrôle prudentiels.

## Synthèse

Préserver durablement la stabilité financière et macroéconomique demande la mise en œuvre de dispositifs macroprudentiels soigneusement conçus et l'adaptation des cadres existants de politique monétaire. Le consensus qui règne actuellement fournit une occasion unique pour accomplir cette tâche.

Pour la politique macroprudentielle, le défi est d'établir un dispositif efficace qui, avec le temps, emporte l'adhésion générale. Évidemment, la politique macroprudentielle ne saurait être la panacée et ne devrait pas être présentée comme telle : des phases de récession resteront inévitables, même en période de stabilité financière. Les attentes des agents économiques doivent être placées au niveau de ce que les autorités peuvent effectivement réaliser.

Dans les limites du réalisable, selon nos connaissances actuelles, la politique macroprudentielle doit surtout s'attacher à renforcer la résilience du système financier. Atteindre cet objectif devrait également contribuer à freiner une croissance excessive du crédit et une dynamique intenable des prix des actifs. Avec davantage d'expérience, il sera possible de développer le dispositif de façon à cibler plus directement les cycles du crédit et des prix des actifs.

La résilience du système financier peut être confortée par le recours à des outils macroprudentiels simples. Il est assez facile de mettre en place des limites rigides, des stabilisateurs automatiques ainsi que des instruments sommaires ajustés en fonction du degré de fiabilité des indicateurs de risque systémique. Il est aussi possible de cibler des secteurs précis, comme l'immobilier, s'il apparaît clairement qu'ils constituent une source fréquente de problèmes systémiques. Cependant, en règle générale, la prudence est de mise à cet égard, car un ciblage trop étroit peut s'apparenter à une stratégie d'allocation du crédit et qu'il est nécessaire d'établir fermement le caractère systémique de la politique macroprudentielle.

Les autorités macroprudentielles devraient concevoir avec soin le dispositif de gouvernance pour l'asseoir sur des bases solides. Notamment, la politique macroprudentielle doit bénéficier d'un certain degré d'indépendance opérationnelle. Mais, au-delà de ces considérations générales, chaque régime de gouvernance reflétera les conditions propres à l'économie locale.

Une politique macroprudentielle efficace viendra appuyer la politique monétaire. Cependant, la conduite de la politique monétaire doit être adaptée à mesure que le dispositif macroprudentiel est élaboré et mis en place. En outre, pour maximiser sa contribution à la stabilité financière et macroéconomique, la politique monétaire doit dépasser la perspective de l'inflation à court terme. Choisir un horizon plus lointain permettrait naturellement aux autorités monétaires de mieux prendre en compte tous les aspects de la stabilité financière, et d'œuvrer plus efficacement et plus durablement à la stabilité des prix.