

Politique macro-prudentielle dans la zone euro

Marine Charlotte André* et Meixing Dai#

La politique macro-prudentielle dans la zone euro mettant en place les accords de Bâle III s'inscrit dans une architecture institutionnelle définie au niveau de l'Union européenne (UE) qui partage les tâches entre les organismes européens, les autorités de régulations nationales et la Banque centrale européenne (BCE). La BCE doit gérer les conflits d'intérêt entre la politique monétaire unique et la surveillance macro-prudentielle des grandes banques de la zone euro. Les réformes à venir de la régulation macro-prudentielle visant à corriger des lacunes des accords de Bâle III mettront une pression accrue sur le secteur bancaire européen, nécessitant ainsi un accompagnement accommodant de la BCE.

La crise financière globale de 2008-2009 et la crise bancaire et de la dette souveraine de la zone euro en 2010-2012 ont révélé clairement l'insuffisance des régulations financières européennes fondées sur les accords de Bâle I et II pour assurer la stabilité financière dans l'UE et plus particulièrement dans la zone euro.

Les régulations financières antérieures sont essentiellement micro-prudentielles et visent à quantifier le risque de faillite d'une entité financière et à limiter les risques de défaillance individuelle. Elles ignorent le risque d'instabilité financière au niveau macroéconomique. Certaines d'entre elles visent à réduire le risque de défaillance des institutions financières. Il s'agit notamment des restrictions de détention d'actifs et de concurrence excessive¹, de l'exigence minimale en capital, de l'agrément exigeant la solidité financière et la bonne conduite, de la transparence, et de l'évaluation et du contrôle internes des risques pour les établissements régulés. Ce risque est réduit aussi grâce à la surveillance des établissements et des actions coercitives précoces sur les établissements ayant un risque de défaillance à entreprendre par les autorités de régulation. D'autres régulations sont destinées à protéger les épargnants et les investisseurs en leur garantissant les meilleurs services aux prix équitables, ou en réduisant le risque de contagion de la crise bancaire via le

filet de sécurité public tel que les garanties de dépôts.

Les crises financières récentes démontrent que la régulation micro-prudentielle pourrait, du fait de sa pro-cyclicité, amplifier le risque systémique. La régulation micro-prudentielle est renforcée et elle est de plus complétée par la régulation macro-prudentielle suite à l'application des accords de Bâle III publiés en décembre 2010.

La mise en œuvre de la régulation macro-prudentielle dans la zone euro pose d'une part un problème d'harmonisation entre les pays de l'UE qui sont dans la zone euro et ceux qui ne le sont pas, et d'autre part, un problème de coordination entre la politique macro-prudentielle et la politique monétaire de la BCE.

L'architecture institutionnelle de la régulation macro-prudentielle

Pour mettre en place la régulation macro-prudentielle formulée dans les accords de Bâle III, l'UE a créé de nouvelles institutions et de nouveaux instruments réglementaires. Le secteur bancaire est au centre des préoccupations de cette nouvelle régulation et s'est vu imposer de nouvelles règles relatives aux exigences de fonds propres qui sont spécifiées dans les CRR et CRD IV². Il en

¹ Généralement, une concurrence saine est bénéfique pour les consommateurs. Dans le secteur bancaire, une concurrence peut être qualifiée « excessive » lorsqu'elle réduit trop fortement les marges bancaires et incite certaines banques à prendre trop de risques.

² Les sigles CRR (*Capital Requirements Regulation*) et CRD IV (*Capital Requirements Directive IV*) désignent respectivement le règlement UE n° 575/2013 et la directive européenne sur les fonds propres réglementaires. Ces documents officiels transposent dans le droit européen les recommandations du Comité

* Banco de México, Dirección General de Investigación Económica. The views and conclusions presented in this paper are exclusively the responsibility of the authors and do not necessarily reflect those of Banco de México. # Université de Strasbourg, F-67000 Strasbourg, France.

résulte une structure complexe des entités chargées de surveillance macro-prudentielle et une panoplie de nouveaux outils.

La complexité de l'architecture institutionnelle de la régulation macro-prudentielle dans la zone euro est due au fait que la régulation macro-prudentielle a été mise en place dans l'urgence au niveau de l'UE. Le temps, les expériences et les réflexions théoriques suffisants ont donc fait défaut pour optimiser les relations entre un grand nombre d'acteurs nouveaux et existants. En plus, l'architecture macro-prudentielle de la zone euro a été profondément influencée par la création de l'Union bancaire européenne visant à éviter une nouvelle crise bancaire et de la dette souveraine.

Au niveau de l'UE, le Comité européen du risque systémique (CERS) créé en décembre 2010 est chargé de la surveillance macro-prudentielle du système financier dans son ensemble. Sa mission principale est d'identifier les risques systémiques, de donner des avertissements et des recommandations, et enfin de proposer des mesures pour éliminer ou minimiser les risques identifiés. Le CERS publie annuellement depuis 2015 un bilan annuel de la politique macro-prudentielle dans l'UE. Les autorités nationales sont notifiées par le CERS en cas de manquement dans leur gestion du risque systémique et doivent alors mettre en œuvre les mesures conseillées suivant un mécanisme consistant à « se conformer ou expliquer (*comply or explain*) ». Pour Gadatsch et al. (2015), il est peu probable que le CERS soit en mesure de remplir son mandat très étendu, surtout en ce qui concerne le traitement des menaces graves pour la stabilité financière. Ceci s'explique d'une part par la divergence des intérêts des représentants au sein d'un organe important de décision empêchant une réaction rapide et ciblée aux risques systémiques, et d'autre part par le manque d'instruments suffisamment puissants pour mettre en œuvre efficacement des mesures correctives.

L'Autorité bancaire européenne (ABE) œuvre de façon indépendante pour la stabilité financière et l'intégrité, l'efficacité et le bon fonctionnement du secteur bancaire dans l'UE. Elle contribue à ce que la réglementation et la surveillance prudentielles (donc macro-prudentielles) du secteur bancaire européen soient efficaces, cohérentes et harmonisées. Elle

de Bâle, les décisions de la Commission européenne ou encore les orientations et recommandations de l'Autorité bancaire européenne.

effectue notamment des *stress tests* bancaires, qui consistent à estimer la résistance des banques face aux différents scénarios de crises. Deux autres autorités, l'Autorité européenne des marchés financiers (AEMF) et l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP) jouent des rôles similaires dans leur secteur respectif³.

La BCE s'est vu attribuer des pouvoirs macro-prudentiels importants concernant le système bancaire. Pour identifier les vulnérabilités et vérifier la résilience du système financier, la BCE surveille non seulement les évolutions des secteurs bancaires, mais aussi celles des autres secteurs financiers dans la zone euro et dans le reste de l'UE. Pour accomplir ces missions, la BCE collabore étroitement avec les banques centrales nationales de l'Eurosystème⁴ et les autres banques centrales du Système européen des banques centrales.

Le règlement « mécanisme de surveillance unique (MSU) » (Règlement UE n° 1024/2013) attribue à la BCE des compétences spécifiques en matière de politique macro-prudentielle, notamment le pouvoir d'évaluer les mesures macro-prudentielles nationales des pays dont les banques sont soumises à son contrôle. La BCE a le pouvoir, quand elle le juge nécessaire et après consultation des autorités nationales, de renforcer des mesures macro-prudentielles.

La centralisation des compétences réglementaires au niveau de l'UE et de la zone euro permet de répondre aux répercussions transnationales (*spillover effect*) importantes résultant des chocs affectant un ou plusieurs pays, et de corriger la carence des autorités nationales plus sujettes à une influence politique nationale directe (Sinn 2001).

Le principe de subsidiarité en matière de régulation macro-prudentielle se traduit par un rôle important attribué aux autorités de régulation nationales. Celles-ci devraient être responsables au premier chef de la stabilité financière nationale car elles ont une meilleure connaissance de l'état du système financier national et sont les plus soucieuses de maîtriser les coûts financiers et économiques que leur pays doit subir en cas de crises financières. Pour

³ L'ABE, l'AEMF, l'AEAPP, le CERS ainsi que et les autorités nationales de surveillance forment le système européen de surveillance financière (SESF).

⁴ L'Eurosystème est formé de la BCE et des banques centrales nationales des États membres de l'UE qui ont adopté l'euro.

mettre en œuvre la régulation macro-prudentielle, de nouveaux organismes ont été créés au niveau national. En France par exemple, le Haut conseil de stabilité financière (HCSF) a été créé en 2013. Il est doté d'un pouvoir de décision en matière de politique macro-prudentielle et chargé de la surveillance du risque systémique.

Les objectifs et les instruments de la régulation macro-prudentielle

Contrairement à une approche micro-prudentielle qui privilégie l'équilibre partiel et la résistance des banques individuelles, l'approche macro-prudentielle insiste sur l'équilibre général et cherche à assurer une stabilité financière globale. La politique macro-prudentielle cherche à limiter l'accumulation excessive de risques résultant des facteurs externes et des défaillances du marché financier afin de lisser les cycles financiers. Elle vise à rendre le secteur financier plus résilient ainsi qu'à limiter les effets de contagion. Elle s'inscrit dans une perspective globale du système financier pour assurer que la régulation financière donne les incitations correctes aux participants du marché financier. Ainsi, la régulation macro-prudentielle permet de prévenir l'apparition de risque systémique, de réduire la probabilité d'occurrence de crises financières, et/ou d'en réduire l'impact dès lors qu'il ait été impossible d'en empêcher la réalisation.

Le règlement CRR et la directive CRD IV de l'UE introduisent un ensemble d'instruments réglementaires⁵ et visent en particulier le secteur bancaire pour son rôle central dans le système financier et économique. Ils ont pour objectif de réduire les incitations à la prise de risque trop importante et l'aléa moral dans le système financier.

De nouveaux instruments de capital sont conçus pour limiter la croissance du crédit et l'effet de levier pour ainsi atténuer la pro-cyclicité du secteur financier.

Toutes les banques doivent respecter l'exigence minimale de fonds propres réglementaires qui représente 8 % des actifs pondérés en fonction des risques (*risk weighted assets* ou RWA) mais a subi un remaniement de sa composition avec une montée en puissance des fonds propres de

catégorie 1 (*Tier 1*) et des fonds propres de base de catégorie 1 (*Core Tier 1*) au détriment de ceux de catégorie 2 (*Tier 2*)⁶. Les fonds propres de catégorie 1 sont portés à 6 % (dont 4,5 % pour le *Core Tier 1*) contre 4 % (dont 2 % pour le *Core Tier 1*) sous Bâle II. Outre cet accent mis sur la qualité des fonds propres, les autorités de régulation instaurent un coussin de conservation fixé à 2,5 % et également constitué de fonds propres de base. En cas de chocs négatifs, les banques puisent dans ce coussin afin de maintenir un niveau de fonds propres conforme à l'exigence minimale réglementaire.

Trois instruments macro-prudentiels sous forme de coussin sont introduits.

- Le premier est un coussin de fonds propres contra-cyclique obligatoire, dont la constitution commence quand le ratio du crédit rapporté au PIB dépasse un certain seuil. Son niveau peut varier de 0 % à 2,5 % des actifs pondérés par le risque selon l'appréciation des régulateurs nationaux quant à l'excès du marché de crédit. Pour lisser les cycles financiers, les banques constituent ce coussin en phase ascendante du cycle financier et les utilisent en phase descendante mais uniquement après avoir accusé des pertes sévères ou constaté une baisse dangereuse de l'offre de crédit.
- Le deuxième coussin dit « systémique » vise à prévenir des risques systémiques ou macroéconomiques non cycliques. Il est constitué de fonds propres de catégorie 1 et se situe généralement entre 0 % à 5 % des actifs pondérés par le risque. Son niveau est décidé par les régulateurs nationaux. En France, le HCSF a actuellement fixé son niveau à 0 %.
- Le troisième coussin destiné aux établissements d'importance systémique mondiale (EISm) ou autres établissements d'importance systémique (aEIS) au niveau national ou au niveau de l'UE compense le risque élevé qu'ils font peser sur le système

⁶ Selon BIS (2010), le capital « *Tier 1* » est constitué de fonds propres de base (*Core Tier 1*), à savoir des actions ordinaires, des réserves diminuées des actions détenues en autocontrôle et déduites des survaleurs d'acquisition, ainsi que d'autres éléments incluant les actions de préférence (sans droit de vote), les obligations convertibles et les titres super subordonnés à durée indéterminée. Le capital « *Tier 2* » désigne les fonds propres complémentaires mobilisables pour absorber les pertes en cas de liquidation et inclut les instruments financiers respectant les critères définis par le Comité de Bâle en matière d'exigibilité, de durée, de rachat, et de paiement de coupon et principal.

⁵ Voir Barry et Dai (2013) et Bennani et al. (2017) pour une présentation plus détaillée de ces outils.

financier. Des réserves supplémentaires obligatoires entre 1 et 3,5 % de fonds propres de catégorie 1 sont imposées selon la taille des EISm. Ce coussin est de 0 % à 2 % pour les aEIS. Fin 2018, l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR) française a fixé des ratios différenciés pour les banques qualifiées d'EISm, qui sont de 1,5 % pour la BNP Paribas, et de 1 % pour la Société Générale, le Crédit Agricole et la BPCE⁷. Pour la Banque Postale et les groupes Crédit Mutuel, qualifiés d'aEIS, ce coussin s'élève respectivement à 0,25 % et 0,5 %.

Le calcul des ratios de fonds propres est susceptible d'être manipulé par les banques autorisées à adopter leur propre modèle d'estimation de risques. De plus les banques peuvent faire des arbitrages réglementaires pour minimiser le montant des actifs pondérés en fonction des risques. Pour limiter une prise de risque excessive, un seuil minimal de 3 % pour le ratio de levier, défini comme le rapport entre les fonds propres et le total des actifs, a été introduit en 2018 dans l'UE.

En plus de ces mesures portant sur les fonds propres, la directive CRD IV introduit également deux ratios de liquidité afin d'éviter une inadéquation excessive tant au niveau des échéances que des liquidités entre les deux côtés du bilan bancaire. Le premier, un ratio de couverture de liquidité à court terme (*liquidity coverage ratio* ou LCR), exige que les banques possèdent suffisamment d'actifs de haute qualité pour couvrir des sorties nettes de trésorerie sur une période de crise de 30 jours. Sa mise en œuvre commence en 2015 avec un niveau de 60 % pour atteindre 100 % en 2018. Le second est un ratio de liquidité à long terme, appelé aussi le ratio de financement net stable (*Net Stable Funding Ratio* ou NSFR). Il exige que les ressources disponibles (*available stable funding*) soient supérieures aux besoins en ressources stables (*required stable funding*) à l'horizon d'un an afin de permettre aux banques de résister pendant un an à une situation de crise spécifique à un établissement. En l'absence d'une définition définitive des normes dans l'UE, l'ABE surveille la conformité du NSFR aux critères actuels de Bâle III et son analyse montre un ratio NSFR moyen au-dessus de 112 % depuis 2016 dans l'UE.

Les autorités de régulation disposent du pouvoir discrétionnaire lors de la mise en place de certains instruments comme les coussins contracyclique et systémique dont le niveau est conditionné par des indicateurs économiques et financiers. Cette marge de manœuvre discrétionnaire empêche ces autorités d'afficher un engagement ferme. Il existe un risque selon lequel ce pouvoir est soumis aux interférences politiques, ce qui entraînerait une utilisation inadéquate des outils concernés et retarderait la mise en œuvre de mesures réglementaires impopulaires.

La disponibilité d'un nombre important d'outils macro-prudentiels permet aux autorités macro-prudentielles de réagir de manière très flexible aux risques systémiques. Toutefois, un manque de cohérence des mesures adoptées par les autorités de régulation nationales et une certaine opacité dans le choix des instruments et dans leur utilisation peuvent accroître la volatilité macroéconomique et financière. L'apprentissage par les autorités de régulation nationales et européennes quant à l'efficacité de ces outils et aux effets rétroactifs entre les outils leur permettra de définir plus précisément ces outils et de réduire le recours aux politiques discrétionnaires.

La régulation macro-prudentielle doit évoluer pour être plus efficace et adaptée à l'évolution rapide du système financier. Elle subit d'une part les arbitrages réglementaires des institutions financières et d'autre part les innovations permettant à celles-ci d'exploiter les lacunes des régulations existantes et/ou de contourner les règles restrictives. Par exemple, la régulation macro-prudentielle impose un contrôle plus strict aux banques traditionnelles et favorise déjà un transfert d'activités bancaires dans le secteur bancaire parallèle (*shadow banking*). Un enjeu important pour la régulation macro-prudentielle européenne est de mieux contrôler et surveiller ce dernier. En outre, elle insiste sur la dimension temporelle du risque systémique mais ne prête pas assez d'attention à sa dimension transversale en raison des difficultés pour mesurer les interdépendances entre les établissements financiers (Borio 2009) et les effets domino qui en résultent.

Le double rôle de la BCE : politique monétaire *versus* politique macro-prudentielle

⁷ C'est l'organe central commun à la Banque populaire et à la Caisse d'épargne française.

La BCE est chargée à partir de 2013, selon le règlement « MSU », de la mission d'évaluer les mesures macro-prudentielles adoptées par les autorités nationales soumises à la supervision bancaire de la BCE. Elle surveille en direct du point de vue à la fois micro- et macro-prudentiel des banques de taille assez significative de la zone euro (représentant 85 % des actifs dans la zone euro) pour détecter les prises excessives de risques, y compris le risque dû à la concentration des portefeuilles. Elle organise avec des autorités nationales des *stress tests* des plus grandes banques sous sa surveillance directe⁸. Elle peut prendre des mesures correctives en cas de dérapages réglementaires.

Le débat initié dans les années 1990 sur le recours à la politique monétaire pour réduire les déséquilibres financiers et les surévaluations des prix des actifs a abouti au consensus de Jackson Hole⁹ qui dominait avant la crise financière globale de 2008 (Issing 2009). Ce consensus repose sur trois principes à respecter pour la conduite de la politique monétaire en réponse aux mouvements des prix d'actifs. Premièrement, la banque centrale ne doit pas avoir un objectif de stabilité des prix d'actifs car elle n'a pas la compétence de spécifier les valeurs d'équilibre des actifs et n'a aucun instrument pour contrôler les prix des actifs sur le long terme, ni pour les influencer avec précision à court terme. Deuxièmement, la banque centrale ne doit pas essayer de faire éclater les bulles par principe de précaution car un dégonflement des bulles mal maîtrisé peut causer une catastrophe macroéconomique et ruiner la réputation de l'institution. Troisièmement, la banque centrale doit suivre une stratégie consistant à injecter des liquidités après l'éclatement des bulles pour éviter l'effondrement du système financier et économique.

La crise financière globale de 2008 a orienté le débat vers une notion plus large de stabilité financière, à savoir le risque systémique qui se

⁸ Pour la liste des banques que la BCE surveille, voir <https://www.bankingsupervision.europa.eu>.

⁹ Les idées de ce consensus ont été corroborées par Bernanke et Gertler (1999) soutenant que la politique monétaire ne devrait réagir aux fluctuations des prix d'actifs que quand ils influent sur les anticipations d'inflation. Par contre, Cecchetti et al. (2000) et Borio et Lowe (2002), parmi d'autres, préconisent un rôle plus actif de la politique monétaire dans la gestion des risques liés à la stabilité financière pour éviter la volatilité macroéconomique induite par les bulles spéculatives sur les prix d'actifs.

réfère aux déficiences du système financier ayant des conséquences négatives importantes pour l'économie réelle. La politique macro-prudentielle, qui fonctionne partiellement à travers les mêmes canaux de transmission que la politique monétaire, est susceptible d'altérer l'efficacité de cette dernière. Inversement, la politique monétaire pourrait à son tour dénaturer les objectifs de la politique macro-prudentielle. Souvent, l'effet négatif de la politique macro-prudentielle sur le marché de crédit doit être compensé par une politique monétaire plus accommodante¹⁰. French et al. (2010) suggèrent que les deux politiques soient étroitement coordonnées voire intégrées et toutes deux assignées à la banque centrale. Praet (2018), un membre du directoire de la BCE, constate que les deux politiques se complètent mutuellement dans la poursuite de leurs objectifs respectifs. D'autres soutiennent que les fonctions de stabilité financière et macroéconomique doivent être séparées (Svensson 2018).

Dans la zone euro, une politique monétaire unique n'est pas bien adaptée pour traiter les déséquilibres financiers qui apparaissent au niveau national car la politique monétaire sera axée sur les conditions économiques et financières à l'échelle de la zone. De tels déséquilibres sont en effet mieux traités par des mesures macro-prudentielles nationales ciblées (Constâncio 2018). Etant chargée de la surveillance macro-prudentielle et de la conduite de la politique monétaire, la BCE est néanmoins confrontée à des conflits d'intérêt. Par exemple, le maintien du taux d'intérêt directeur à un niveau très bas pendant une période très prolongée soutient la croissance dans la zone euro mais entraîne des expansions rapides de crédit qui ne sont pas souhaitables pour les régulateurs nationaux et la BCE sur le plan macro-prudentiel. Par ailleurs, comme le montre sa communication en décembre 2018, la BCE est devenue beaucoup plus sensible aux baisses des prix des actifs financiers que pendant la crise financière globale de 2008 et la double crise bancaire et de la dette souveraine de la zone euro en 2010-2012. Toutefois, les réactions de la BCE ne sont pas symétriques car l'institution n'adopte pas une position inverse lorsque les marchés boursiers sont en forte hausse.

¹⁰ Keister (2019) montre que l'application du ratio de couverture de liquidité entraîne une prime de risque sur certains taux d'intérêt, altérant ainsi le mécanisme de transmission de la politique monétaire et donc la décision optimale de la banque centrale.

En confiant certaines tâches de surveillance macro-prudentielle à la BCE, les décideurs européens optent pour la séparation des autorités macro-prudentielle et monétaire. Cette solution permet à la BCE de garder son indépendance en matière de politique monétaire tout en profitant des informations tirées de l'exécution de ses tâches de surveillance. Elle a en outre l'avantage de renforcer la surveillance du risque systémique grâce aux angles d'observation différents de la BCE et des régulateurs comme le CERS. Le CERS, de son côté, est chargé de la surveillance macro-prudentielle du système financier dans son ensemble. Il y a donc complémentarité, et non antagonisme, avec les fonctions confiées à la BCE. Bien que les coûts financiers dus à la réplication des entités macro-prudentielles et le décloisonnement croissant des différents secteurs du système financier militent pour une surveillance financière intégrée à confier au CERS, la coexistence de ces deux instances de surveillance macro-prudentielle semble être faite pour durer.

Les perspectives d'évolution de la régulation macro-prudentielle

Bâle III permet aux autorités publiques de pousser la régulation financière plus loin, à l'aide de règles plus strictes et d'outils innovants. Sa mise en application a permis de mettre en évidence certaines lacunes. Notamment, l'arsenal macro-prudentiel déployé en appliquant les accords de Bâle III laisse certains facteurs de risque systémique en suspens, et renforce même d'autres.

La régulation macro-prudentielle actuelle ne répond pas efficacement au problème d'interdépendance entre les banques qui rend le système financier vulnérable et peut entraîner l'amplification d'une crise. Une des raisons de cette interdépendance est l'uniformité des portefeuilles. Elle résulte du fait que les banques ont tendance à acquérir simultanément des actifs similaires. Un tel comportement peut engendrer des mouvements à sens unique des prix d'actifs, favorisant ainsi la formation et l'explosion de bulles. En cas de crise, la vente simultanée des actifs similaires par un nombre important de banques pourrait se matérialiser par une crise financière généralisée et sévère.

Le traitement bienveillant et protecteur accordé par les autorités de régulation aux banques trop

grandes pour faire faillite (*too big to fail*) donne de mauvaises incitations aux banques et peut favoriser des phénomènes d'anti-sélection (ou sélection adverse) et d'aléa moral¹¹ malgré l'exigence du coussin pour les établissements d'importance systémique (EIS). Ignorant les coûts de faillite puisqu'ils seront couverts par l'État (les contribuables), ces banques n'ont que peu d'intérêt à renforcer leurs fonds propres. Le problème est que les autorités de régulation responsables de la gestion du coussin systémique et du coussin pour les EIS sont susceptibles de subir des pressions politiques en faveur des lobbys bancaires.

La régulation macro-prudentielle actuelle ne cherche pas à réguler le secteur bancaire parallèle très complexe et opaque. Les régulations micro-prudentielles et macro-prudentielles imposées aux institutions financières tendent à renforcer l'avantage compétitif de ce secteur parallèle. Les banques sont incitées à déplacer des activités vers ce secteur afin de réduire leurs besoins de fonds propres réglementaires.

Par ailleurs, les banques peuvent contourner les régulations et/ou faire des arbitrages réglementaires pour minimiser le montant des actifs pondérés en fonction des risques. La régulation macro-prudentielle actuelle ne peut pas empêcher un tel comportement. Les contraintes des régulations actuelles incitent les banques à réaliser des innovations financières et à adopter de nouveaux instruments financiers pour réduire les coûts et/ou trouver de nouvelles sources de revenu. Progressivement, la régulation macro-prudentielle devient moins efficace pour lutter contre le risque systémique,

¹¹ Les deux phénomènes ont pour origine les informations asymétriques. L'anti-sélection et l'aléa moral apparaissent avant et après une transaction respectivement. Dans le cas d'un prêt, les emprunteurs les plus risqués sont les plus actifs à la recherche des financements et pourraient ne pas donner toutes les informations aux prêteurs. En appliquant un critère tel le taux d'intérêt, les prêteurs prennent le risque de sélectionner des mauvais emprunteurs (anti-sélection). Dans le cas des EIS, le régulateur bienveillant, en prenant la taille comme critère de sélection, est susceptible d'avoir sous sa protection les grandes banques trop exposées aux risques (anti-sélection). Comme ces banques sont protégées et donc secourues en priorité en cas de crise par les autorités de régulation, les prêteurs et les déposants vont les surveiller moins, ce qui incite ces banques à se dérober légalement ou illégalement aux clauses des contrats signés avec les créanciers (aléa moral).

laissant ainsi germer la prochaine crise financière.

La mise en œuvre de la régulation macro-prudentielle coïncide avec une période de stabilisation économique et financière en Europe et dans le reste du monde. Il est encore trop tôt pour évaluer dans quelle mesure elle réduit le risque systémique. Une telle évaluation ne peut être faite de façon objective qu'après la prochaine crise. Néanmoins, il est d'ores et déjà évident que les problèmes susmentionnés limitent l'efficacité de la régulation macro-prudentielle quant à la prévention du risque systémique.

Le Comité de Bâle a lancé depuis quelques années une série de travaux visant à revoir les modalités de calcul des actifs pondérés en fonction des risques. Malgré les réfutations des régulateurs lui préférant le terme de « poursuite de Bâle III », l'expression « Bâle IV » s'impose peu à peu dans le vocabulaire de l'« industrie » bancaire pour nommer ces nouvelles réformes engagées par le Comité de Bâle, plus ou moins abouties, mais structurantes pour le secteur (Leboucher 2016). Pour l'instant, le périmètre de ces réformes dont l'entrée en vigueur est prévue pour 2019 n'est pas encore clairement délimité.

La plupart des réformes prévues ont un point commun : elles ciblent le calcul du dénominateur du ratio des fonds propres. Les accords de Bâle III avaient revu simultanément la définition du numérateur (les fonds propres éligibles) et le niveau minimal des ratios de capital. Rien ou presque n'avait été entrepris pour rajeunir le dénominateur. En effet, on continue à calculer sous Bâle III les actifs pondérés par le risque selon les principes de Bâle II.

La refonte porte sur l'ensemble des risques traditionnels (risques de crédit, de marché et opérationnels) avec même l'introduction d'un nouveau risque (risque de taux). Elle s'attaque à la fois à la méthode standard pour calculer ces actifs pondérés en fonction des risques et à la méthode avancée utilisée par certains établissements, généralement les plus importants qui ont droit à un traitement sur-mesure de leurs expositions et ont recours à des modèles « internes » pour tout ou partie de leurs risques.

L'objectif des régulateurs dans ces réformes est de rendre ces actifs pondérés en fonction des risques plus représentatifs des risques réels mais aussi plus comparables d'une banque à l'autre.

La question est de savoir de combien ils augmenteront avec de nouvelles règles et comment les banques vont réagir à une hausse des expositions au risque. Selon l'étude du PWC (2017), les réformes de Bâle IV pourraient faire augmenter de 1 à 2,5 trillions d'euros les actifs pondérés en fonction des risques au niveau agrégé, et impliquent une hausse de 13 % à 22 % pour les plus grandes banques en Europe¹².

Une hausse du dénominateur du ratio de fonds propres implique soit une réduction des expositions soit une augmentation des fonds propres prudentiels par les banques. Dans le premier cas, les effets à court terme pourraient être une réduction de crédit bancaire. Dans le second cas, les actionnaires des banques seraient sollicités pour apporter de nouveaux capitaux. Il est possible que les actionnaires soucieux de la rentabilité du capital à court terme refusent l'augmentation du capital nécessaire pour renforcer la stabilité financière.

Conclusion

La politique macro-prudentielle issue des accords de Bâle III est mise en place dans la zone euro via une structure institutionnelle complexe. L'UE transpose dans le droit européen les recommandations du Comité de Bâle en prenant en compte les décisions de la Commission européenne et encore les orientations et recommandations de l'Autorité bancaire européenne pour adapter les accords de Bâle III à la situation de l'UE. Les autorités de régulation nationales mettent en place les régulations macro-prudentielles et seront surveillées par le Comité européen du risque systémique et la Banque centrale européenne.

Dans la zone euro, la mission de la politique monétaire est en principe séparée de la mission de la politique macro-prudentielle. Cependant, étant chargée d'une partie de la surveillance macro-prudentielle, notamment la surveillance des grandes banques d'importance systémique, la BCE peut tirer profit de la complémentarité de ces missions malgré l'existence des conflits d'intérêt entre les deux.

La régulation macro-prudentielle mise en place depuis quelques années doit encore prouver qu'elle peut éviter les graves crises financières

¹² La hausse des actifs pondérés par les risques peut même atteindre entre 63 % et 73 % pour les grandes banques suédoises.

dans le futur. En attendant, ses lacunes poussent les autorités de régulation à préparer d'ores et déjà de nouvelles réformes susceptibles de la faire évoluer rapidement dans les prochaines années.

Le paradoxe de stabilité financière, régulièrement vérifié dans les faits, indique que la crise financière survient quand tout semble bien marcher. L'économie et les marchés financiers dans la zone euro ont actuellement l'apparence d'une grande résilience avec un taux d'inflation proche de sa cible, une croissance relativement robuste, un taux de chômage relativement bas, des indices boursiers et prix immobiliers aux niveaux record, et des taux d'intérêt au niveau plancher. Des facteurs de risque tels qu'un endettement public élevé dans certains pays de la zone euro et les conflits commerciaux sino-américains sont souvent ignorés par les acteurs financiers tant que les banques centrales sont prêtes à les rassurer. Dans ce contexte, les régulateurs macro-prudentiels de la zone euro devraient rester particulièrement vigilants et éviter la complaisance et l'inaction.

Références bibliographiques

- Bennani, T., L. Clerc, V. Coudert, M. Dujardin et J. Idier (2017), « Politique macroprudentielle : prévenir le risque systémique et assurer la stabilité financière », Pearson, 320 pages.
- Bernanke, B. et M. Gertler (1999), "Monetary Policy and Asset Price Volatility", dans *New Challenges for Monetary Policy: A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium*, Jackson Hole, Wyoming, August 1999.
- BIS (2010), « Bâle III : dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires », Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, Banque des Règlements internationaux.
- Borio, C. (2009), « L'approche macro-prudentielle appliquée à la régulation et à la surveillance financières », *Revue de la stabilité financière*, N° 13 – Quel avenir pour la régulation financière ? Banque de France, 35-46.
- Borio, C. et P. Lowe (2002), "Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus," *BIS Working Paper* No. 114.
- Cecchetti, S., H. Genberg, J. Lipsky et S. Wadhvani (2000), "Asset Prices and Central Bank Policy," *Geneva Reports on the World Economy* No. 2.
- Constâncio, V. (2018), "Financial stability risks and macroprudential policy in the euro area", Speech at the ECB and Its Watchers XIX Conference, Frankfurt am Main, 14 March.
- Dai, M., et F. Barry (2013), « La dimension macroprudentielle de la régulation financière introduite par Bâle III », *Bulletin de l'Observatoire des politiques économiques en Europe* 28(1), 23-32.
- French, K.R., M.N. Baily, J.Y. Campbell, J.H. Cochrane, D.W. Diamond, D. Duffie, A.K. Kashyap, F.S. Mishkin, R.G. Rajan, D.S. Scharfstein, R.J. Shiller, H.S. Shin, M.J. Slaughter, J.C. Stein, et R.M. Stulz (2010), *The Squam Lake Report: Fixing the Financial System*. Princeton University Press.
- Gadatsch, N., T. Körner, I. Schnabel, et B. Weigert (2015), "Macroprudential supervision in the Eurozone: Beware of excessive expectations", <https://voxeu.org>.
- Issing O. (2009), "Asset Prices and Monetary Policy", *Cato Journal* 29(1), 45-51.
- Keister, T. (2019), "The interplay between liquidity regulation, monetary policy implementation and financial stability", *Global Finance Journal* 39, 30-38.
- Leboucher, S. (2016), « Vers Bâle IV ? Les banques dans l'incertitude », *Revue Banque*, dossier réalisé publié le 24 mars.
- Praet, P. (2018), "The interaction between monetary policy and macroprudential policy", Speech at the Money, Macro and Finance Research Group Conference on the Resilience of the Global Financial Architecture, London, 27 September.
- PWC (2017), « 'Basel IV': BCBS finalises reforms on Risk Weighted Assets (RWA) », <https://www.pwc.com/gx/en/advisory-services/basel-iv/booklet-toolbox.pdf>
- Sinn, H W (2001), *The new systems competition: A construction principle for Europe*, Blackwell Publishing, Malden.
- Svensson, L. (2018), "Monetary policy and macroprudential policy: different and separate", *Canadian Journal of Economics* 51(3), 802-827.