

## Les difficultés de la mise en œuvre d'une politique macroprudentielle

Gilbert Koenig\* et Irem Zeyneloglu#

**Les difficultés de mise en œuvre d'une politique macroprudentielle sont dues à plusieurs causes. Elles tiennent d'abord aux difficultés à identifier le risque systémique qu'elle a comme objectif premier de réduire et de spécifier la stabilité financière qu'elle est chargée d'assurer pour réaliser son objectif premier. Elles résultent ensuite de la multiplicité des instruments dont elle dispose pour agir sur les sources du risque systémique. Elles proviennent enfin des interrelations qui existent entre les politiques macroprudentielles et monétaires et qui peuvent affecter leurs efficacités respectives.**

Avant la crise financière enclenchée en 2007, les pays avancés connaissent une période dite de « grande modération »<sup>1</sup> caractérisée par un taux d'inflation maîtrisé, un taux de croissance satisfaisant et une absence de crise financière majeure. Dans ce contexte, les responsables des banques centrales des pays avancés et la plupart des économistes universitaires considèrent que l'objectif prioritaire de la politique monétaire est d'assurer la stabilité monétaire grâce au contrôle du taux d'intérêt de court terme. Les banques centrales ne sont tenues d'intervenir que dans le cas où des chocs financiers risqueraient d'influencer l'évolution des prix et ainsi, de perturber la stabilité monétaire dont elles sont les garantes. La possibilité que de tels chocs puissent entraîner une crise systémique dans les pays avancés n'est pas envisagée sérieusement avant 2007. En effet, on considère que de telles crises ne peuvent toucher que des pays émergents dont les marchés financiers sont beaucoup moins développés et organisés que dans les pays avancés. Par contre, il est communément admis que des perturbations du système financier peuvent mettre en difficulté certains intermédiaires financiers. Dans ce cas, des institutions de supervision et de réglementation des banques, généralement indépendantes de la banque centrale, peuvent venir en aide à ces intermédiaires par des

<sup>1</sup> Hakkio (2013) effectue un historique de la période de « grande modération » qui a duré du milieu des années 1980 jusqu'en 2007 après la fin de la période de grande inflation.

mesures microprudentielles. Cette répartition des rôles institutionnels a longtemps fait l'objet d'un consensus qui a résulté de débats entre banquiers centraux, ministres des finances et chercheurs universitaires ayant participé aux symposiums annuels de Jackson Hole dans les années 1980-1990<sup>2</sup>.

Elle a toutefois été ré-envisagée après l'éclatement de la crise financière en 2007-2008. En effet, la séparation des politiques n'ayant pas permis d'éviter les incidences néfastes de cette crise sur le système financier et/ou le secteur réel de l'économie des pays avancés, de nombreux débats se sont tenus et ont abouti à une modification du consensus de Jackson Hole. Dans cette nouvelle conception, la politique monétaire et la politique microprudentielle<sup>3</sup> conservent les mêmes objectifs que dans le consensus adopté avant 2007 et la séparation entre les mesures de stabilisation monétaire et financière est maintenue. En revanche, la possibilité de crise systémique étant désormais reconnue, une composante de politique macroprudentielle spécifique est proposée en complément de la régulation microprudentielle qui s'est révélée insuffisante pour faire face à une telle crise<sup>4</sup>.

<sup>2</sup> Ce symposium économique annuel est sponsorisé par la *Federal Reserve Bank of Kansas City*. Il se tient depuis 1981 à Jackson Hole dans le Wyoming (USA).

<sup>3</sup> Le terme qui qualifie cette politique apparaît en 1986 dans un document de la Commission Cooke. Il se diffuse après 2007 dans les travaux sur la politique monétaire et la stabilité financière.

\* Université de Strasbourg, Université de Lorraine, CNRS, BETA, 67000, Strasbourg, France. # Université Galatasaray (GIAM) et Université de Strasbourg (BETA).

---

La mise en œuvre d'une politique macroprudentielle est plus complexe que celle d'une politique monétaire dont les objectifs et les instruments sont clairement définis. En effet, une politique destinée à réduire le risque systémique a généralement des difficultés à identifier un tel risque et d'en évaluer l'évolution et les effets. Une seconde catégorie de difficultés auxquelles se heurte l'instauration d'une politique macroprudentielle est celle qui résulte de la nécessité de spécifier clairement la nature de ses objectifs et de ses instruments, ainsi que les interactions éventuelles avec la politique monétaire.

## 1. L'identification d'un risque systémique

L'identification d'un risque systémique est assez complexe. Elle nécessite une définition claire d'un tel risque, la spécification des critères qui permettent de l'identifier et la spécification d'une mesure appropriée.

### 1.1 Une définition commune du risque systémique

Le Fonds monétaire international (FMI), la Banque des règlements internationaux (BRI) et le Conseil de stabilité financière (CSF) ont établi en 2010 une définition commune du risque systémique. Selon cette définition reprise par Lepetit (2010), « la crise systémique est une rupture dans le fonctionnement des services financiers (i) causée par la dégradation de tout ou partie du système financier et (ii) ayant un impact négatif généralisé sur l'économie réelle ».

Cette définition doit être élargie par la prise en compte du rôle des institutions financières d'importance systémique dont la défaillance peut perturber considérablement le système financier du fait de leur taille, de leur complexité et de leurs interconnexions.

Cette définition traduit l'importance primordiale de la stabilité du secteur financier<sup>5</sup> pour un bon fonctionnement du secteur réel. Elle

---

<sup>4</sup> Voir Barry et Dai (2013) pour l'analyse de ces insuffisances.

<sup>5</sup> Un système financier est un réseau de connexions et d'interactions entre les différentes entités suivantes qui le composent (Banque de France, 2013) : les marchés financiers, les intermédiaires financiers et les infrastructures financières qui permettent d'assurer des opérations financières comme les règlements d'achats et de ventes de titres.

montre que le risque d'une crise systémique ne se limite pas à l'addition des risques individuels pris par les composantes du système financier et mesurés par les régulateurs microprudentiels. Au niveau du secteur financier dans son ensemble, le risque systémique peut être mesuré par les coûts que fait supporter le système financier à l'économie réelle notamment sous la forme d'une réduction de l'activité économique et d'une hausse du chômage. Mais les externalités négatives du risque peuvent également se manifester à l'intérieur du système financier. Cela est dû à l'interconnexion de ses composantes soit en raison de liens d'endettement croisés, soit du fait de la similitude de leurs portefeuilles d'investissement qui rend ces établissements sujets aux mêmes risques de dévaluation en cas de chocs affectant les valeurs des actifs desdits portefeuilles pour ne citer que quelques-uns des canaux possibles, qui implique par exemple que la faillite d'une banque peut mettre en difficulté les autres établissements financiers par contagion. Pour modéliser le risque systémique, on peut faire appel à la théorie des graphes et à la théorie des réseaux. Cela permet de systématiser les interconnexions entre les différentes composantes du système financier et de suivre l'évolution du risque financier à travers le système financier.

### 1.2 Les critères d'identification d'un risque systémique

Le risque systémique ne peut pas être défini à partir d'un critère simple et unique qui serait commun à toutes les institutions financières et aux marchés financiers. De ce fait, les ministres des finances des pays du G20 ont défini trois critères permettant d'identifier les caractéristiques des institutions financières qui pouvaient avoir des effets systémiques (IMF, BRI et FSB 2009) : la taille, l'absence de substituabilité et le niveau d'interconnexion avec les autres institutions du réseau financier. Ces définitions se fondent sur des études portant sur des institutions financières qui se sont trouvées en difficulté au cours de la dernière crise financière.

En choisissant la taille comme critère, on veut apprécier l'importance des services financiers fournis par une institution et son exposition aux risques de bilan et hors bilan. Selon ce critère une grande institution financière est plus exposée au risque qu'une petite. L'absence de substituabilité résulte de la difficulté de rem-

placer la disparition d'une composante du système financier par une autre susceptible de fournir à ce système les mêmes services financiers. Le niveau d'interconnexion permet d'apprécier quant à lui les interrelations entre les institutions financières qui facilitent la propagation du risque systémique dans le secteur financier et dans l'économie réelle.

Ces critères ne sont pas pleinement satisfaisants. En effet, certains mériteraient d'être précisés. C'est ainsi que, selon le critère de la taille, les grandes entreprises comporteraient un risque systémique plus important que les petites. Or, on peut considérer qu'elles peuvent être en mesure de mieux diversifier les risques et ainsi, de mieux résister à des chocs que des institutions plus petites. C'est le cas notamment pour les sociétés d'assurance. Quant aux établissements plus petits, comme les *hedge funds*, ils peuvent avoir un caractère systémique important du fait de la nature de leurs activités financières. De plus, plusieurs observations montrent que ce n'est pas tant la dimension d'une institution qui comporte un risque systémique que l'importance de ses connexions avec d'autres établissements (Chan-Lau 2010). Les dangers de ces connexions peuvent provenir par exemple de lignes de crédit qui peuvent être retirés brutalement sans préavis suffisant ou de créances qui exposent un établissement à la défaillance d'autres institutions.

Une autre insuffisance des critères retenus se situe dans leur adaptation beaucoup plus faible à l'identification du risque systémique concernant les marchés financiers qu'à celle concernant les institutions financières. En effet les critères de non-substituabilité et d'interconnexion sont difficiles à appliquer aux marchés financiers. Mais les analyses des risques portant sur ces deux composantes du système financier sont complémentaires.

Enfin, ces critères sont très flexibles. Ils peuvent évoluer dans le temps et différer selon qu'ils sont appliqués au niveau national ou international, ce qui donne une marge d'interprétation assez large.

### 1.3 Des compléments possibles aux critères d'identification

Comme il paraît difficile de distinguer nettement, sur la base des critères précédents, les institutions dont l'activité peut conduire à une crise systémique des autres, il convient de compléter l'identification des risques systé-

miques fondées sur ces critères par des études détaillées des activités financières de toutes les institutions du système financier. Pour ce qui est des marchés financiers, il convient de rechercher dans quelle mesure leur organisation peut faciliter l'adoption de comportements à risque par les opérateurs des marchés. Quant aux institutions financières, elles peuvent faire l'objet d'un dysfonctionnement qui peut résulter par exemple d'une prise de risque excessive de leur part. Enfin, une crise financière peut trouver sa source dans un facteur macroéconomique, comme l'endettement excessif d'un pays envers l'étranger.

Ces causes fragilisent progressivement tout le système financier par une accumulation de risques, ce qui se répercute sur les secteurs réels de l'économie. Cette diffusion de la crise est souvent favorisée par une réglementation financière insuffisante. Une telle insuffisance peut provenir par exemple de la difficulté à gérer les effets de la faillite d'une banque systémique importante. En effet, en laissant une telle banque faire faillite, on risque que cela se répercute sur les autres banques et que cela accentue la crise<sup>6</sup>. Si, par contre, on admet qu'elle est trop importante pour faire faillite (*to big to fail*), on la sauve, ce qui génère un aléa moral qui peut accentuer le risque systémique<sup>7</sup>.

Plusieurs pays envisagent de mettre sur pied des systèmes d'alerte précoce (*early warning system*) qui sont destinés à réduire les risques d'une crise systémique ou d'accroître la résilience d'un système financier perturbé par un choc<sup>8</sup>. Ces systèmes doivent fournir une alerte fiable d'une menace de crise, ce qui doit permettre aux autorités de prendre des mesures macroprudentielles avant le déclenchement de cette crise. Pour que ces mesures soient efficaces, les autorités doivent s'assurer, par des

<sup>6</sup> Après avoir utilisé d'une façon abusive l'effet de levier, la banque Lehman Brothers a perdu beaucoup d'argent, ce qui a entraîné le retrait du soutien du gouvernement américain et la faillite. Cette faillite a constitué le déclencheur principal de la crise financière de 2008.

<sup>7</sup> Les pertes importantes du fond spéculatif Long Term Capital Management (LTCM) dues à de mauvais investissements ont provoqué un risque de faillite dont les répercussions portaient sur de nombreuses autres institutions financières. Craignant que cela aboutisse à une crise systémique, la FED a décidé de sauver LTCM.

<sup>8</sup> En Europe, le Comité du risque systémique instauré en 2010 est chargé de suivre l'évolution du risque systémique et d'émettre des recommandations et éventuellement des alertes.

---

tests de résistance (*stress tests*), que les banques aient une capacité de réaction suffisante pour faire face à un choc systémique. Le succès de ces mesures permet de réduire la forte régulation que nécessiterait *ex-post* l'éclatement de la crise. Sur la base de statistiques fiables, ces systèmes permettent également d'éviter les fausses alarmes de crises susceptibles de déclencher des mesures macroprudentielles contre-productives.

A l'heure actuelle, il y a une divergence de conceptions sur la forme que doit prendre un système d'alerte précoce et sur la nature des variables dont le système doit tenir compte pour avoir la meilleure efficacité. De ce fait, un système qui se révèle optimal dans un pays peut être sous-optimal dans un autre.

#### 1.4 Les mesures du risque systémique

Le nombre d'indicateurs du risque systémique a augmenté d'une façon importante depuis la crise financière déclenchée en 2008. De Bandt *et al.* (2015) en proposent une synthèse. Ils distinguent :

- Les indicateurs qui mesurent le degré de fragilité des institutions financières et qui peuvent être fondés sur les données du marché ou sur des données comptables fournies par ces institutions.
- Les indicateurs qui mesurent les interconnexions au sein de réseaux. Certains travaux utilisent des méthodes issues de la théorie des réseaux sociaux et de la théorie des graphes pour en déduire une mesure du risque systémique. D'autres proposent une méthodologie pour distinguer entre les effets directs de chocs de solvabilité et les phénomènes de contagion.
- Les indicateurs synthétiques qui considèrent plusieurs secteurs à la fois. Dans cette optique, la Banque centrale européenne a élaboré un indicateur composite de stress systémique fondé sur les données des institutions financières, des marchés obligataire, monétaire, des actions et des changes.

## 2. Les objectifs de la politique macroprudentielle

Dans la littérature portant sur la politique monétaire et les mesures prudentielles qui ont fait l'objet du consensus modifié de Jackson Hole,

la politique monétaire a comme objectif d'assurer la stabilité des prix en minimisant l'écart entre le taux d'inflation courant et un taux cible d'inflation. Dans certains pays, il s'y ajoute un objectif économique dont la réalisation nécessite par exemple de réduire l'écart entre le taux de croissance courant et un taux de croissance de long terme d'équilibre. Les mesures microprudentielles ont comme objectif d'assurer la sécurité et la solidité des institutions financières individuelles. Quant à la politique macroprudentielle, elle a comme objectif d'assurer la stabilité de l'ensemble du système financier. Mais cet objectif est moins clairement défini que ceux de la politique monétaire et de la politique microprudentielle.

### 2.1 La stabilité financière

Bien qu'il existe un consensus pour attribuer à la politique macroprudentielle un objectif général de stabilité financière, il n'existe pas un consensus analogue sur la définition de cette stabilité.

La stabilité financière caractérise, pour les uns, un système qui est suffisamment solide pour résister à des chocs exogènes, comme celui qui détermine une appréciation ou une dépréciation importante de la monnaie nationale. Pour d'autres, la stabilité financière caractérise un système doté d'une forme de résilience, c.-à-d. d'une capacité de revenir à son équilibre initial après un choc venant du système lui-même (Galati et Moessner 2013). Selon ces deux caractérisations de la stabilité financière, l'instabilité financière n'est pas seulement susceptible de provenir d'un choc externe, mais aussi de chocs endogènes. Un tel choc peut être provoqué par exemple par un optimisme excessif des institutions financières face au risque. Ce comportement peut donner lieu à une distribution trop généreuse de crédits, ce qui fragilise le système financier et peut aboutir à une bulle de crédits. Un objectif intermédiaire de la politique macroprudentielle pourra donc consister à éviter le développement de telles bulles. Un autre objectif intermédiaire s'imposera dans le cas d'un choc externe. Il peut par exemple consister à renforcer la résistance du système financier à un tel choc.

Un objectif intermédiaire de la politique macroprudentielle peut être également défini de telle sorte qu'il se distingue clairement de l'objectif de la politique microprudentielle. Il peut consister à éviter les défaillances de l'en-

semble du système économique qui peuvent avoir des coûts macroéconomiques importants (Borio et Drehmann 2009). Dans cette perspective, on peut faire un parallèle entre les politiques macroprudentielles et microprudentielles (Osiński *et al.* 2013). La politique macroprudentielle a comme objectif immédiat de réduire le risque de défaillance de l'ensemble du système financier qui provient de comportements collectifs. A plus long terme, son objectif est d'éviter les coûts macroéconomiques liés à l'instabilité financière. A la différence de cette politique, la politique microprudentielle a comme objectif immédiat de réduire le risque de défaillance d'institutions financières individuelles qui résulte de leurs propres comportements. Il s'agit de protéger les consommateurs, les investisseurs et les déposants.

## 2.2 L'inconvénient d'attribuer à la politique monétaire l'objectif de stabilité financière

Bien que l'objectif de stabilité financière est généralement attribué à la politique macroprudentielle, on a parfois envisagé de conférer à la politique monétaire en plus de son objectif de stabilité monétaire et économique le soin de prévenir des bulles financières.

La politique monétaire qui adopte le principe du « naviguer à contre-courant de la tendance des marchés » (*leaning against the wind*) se place dans cette optique. En vue de réduire la probabilité ou l'ampleur d'une crise financière, cette politique consiste pour la banque centrale à fixer son taux d'intérêt directeur à un niveau supérieur à celui qui serait nécessaire pour atteindre son objectif d'inflation et de stabilisation de l'économie réelle. Le coût de cette politique est constitué par un niveau d'activité plus faible et un chômage plus important qu'en l'absence de l'objectif de stabilité financière. Il n'est compensé que partiellement, selon Svensson (2017), par le bénéfice espéré de la baisse de la probabilité et de l'ampleur d'une crise financière. Pollin (2008) adresse une critique plus forte à cette stratégie, en montrant que le taux directeur n'est pas le bon instrument pour stabiliser les évolutions financières. La conception d'une conduite séparée de la politique monétaire et de la politique macroprudentielle qui en résulte est soutenue plus récemment par Svensson (2018).

## 3. Les instruments et les institutions de la politique macroprudentielle

De la même façon que la politique macroprudentielle ne peut pas se limiter à un objectif unique pour réduire le risque systémique et sa propagation dans l'économie réelle, elle ne possède pas non plus un instrument unique pour parvenir à ce résultat. C'est ainsi que, à la différence des accords de Bâle I et II, les accords de Bâle III imposent un ensemble d'outils macroprudentiels<sup>9</sup>. Différents travaux, comme ceux effectués au sein de la Banque des règlements internationaux (BRI) par Galati et Moessner (2010) et au sein de la BCE par Piquard et Salakhova (2018) ont tenté de fournir une vue d'ensemble des instruments de la politique macroprudentielle. Mais le travail le plus exhaustif est effectué par le FMI (IMF 2018) sur la base des informations fournies par 141 pays sur les instruments macroprudentiels destinés à réduire le risque systémique et sur la nature des institutions nationales qui les utilisent.

### 3.1 La nature des instruments macroprudentiels

Le FMI (IMF 2018) a regroupé les instruments macroprudentiels dans les six catégories suivantes associées aux différentes sources du risque systémique qui doit être réduit avec ces outils :

- Les instruments appliqués à l'ensemble des expositions du système bancaire au risque (*broad-based tools*). Parmi ces instruments, le plus répandu est celui qui exige des banques la détention d'un montant additionnel de fonds propres (*capital conservation buffer*) pour être en mesure de gérer les futures tensions financières. Des plafonds pour la croissance des crédits sont également imposés dans certains pays.
- Les outils destinés à gérer le risque provenant de l'exposition des banques aux comportements des ménages (*household sector tools*). Parmi ces outils, le plus utilisé est le contrôle du ratio prêt-valeur (*loan-to-value ratio*) qui mesure le rapport entre la valeur d'un prêt contracté pour acheter un actif et la valeur de marché de cet actif. Plus ce taux est élevé, plus le risque du prêteur est important. Ce risque peut également être évalué par le ratio entre le service de la

<sup>9</sup> Voir Barry et Dai (2013).

- 
- dette et le revenu de l'emprunteur (*debt-service-to-income ratio*). Les plafonds imposés sur ces ratios permettent notamment de stabiliser le marché hypothécaire présentant une hausse importante des prix et des emprunts hypothécaires.
- Les instruments appliqués à la gestion des risques provenant de l'exposition des banques aux entreprises non financières (*corporate sector tools*). Les plus fréquemment utilisés sont les exigences de fonds propres supplémentaires pour les prêts au secteur des entreprises et la fixation de plafonds pour des prêts bancaires à certaines industries et à certains secteurs.
  - Les instruments destinés à faire face au risque de liquidité et de déviation du taux de change pesant sur le secteur bancaire (*liquidity and foreign exchange tools*). Ces instruments sont utilisés par le plus grand nombre de pays touchés par l'enquête, notamment par les pays émergents. Parmi ces instruments, le ratio de liquidité de court terme (*liquidity coverage ratio*) est le plus utilisé. Ce ratio impose aux établissements bancaires la détention de suffisamment d'actifs de bonne qualité pour couvrir leurs besoins de trésorerie dans une situation de tension pendant une courte durée. Par contre, le ratio structurel de liquidité à long terme (*net stable funding ratio*) est beaucoup moins utilisé. Il est destiné à empêcher les banques d'utiliser une part trop élevée de leurs ressources de court terme pour financer des actifs de moyen et long terme. Pour éviter une trop grande déviation du taux de change par rapport à son niveau normal, des mesures peuvent être prise pour limiter la possibilité des banques de s'endetter envers l'extérieur et pour obliger les banques à constituer des réserves sur les dépôts en monnaies étrangères.
  - Les instruments permettant de faire face au risque d'illiquidité et de liquidation forcée d'actifs financiers pesant sur le secteur non-bancaire (*non bank tools*). Peu de pays ont eu recours à des mesures macroprudentielles pour gérer des risques systémiques dans le secteur non-bancaire.
  - Les outils utilisés pour faire face aux risques dus aux institutions du fait de leur importance systémique et de l'importance de leurs relations avec le système financier (*structural tools*). Dans ce cadre, deux instruments sont utilisés pour atténuer les ca-

naux d'amplification des chocs. Le premier porte sur la vulnérabilité individuelle des institutions financières. Il est formé par l'introduction de fonds propres supplémentaires pour protéger le système financier contre les banques systémiques. Ces fonds qui doivent permettre de faire face à des chocs imprévus peuvent varier dans le temps. Le second instrument correspond à un coussin de risques systémiques (*systemic risk buffer*) formé de fonds propres supplémentaires. Il a comme objet de réduire les vulnérabilités structurelles du système financier dans son ensemble (Piquard et Salakhova 2018).

Parmi ces instruments, une partie a été nouvellement créée pour la politique macroprudentielle, alors que d'autres étaient déjà utilisés par la politique microprudentielle, comme le ratio de fonds propres, ou par la politique monétaire, comme le taux de réserves obligatoires.

### 3.2 La nature des institutions macroprudentielles

Selon l'enquête du FMI (IMF 2018), il y a 30 pays sur les 141 retenus qui ne possèdent pas d'autorités macroprudentielles. Les 111 autres pays ont fourni des informations sur leurs arrangements institutionnels dans le domaine macroprudentiel. Une partie importante de ces pays ont confié le mandat pour agir sur le plan macroprudentiel à plus d'une entité institutionnelle. La majorité des pays considère que leur banque centrale joue un rôle important dans la politique macroprudentielle. Les autres pays ont adopté différentes combinaisons. Pour les uns, la responsabilité de la politique macroprudentielle revient conjointement à la banque centrale et à un comité spécifique intégré dans cette banque. Pour d'autres, c'est un comité spécifique intégré dans la banque centrale ou situé à l'extérieur de cette banque qui représente la seule autorité macroprudentielle. Les comités à l'extérieur de la banque centrale sont généralement combinés avec une ou plusieurs agences avec lesquelles ils partagent l'autorité macroprudentielle. Quatre pays attribuent d'ailleurs toute cette autorité à une agence de supervision.

La majorité des pays attribue un pouvoir fort à leurs autorités macroprudentielles, notamment si celles-ci sont représentées par la banque centrale avec un comité intégré. Un pouvoir moins important est attribué aux comités ma-

croprudentiels situés à l'extérieur de la banque centrale. Mais, il ressort de l'observation des arrangements effectués par une quarantaine de pays que le pouvoir accordé à leurs autorités macroprudentielles est assez faible.

#### 4. Les interactions entre les politiques monétaires et macroprudentielles

On considère généralement que l'objectif premier de la politique monétaire est d'assurer la stabilité des prix et de l'activité économique et que celui de la politique macroprudentielle est de défendre la stabilité financière. Mais la conduite de chacune de ces deux politiques est susceptible d'exercer des effets secondaires sur l'objectif de l'autre. Ces interactions peuvent amplifier ou réduire l'efficacité de chacune d'entre elles. Après avoir identifié ces effets, les responsables de chaque politique doivent en tenir compte dans la définition de leurs stratégies et envisager une coordination des deux politiques pour internaliser les effets externes correspondant aux effets secondaires.

##### 4.1 La nature des interactions entre les deux politiques

Plusieurs travaux, comme ceux du FMI (IMF 2013), d'Antipa et Matheron (2014), et de Nier et Kang (2016) proposent un recensement des principaux effets secondaires des deux politiques. On en retiendra les principaux.

##### *Effets secondaires de la politique monétaire sur l'objectif de stabilité financière des autorités macroprudentielles*

Les effets secondaires de la politique monétaire sur l'objectif de stabilité financière de la politique macroprudentielle peuvent s'exercer par différents canaux (IMF 2013). On en sélectionnera trois à titre d'exemples.

Un changement de l'orientation de la politique monétaire peut affecter la valeur des contraintes imposées aux emprunteurs et la probabilité qu'ils fassent défaut. C'est ainsi qu'une baisse du taux d'intérêt décidée par la banque centrale entraîne une hausse de la valeur des obligations utilisées comme collatéraux<sup>10</sup>. Cela permet d'améliorer les conditions

des crédits, mais risque de conduire à un endettement excessif et de créer les conditions d'une instabilité financière. Une hausse du taux d'intérêt décidée par la banque centrale peut réduire la capacité de remboursement des emprunteurs, notamment en cas d'emprunt à taux variables. De plus, elle peut rendre effective (*binding*) la contrainte de collatéraux en réduisant la valeur des actifs utilisés comme garantie de remboursement. Cela peut conduire certains emprunteurs à faire défaut et d'autres à liquider en catastrophe une partie de leurs actifs (*fire sales*), ce qui est source d'instabilité financière du fait de l'incidence de ces liquidations sur les prix des actifs.

Si l'assouplissement monétaire se traduit par une hausse de la capacité des banques à faire crédit, il peut inciter ces établissements à s'exposer à des risques de non-remboursement plus importants en se montrant moins rigoureux dans la sélection des emprunteurs. Les banques peuvent aussi être incitées à prendre plus de risques en se portant sur les marchés financiers afin d'obtenir des rendements plus importants que ceux fournis par les opérations de crédit. Ces comportements bancaires peuvent être source d'instabilité financière.

Dans une économie ouverte, la baisse du taux d'intérêt national décidée pour stimuler l'activité économique réduit la différence entre ce taux et le taux d'intérêt étranger. Il peut en résulter une sortie importante de capitaux et une dépréciation de la monnaie nationale. De ce fait, les possibilités des banques à emprunter à l'extérieur diminue, ce qui se répercute sur leur capacité à faire crédit. Par contre, la demande de crédit peut être stimulée par la hausse de la valeur des collatéraux due à la baisse du taux d'intérêt. Ce déséquilibre sur le marché du crédit risque de mettre en cause la stabilité financière que la politique macroprudentielle doit maintenir. L'ampleur de cet effet dépend notamment du degré d'ouverture aux flux de capitaux internationaux. De ce fait, elle est particulièrement importante dans les pays émergents.

On peut noter qu'en tant que prêteur en dernier ressort, la banque centrale conserve un pouvoir d'agir directement sur la stabilité financière d'un pays.

<sup>10</sup> Les collatéraux sont des actifs donnés en garantie par les débiteurs aux prêteurs afin de couvrir le risque de crédit résultant des transactions financières négociées entre deux parties.

---

### ***Effets de la politique macroprudentielle sur la conduite de la politique monétaire***

La politique macroprudentielle possède divers instruments pour atténuer les effets indésirables de la politique monétaire et pour réduire ainsi le conflit entre les objectifs de stabilité financière et de stabilité des prix (Nier et Kang 2016). Deux exemples permettent d'illustrer cette capacité.

En augmentant ses exigences de fonds propres supplémentaires, la politique macro-prudentielle peut limiter la hausse de l'endettement bancaire et l'incitation à une prise de risque excessif des agents qui peuvent résulter d'une baisse du taux d'intérêt directeur. De même, la limitation des emprunts bancaires en devises et la hausse des réserves obligatoires décidées dans le cadre d'une politique macroprudentielle peuvent freiner la hausse excessive des crédits enclenchée par une baisse du taux d'intérêt directeur.

Comme la politique macroprudentielle peut agir sur les crédits, elle est susceptible d'influencer le niveau d'activité et le taux d'inflation qui constituent les objectifs de la politique monétaire (Antipa et Matheron 2014). En effet, en mettant une contrainte sur la capacité d'emprunt de certains agents, cette politique influence la demande de biens et le niveau de production qu'elle détermine. De plus, les réserves de fonds propres supplémentaires imposées par la politique macroprudentielle peuvent augmenter la capacité de résistance du secteur bancaire et favoriser ainsi une transmission efficace des effets de la politique monétaire.

Ces deux exemples illustrent la complémentarité des deux politiques, mais dans certains cas si la politique monétaire n'est pas suffisamment efficace pour atteindre son objectif, il peut être moins coûteux de renforcer cette efficacité que d'utiliser la politique macroprudentielle comme substitut imparfait. En effet, l'insuffisance de la politique monétaire peut induire un développement financier négatif. Mais le contrôle de cette évolution par des mesures macroprudentielles pourrait entraîner des distorsions plus coûteuses que des mesures destinées à améliorer l'efficacité de la politique monétaire.

#### **4.2 La coordination des deux politiques**

Du fait des interactions entre les deux politiques, il semble nécessaire de les coordonner

(IMF 2013). Cette opération permet non seulement d'internaliser les effets secondaires des politiques, mais aussi de faciliter le partage des informations et des analyses. Elle est plus ou moins complexe selon l'organisation institutionnelle dans laquelle elle se place. Elle est facilitée dans le cas où le comité de politique macro-prudentielle se trouve intégré dans la banque centrale. En effet les responsables de la politique macroprudentielle peuvent sans entraves bénéficier de l'expertise de la banque centrale qui possède d'ailleurs les principales statistiques utilisables par les deux politiques. Il ne faut pas cependant que cette structure amène à rendre la banque centrale responsable de la stabilité financière. En effet, la banque centrale risquerait de perdre sa crédibilité en tant que gardienne de la stabilité monétaire. Pour éviter cet inconvénient, il convient de séparer strictement les structures de prises de décisions et de communication.

Si le comité de politique macroprudentielle se situe à l'extérieur de la banque centrale, cette dernière peut conserver un rôle important, notamment si on lui confie la présidence du comité et si son rôle n'est pas incompatible avec son statut d'indépendance.

En France, l'autorité macroprudentielle est le Haut Conseil de stabilité financière qui est présidé par le ministre des finances. Les principaux responsables qui y siègent sont le gouverneur de la Banque de France qui a le monopole des propositions de décisions, ainsi que les présidents des autorités de supervision (autorités de contrôle prudentiel et de résolution, des marchés financiers et des normes comptables). La Banque centrale européenne a le pouvoir de durcir les dispositions macroprudentielles adoptées par les autorités nationales si ces mesures sont jugées insuffisantes. De plus, l'intervention du Comité européen du risque systémique qui a en charge la surveillance macroprudentielle avec pour objectif de prévoir et de réduire les risques de crise systémique permet d'assurer une coordination entre les autorités nationales. Mais en confiant la présidence de ce comité à la présidente de la BCE, on risque de générer une contradiction entre la recherche de la stabilité monétaire et celle de la stabilité financière. C'est ainsi qu'une expansion monétaire décidée dans le cadre d'une politique non conventionnelle d'assouplissement quantitative et destinée à éviter la déflation peut conduire à des bulles financières. Des propositions sont faites actuellement pour renforcer le volet européen de

la politique macroprudentielle (Villeroij de Galhau 2021).

## 5. Conclusion

En introduisant la politique macroprudentielle et en lui attribuant un objectif de stabilité financière, on pouvait espérer traiter sa mise en œuvre d'une façon aussi aisée que celle de la politique monétaire dont les objectifs et les instruments sont clairement définis. Or, la pratique a montré que les autorités macroprudentielles devaient résoudre beaucoup plus de difficultés que les autorités monétaires pour mettre en œuvre leurs actions.

Cette complexité s'est accrue avec la prise de conscience des risques climatiques qui ont fait l'objet d'une large littérature au cours de ces dernières années (Basel Committee on Banking Supervision 2020). Ces risques qui proviennent du changement climatique sont susceptibles de perturber non seulement la sécurité et la solidité des institutions financières, mais aussi la stabilité de l'ensemble du système financier. Ils ont des impacts sur les coûts et les pertes provenant de l'intensité et de la fréquence croissantes des événements liés au changement climatique et de l'adaptation progressive à des économies de faible carbone pendant une période transitoire. Pour certains, ces risques doivent être traités comme une nouvelle catégorie avec ses spécificités, tandis que pour d'autres, il faut plutôt les intégrer dans les catégories existantes. Dans les deux cas, leurs incidences sur la stabilité financière entraînent de nouvelles difficultés pour la mise en œuvre de la politique macroprudentielle.

**Remerciements** : Nous remercions les deux rapporteurs dont les remarques et les suggestions ont permis d'améliorer cet article.

## Références bibliographiques :

Antipa P. et Matheron J. (2014), « Interactions entre politiques monétaires et macroprudentielles », *Revue de Stabilité financière* 18, 244–259.

Banque de France (2013), « Stabilité financière et politique macroprudentielle », *Focus*, n° 9.

Barry F. et Dai M. (2013), « La dimension macro-prudentielle de la régulation financière

introduite par Bâle III », *Bulletin de l'OPEE* 28, 21–29.

Basel Committee on Banking Supervision (2020), « Climate-related financial risks: a survey on current initiatives », Bank of International Settlements.

Borio C. et Drehmann M. (2009), « Towards an operational framework for financial stability: 'fuzzy' measurement and consequences », BIS Working Papers n° 284.

Chan-Lau J.A. (2010), « Balance sheet network analysis of too connected-to-fail risk in global and domestic banking systems », *IMF Working Papers*, WP/10/107.

De Bandt O., Héam J.C., Labonne C. et Tavoraro S. (2015), « La mesure du risque systémique après la crise financière », *Revue économique* 66(3), 481–500.

Galati G. et Moessner R. (2013), « Macroprudential policy – a literature review », *Journal of Economic Surveys* 27(5), 846–878.

Hakkio C.S. (2013), « [The great moderation](#) », Federal Bank of St. Louis.

IMF (2013), *The interaction of monetary and macroprudential policies*, International Monetary Fund.

IMF (2018), « The IMF's Annual Macroprudential Policy Survey Objectives, Design, and Country Responses », *IMF Policy Papers*.

IMF, BRI et FSB (2009), « [Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: initial considerations](#) », Report to the G-20 Finance Ministers and Central Bank Governors.

Lepetit J-F. (2010), *Rapport sur le risque systémique*, rapport remis à la ministre de l'économie, de l'industrie et de l'emploi.

Nier E. et H. Kang (2016), « Monetary and macroprudential policies – exploring Interactions », in *Macroprudential policy*, *BIS Papers* n° 86, 27–38.

Osiński J., Seal K. et Hoogduin L. (2013), « Macroprudential and microprudential policies: toward cohabitation », *IMF Staff Discussion Note*, SDN 13/05.

Piquard T. et Salakhova D. (2018), « Les instruments de politique macroprudentielle: un rempart contre les risques de contagion interbancaire », *Bulletin de la Banque de France*, 2018/3.

Pollin J.-P. (2009), « Pour une révision du procès fait à Alan Greenspan », *Revue de l'OFCE* 110, 87–93.

---

Svensson L.E.O. (2017), « Leaning against the wind: costs and benefits, effects on debt, leaning in DSGE models, and a framework for comparison of results », *International Journal of Central Banking* 13(3), 385–405.

Svensson L.E.O. (2018), « Monetary policy and macroprudential policy: Different and

separate? », *Canadian Journal of Economics* 51(3), 802–82.

Villeroy de Galhau F. (2021), « La stabilité financière à la charnière des politiques monétaires et macroprudentielles, *Revue de la stabilité financière* 24, 7–16.