

LA STABILITÉ FINANCIÈRE À LA CHARNIÈRE DES POLITIQUES MONÉTAIRE ET MACROPRUDENTIELLE

François VILLEROY de GALHAU

Gouverneur
Banque de France

Face à la crise de la Covid-19, la réponse de l'Eurosystème a été rapide et massive dans le but d'assurer le maintien de conditions de financement favorables à l'ensemble de l'économie. Elle a bénéficié de la résilience accrue du système financier à la faveur des réformes postérieures à la crise financière de 2008. Elle s'est également appuyée sur une gamme élargie d'instruments de politique monétaire flexibles et innovants.

Mais une politique monétaire durablement accommodante peut conduire à des effets indésirables pour la stabilité financière à travers une moindre discipline de marché, une prise de risque excessive encouragée par l'aléa moral généré dans la résolution des crises passées et l'augmentation du levier d'endettement des agents économiques. Pour mieux prévenir les risques d'instabilité financière et ainsi préserver les canaux de transmission de la politique monétaire, il apparaît nécessaire de dépasser le principe de stricte séparation entre politique monétaire et politique macroprudentielle, en lui préférant un principe de coordination.

Cependant, le cadre macroprudentiel demeure une ligne de défense indispensable et doit également être renforcé selon deux axes essentiels : muscler le volet européen et élargir le cadre aux institutions financières non bancaires.

Ces réformes sont la nouvelle frontière à franchir dans la consolidation des progrès vers un système financier plus sûr, en Europe et dans le monde.

La crise de la Covid-19 met la solidité du système financier à l'épreuve et, à travers elle, la pertinence de l'ensemble des réformes y compris macroprudentielles qui ont suivi la crise financière de 2008.

Contrairement à 2008, le secteur bancaire notamment s'est montré résilient car mieux capitalisé grâce à l'action conjuguée des autorités micro et macroprudentielles. Au-delà du renforcement des fonds propres des banques françaises (mais aussi européennes), qui entre 2008 et 2020 ont doublé pour atteindre près de 15 % de leur bilan (pondéré), plusieurs pare-feux macroprudentiels avaient été mis en place avant le déclenchement de la crise, notamment en France par le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) : l'activation des coussins contracycliques, des limites d'exposition pour les banques systémiques vis-à-vis des entreprises les plus endettées ou encore des recommandations de prudence sur l'octroi de crédit immobilier résidentiel.

La gestion de cette nouvelle crise en a bénéficié. La solidité du système bancaire a en effet contribué à l'efficacité de l'action des autorités publiques, gouvernements et banques centrales face à la pandémie et ses conséquences économiques. L'Eurosystème, en particulier, a mobilisé, vite, une palette très large d'instruments pour soutenir le financement de l'économie réelle, notamment via les banques. Ces mesures ont complété les mesures budgétaires prises au niveau national pour soutenir les entreprises et les ménages durement touchés par la situation de crise.

Mais l'application d'une politique monétaire durablement accommodante peut conduire à des effets collatéraux pour la stabilité financière, au point que l'accumulation de risques pour le système financier pourrait être de nature à affecter la transmission efficace de la politique monétaire. Cette menace implique que la politique monétaire, pour un objectif d'inflation donné, non seulement utilise en priorité des instruments dont la conception et la mise en œuvre contribuent le moins possible aux déséquilibres financiers, mais aussi agisse en tenant compte des dynamiques relatives à la stabilité financière.

Par ailleurs, au-delà de la solidité des banques, l'empreinte croissante des fonds d'investissement sur le financement de l'économie réelle implique de s'assurer de leur capacité à éviter des comportements procycliques de nature à amplifier les stress de liquidité. Le cadre macroprudentiel, appliqué aux seules entités bancaires et essentiellement à l'échelle nationale, ne suffit donc pas. Le développement d'un cadre macroprudentiel pour les intermédiaires financiers

non bancaires, coordonné à l'échelle internationale, est également indispensable.

En bref, la politique macroprudentielle ne peut suffire si elle est isolée de la politique monétaire (*section 1*). Elle peut et doit pour autant gagner en efficacité au niveau européen (*section 2*) comme à l'égard des acteurs non bancaires (*section 3*).

1 TIRER TOUTES LES LEÇONS DES INTERACTIONS ENTRE POLITIQUE MONÉTAIRE ET STABILITÉ FINANCIÈRE

Le principe traditionnel : séparation entre politique monétaire et politique macroprudentielle

La grande crise financière de 2008 a montré que la stabilité des prix n'était pas une garantie suffisante de stabilité financière. Elle a mis en évidence la nécessité de la politique macroprudentielle. Après 2008 en effet, s'est imposé le constat que les crises liées aux activités financières, et plus particulièrement les activités conduites par les banques, peuvent avoir des conséquences systémiques très néfastes pour la stabilité de l'ensemble du système financier, et suffisamment graves pour affecter également l'économie réelle. Le déroulement de la crise financière de 2008, par ses incidences sur l'activité économique et donc sur l'évolution des prix à la consommation, a montré qu'il fallait s'assurer de la solidité du système financier, et plus particulièrement bancaire, pour se prémunir de la répétition de turbulences similaires.

Le comité de Bâle sur la supervision bancaire (BCBS – *Basel Committee on Banking Supervision*) a franchi en septembre 2010 une étape importante en ce sens avec la réforme du cadre réglementaire international, dit de Bâle 3, approuvée par les dirigeants du G20 au sommet de Séoul en novembre 2010. Au-delà du renforcement des exigences microprudentielles, en termes de capital, de liquidité et de levier d'endettement, le BCBS a défini un cadre macroprudentiel pour la supervision des banques, comportant deux dimensions. En premier lieu, ce cadre macroprudentiel a pour objet de réduire l'ampleur des cycles financiers et donc contenir la tendance du système bancaire à accentuer les hauts ou les bas de cycles économiques par une distribution respectivement excessive ou insuffisante du crédit. L'outil emblématique institué est le coussin de fonds propres contracyclique, qui oblige les banques à augmenter leur capital réglementaire pendant les périodes de croissance excessive du crédit. En second lieu, ce cadre macroprudentiel vise à limiter la transmission des chocs à

travers le système financier, grâce notamment à la surcharge en capital exigée pour les banques les plus systémiques.

Cette réponse macroprudentielle a été mise en œuvre en suivant le principe de Tinbergen : à la politique macroprudentielle le soin d'assurer la stabilité financière, à la politique monétaire, celui d'assurer la stabilité des prix. Dans cette approche, la politique monétaire n'a pas vocation à agir pour limiter les risques de stabilité financière, par exemple ceux associés à l'évolution des prix d'actifs, qu'il s'agisse du cours des actions ou des prix immobiliers. Cette séparation se justifie traditionnellement par deux raisons principales : i) la difficulté à identifier en temps réel des bulles sur les prix d'actifs ; ii) les incertitudes associées à une politique monétaire soumise à des conflits d'objectifs.

Les limites de la séparation

Cependant, il faut réexaminer ce principe de séparation dans le contexte actuel de taux d'intérêt bas et d'une politique monétaire reposant sur une gamme d'instruments large et flexible.

Au sein de la zone euro, le mandat donné à la politique monétaire est sans ambiguïté : son objectif principal est celui de la stabilité des prix. Toutefois, le Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne ¹ précise que « *le SEBC ² contribue à la bonne conduite des politiques menées par les autorités compétentes en ce qui concerne le contrôle prudentiel des établissements de crédit et la stabilité du système financier.* » L'Eurosystème met déjà en œuvre ce mandat en accordant une attention particulière à des agrégats financiers assez larges quand il arrête l'orientation de sa politique monétaire. Par exemple, il suit la dynamique de l'endettement des ménages, des entreprises et des intermédiaires financiers.

En 2010, au sein de l'Eurosystème, nous étions confrontés à des perspectives de taux d'intérêt encore élevés, affectant peu les marges bancaires et dispositions d'instruments de politique monétaire peu flexibles et assez conventionnels limitant *de facto* la capacité de la politique monétaire à agir sur les risques du système financier. En 2021, la boîte à outils de l'Eurosystème apparaît singulièrement élargie avec « *la forward guidance* » des taux d'intérêt, le déploiement des programmes d'achats de titres et la mise en place des opérations de refinancement à très long terme ciblées (TLTRO – *targeted longer-term refinancing operations*). Par ailleurs, l'application d'une politique monétaire durablement accommodante a pu entraîner des évolutions indésirables pour la stabilité financière parmi

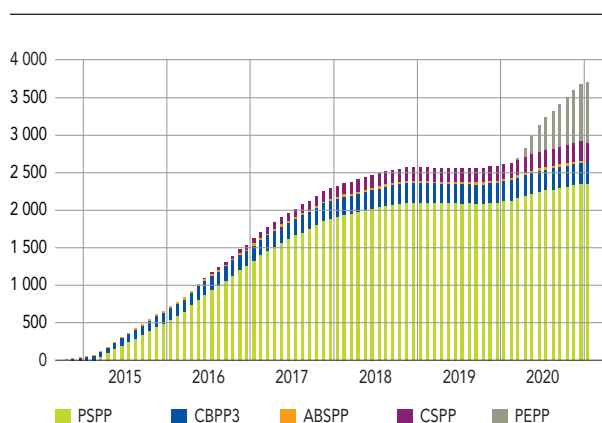
lesquels notamment : la baisse de la rentabilité bancaire du fait de taux d'intérêt très bas et même négatifs, un comportement de recherche de rendements trop risqué de la part des investisseurs dans un environnement de taux durablement bas ; un assouplissement des critères d'octroi des crédits ; l'augmentation du levier des agents non financiers qui accroissent leur dette ; une compression des primes de risque excessive sur certains segments.

Or, en cas d'instabilité financière affectant les prix d'actifs mais aussi la solvabilité des entreprises les plus endettées, et pesant sur les bilans bancaires (par la montée des prêts douteux), de nombreux canaux de transmission de la politique monétaire seraient remis en cause.

Pour un principe de coordination : utiliser la palette d'instruments de politique monétaire pour mieux prendre en compte les considérations de stabilité financière

La nécessité de contrer les risques pesant sur les perspectives d'inflation de la zone euro et sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire, aggravés par la crise de la Covid-19, justifie pleinement une politique monétaire très accommodante. Il ne peut donc s'agir, au nom de la stabilité financière, de « durcir » la politique monétaire (ce que voudraient les partisans du « *leaning against the wind* ») ; mais l'Eurosystème doit privilégier l'utilisation des instruments présentant le moins d'effets

G1 Programmes d'achats de titres de l'Eurosystème
(encours en milliards d'euros)



Notes : Programmes d'achats : de titres publics (PSPP), d'obligations sécurisées (CBPP3), de titres adossés à des actifs (ABSPP), d'obligations d'entreprise (CSPP) et d'urgence face à la pandémie (PEPP).

Source : Banque centrale européenne.

1 Article 127-5 du Traité sur le fonctionnement de l'Union européenne.

2 Système européen des Banques centrales.

indésirables en matière de stabilité financière, voire la mise en place de dispositifs ad hoc de nature à réduire de tels effets. Par exemple, le mécanisme de *tiering*, qui rémunère une partie des réserves excédentaires des banques auprès de l'Eurosystème à un taux plus élevé que celui de la facilité de dépôt, permet d'exempter de taux d'intérêt négatifs une partie des réserves excédentaires des banques auprès de l'Eurosystème et de diminuer la compression des marges nettes d'intérêt, préservant ainsi la rentabilité du secteur bancaire dans l'environnement de taux d'intérêt bas. Son application permet ainsi à la politique monétaire d'agir dans le sens de la stabilité des prix sans affaiblir la stabilité du secteur financier.

Autre exemple : les opérations ciblées de refinancement à long terme dites TLTRO, assorties de taux d'intérêt très bas, excluent les prêts immobiliers pour limiter la contribution potentielle de la politique monétaire à l'inflation immobilière résidentielle qui amplifierait le risque de bulle. Enfin l'Eurosystème exclut les achats d'actions boursières ou ceux d'obligations bancaires qui diminueraient la discipline de marchés des institutions financières.

Intégrer le suivi des risques de stabilité financière dans la conduite de la politique monétaire

Il est essentiel, a minima, de continuer à privilégier l'utilisation des instruments de politique monétaire ayant le moins d'effets indésirables sur la stabilité financière, à effets identiques sur la stabilité des prix. Mais il faut également dépasser le principe traditionnel de stricte séparation entre politique monétaire et politique macroprudentielle. Sans remettre en cause la stabilité des prix comme l'objectif final de la politique monétaire, ni le rôle de la politique macroprudentielle en tant que première ligne de défense pour remédier aux déséquilibres financiers empêchant le fonctionnement efficace du mécanisme de transmission, la politique monétaire devrait être conduite en formalisant également un suivi des risques de stabilité financière, étant donné leur importance pour la transmission de la politique monétaire et ses effets sur la production et l'inflation.

Jusqu'à présent, la politique monétaire de la zone euro a été articulée autour de deux piliers : 1) l'analyse économique qui évalue les déterminants de court et moyen terme des développements économiques et justifie un taux d'intérêt cible et 2) l'analyse monétaire – dont le rôle a historiquement beaucoup diminué – qui exploite, dans une perspective de plus long terme, l'information tirée du lien entre l'offre de monnaie et les prix. Ce second pilier dédié à l'analyse monétaire mériterait d'être rénové

et étendu pour couvrir l'analyse permettant l'évaluation des déséquilibres financiers et de leurs effets ultérieurs sur la production et sur l'inflation : par exemple, prix d'actifs (biens immobiliers et/ou actions); évolutions des crédits aux ménages et aux entreprises.

Ainsi les considérations de stabilité financière seraient une partie explicite de l'orientation de la politique monétaire et, en pratique, seraient prises en compte dans un cadre unique, clair et transparent. Ce cadre présenterait le mérite de formaliser les analyses, déjà réalisées en pratique, présidant aux choix de combinaison d'instruments de politique monétaire; ces analyses seraient guidées par la volonté de maximiser l'effet sur l'inflation tout en minimisant les effets secondaires extrêmes sur la stabilité financière.

2 Articuler les niveaux européen et nationaux de la politique macroprudentielle pour une meilleure efficacité

L'intégration des considérations de stabilité financière dans la politique monétaire de la zone euro devra être modulée en fonction de la portée géographique des risques associés aux vulnérabilités identifiées; elle ne remet pas en cause la nécessité de la politique macroprudentielle. Un risque isolé sur un pays donné devra pouvoir continuer d'être traité dans le cadre macroprudentiel national. Un risque propre à un pays donné, mais avec de possibles conséquences sur les pays voisins, devra pouvoir être traité dans un cadre macroprudentiel européen complétant le cadre national. Enfin, un risque majeur commun à toute la zone euro, et dont l'incidence serait significative sur la croissance et les indices de prix à la consommation, ne saurait être ignoré par la politique monétaire unique. Cette allocation optimale entre politique monétaire et politique macroprudentielle implique toutefois un renforcement du volet macroprudentiel, au premier chef dans sa dimension institutionnelle européenne.

Des schémas institutionnels parfois complexes pour la politique macroprudentielle

La gouvernance de la politique macroprudentielle prend des formes variées dans le monde : certains pays la confient à une autorité politique quand d'autres s'appuient sur la banque centrale, via un comité dédié, ou sous la responsabilité d'un comité trans-institutionnel auquel la banque centrale prend part³. Cette hésitation reflète une dualité : les décisions macroprudentielles ont une forte

sensibilité politique – d’aucuns songent à l’exemple des mesures sur l’octroi de crédit immobilier – et présentent en même temps une forte technicité. La gouvernance politique expose donc à un risque d’inaction ; celle de la banque centrale à un risque d’illégitimité.

La France a retenu de ce fait une formule mixte, bien ajustée à l’usage : l’autorité macroprudentielle y est le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF), présidé par le ministre des Finances ; y siègent le gouverneur de la Banque de France qui a le monopole des propositions de décisions, les présidents des autorités de supervision que sont l’Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), l’Autorité des marchés financiers (AMF) et l’Autorité des normes comptables (ANC). À ces membres s’ajoutent trois personnalités qualifiées, économistes indépendantes et reconnues.

À l’étage national s’ajoute l’étage européen. L’ambition d’une meilleure prise en compte de la stabilité financière par la politique monétaire nécessite une articulation avec le cadre macroprudentiel au plan européen. Cette articulation existe déjà : la Banque centrale européenne (BCE) dispose d’un pouvoir dit de « *top-up* » l’autorisant à durcir certaines des mesures macroprudentielles adoptées par les autorités nationales si ces mesures sont jugées insuffisantes. De plus, la coordination et la coopération entre les autorités nationales s’effectuent grâce à l’intercession du Comité européen du risque systémique (CERS/ ESRB ⁴), présidé par la présidente de la BCE.

Renforcer le volet européen de la politique macroprudentielle

Il peut subsister des spécificités nationales qui justifient l’hétérogénéité des outils (par exemple dans le domaine de l’immobilier), mais un cadre européen doit être synonyme de transparence, de coopération accrue et d’une meilleure prévention de la diffusion des risques, en particulier dans une union économique et monétaire. D’où l’idée d’aller plus loin pour faire en sorte que l’intégration financière corresponde à un renforcement de la résilience du système financier européen. Cela ne doit toutefois pas se faire au prix d’une complexité qui, non seulement ne permet pas toujours de bien identifier les responsabilités des uns et des autres, mais donne aussi lieu à des procédures lourdes qui peuvent entraver l’agilité requise quand des crises surviennent.

La récente révision des textes européens dédiés à la réglementation du secteur bancaire accroît le degré

d’harmonisation du cadre macroprudentiel. La Commission européenne pourrait aller encore plus loin lors de la future révision de 2022, et notamment quant aux mesures concernant les emprunteurs. Celles-ci pourraient être intégrées à l’avenir à la directive CRD VI ⁵ de façon à avoir des outils communs et transparents pour l’ensemble des pays de l’Union européenne facilitant à la fois leur adoption et la réciprocité de ces mesures à l’échelle de l’Union : il s’agirait là d’un progrès encourageant vers une politique macroprudentielle européenne.

La dimension essentiellement nationale de la politique macroprudentielle pour le moment n’est adaptée qu’aux configurations de chocs internes. Chaque pays est alors censé être suffisamment outillé pour les contrer voire, dans le meilleur des cas, les anticiper et les prévenir. En revanche, un risque dont le caractère systémique est avéré doit pouvoir être traité au niveau européen afin de garantir la stabilité financière de l’ensemble de la zone. De tels risques sont de plus en plus probables compte tenu des fortes interconnexions au sein du système financier européen qui impliquent à la fois les intermédiaires financiers non bancaires et les établissements de crédit. Pour cela, la BCE (voire le CERS) devrait être dotée de pouvoirs macroprudentiels élargis, fondés sur un ensemble d’instruments définis au niveau européen afin de permettre une action réactive et coordonnée. La crise de la Covid-19 a révélé l’existence de marges de progrès sur plusieurs plans : les coussins contracycliques ont été relâchés, certes, mais à partir de situations initiales très différentes ; les procédures impliquant les instances européennes associées à la mobilisation de certains instruments macroprudentiels durent plusieurs mois avant que leur mise en œuvre ne soit effective. Cette bureaucratie peut – d’expérience – décourager, sans guère apporter.

3 Renforcer le cadre macroprudentiel et l’élargir aux acteurs non bancaires

Le système financier dans son ensemble a bien résisté à la crise de la Covid-19 grâce notamment aux interventions décisives des autorités gouvernementales mais également des superviseurs et des banques centrales. Néanmoins, plusieurs axes permettraient aussi de l’optimiser.

³ Cf. *IMF-FSB-BIS Elements of Effective Macroprudential Policies, Lessons from International Experience*, Fonds monétaire international, Conseil de stabilité financière et Banque des règlements internationaux, 31 août 2016.

⁴ *European systemic Risk Board*.

⁵ *Capital Requirements Directive*.

Un manque d'appétence pour les coussins de capital microprudentiels qui justifie un déploiement plus important des coussins macroprudentiels

Les réformes réglementaires issues de la crise financière de 2008 ont permis aux banques de bénéficier de ratios de solvabilité bien plus élevés en 2020 qu'ils ne l'étaient lors des précédentes crises. Cela a constitué un atout décisif pour que les banques apportent des financements soutenus aux sociétés non financières. Cependant, le renforcement des ratios de solvabilité s'est essentiellement fait par le déploiement de coussins en capital que les autorités ne peuvent relâcher en bas de cycle, contrairement au coussin contracyclique.

Plusieurs freins à l'utilisation des coussins microprudentiels bancaires ont été identifiés, même après que les autorités de supervision ont relâché leurs exigences : c'est le débat difficile sur la « *buffer usability* ». Premièrement, les banques restent particulièrement attentives à la pression des marchés financiers, qui s'exerce par le biais des investisseurs et des agences de notation ; elles craignent que l'utilisation de leurs coussins, et donc une dégradation de leur ratio de solvabilité, puisse les stigmatiser, et instiller des doutes sur leur solidité. Une deuxième raison pourrait être liée à la crainte de restrictions imposées par les superviseurs sur la distribution de dividendes si les ratios de solvabilité devaient se dégrader davantage. Une troisième raison semble tenir à l'incertitude des banques à faire face à terme, aux futures exigences, et aux reconstitutions de fonds propres imposées par les autorités en sortie de crise et à l'impact de la montée des risques futurs sur leurs ratios. Nous avons voulu lever cette crainte dans la réunion du groupe des gouverneurs et superviseurs de la BRI ⁶ (*group of Governors and Heads of Supervision – GHOS*) que j'ai présidée en novembre 2020 en donnant une orientation (« *guidance* ») claire sur la durée de ces flexibilités : « *Après la crise, les superviseurs donneront aux banques suffisamment de temps pour reconstituer leurs coussins, en tenant compte des conditions économiques, du marché et des banques.* » ⁷

Il a donc fallu que les autorités prudentielles communiquent largement sur l'utilisation souhaitée de ces coussins ou réduisent les exigences de certains instruments microprudentiels (par exemple l'orientation du Pilier 2) pour lesquels les relâchements contracycliques n'étaient pas initialement prévus. Cet appel à l'utilisation des coussins doit nécessairement être fait (et a été en partie fait) de façon coordonnée entre juridictions afin d'éviter tout risque de stigmatisation et garantir une concurrence internationale équitable entre les établissements.

Le renforcement des coussins macroprudentiels contracycliques doit intervenir sans augmenter le niveau total des exigences réglementaires prévues dans le cadre de la réglementation de Bâle 3. Cela implique un arbitrage entre la taille des coussins existants et le coussin contracyclique qui, lui, a bien vocation à être relâché dans les périodes de stress. Des coussins contracycliques toujours disponibles, et donc strictement supérieurs à zéro, en dehors des crises, seraient un levier d'action macroprudentiel essentiel : non seulement pour les crises « endogènes » au système financier, mais aussi pour les chocs « exogènes » du même type que la pandémie de Covid 19 ⁸. Il serait nécessaire d'y ajouter la possibilité pour la BCE de relâcher les coussins de façon homogène et coordonnée au sein de la zone euro, ce qui permettrait de disposer d'un levier macroprudentiel efficace au plan européen.

Nous avons gagné en crédibilité en faisant la démonstration que nous n'avions, en France, aucune réticence à relâcher les coussins contracycliques disponibles quand cela est apparu nécessaire : le HCSF l'a fait sur ma proposition dès le 18 mars 2020. En temps utile, et à l'issue de la crise, nous devrions également pouvoir amplifier l'utilisation de cet instrument. Encore faut-il pour cela que le superviseur microprudentiel (la BCE au travers du Mécanisme de supervision unique – MSU – dans le cadre européen) accepte de diminuer à hauteur équivalente ses propres exigences en capital, ce dont il ne montre malheureusement pas de signe.

L'établissement d'un cadre macroprudentiel pour le secteur non bancaire.

Le dynamisme du cycle financier, qui s'est poursuivi en parallèle des efforts de régulation financière à l'échelle mondiale depuis 2008, s'est traduit notamment par l'émergence du secteur financier non bancaire (*Non-Bank Financial Institutions – NBFIs*). Les principales institutions financières non bancaires sont les compagnies d'assurance, les fonds de pension, les fonds d'investissement monétaires et les autres fonds d'investissement. Ces derniers sont ceux qui ont vu leur activité croître le plus rapidement, la valeur totale des actifs de ce secteur ayant augmenté de 11 000 milliards d'euros en 2008 à 45 000 milliards d'euros en 2019 ⁹ au niveau mondial.

L'essor de l'intermédiation non bancaire et, notamment, le développement du secteur des fonds d'investissement a déplacé une partie de l'activité financière vers des acteurs plus nombreux et plus hétérogènes que ceux du secteur bancaire, mais répondant toutefois à des dynamiques

souvent identiques et dont les effets peuvent être de nature procyclique. C'est aussi leur degré d'interconnexion qui rend nécessaire l'émergence d'un cadre macroprudentiel pour ces acteurs, prenant en compte leur caractère systémique. En effet, les intermédiaires non bancaires sont fortement reliés entre eux et aux banques, par des expositions directes mais aussi des expositions indirectes, notamment via la structure des conglomérats et via la détentions d'actifs communs. De plus, dans un contexte de taux d'intérêt bas, ces acteurs peuvent être incités à détenir des actifs toujours plus risqués et moins liquides tout en ayant recours au levier.

La crise de la Covid-19 a ainsi mis la lumière sur les vulnérabilités des fonds d'investissement, et notamment celles des fonds monétaires, ainsi que l'insuffisance des cadres réglementaires existants. Le secteur de la finance de marché doit être suffisamment résilient pour être capable d'absorber les chocs sans les transmettre au reste du système financier ni a fortiori à l'économie réelle. L'action des banques centrales a été décisive, notamment pour apporter de la liquidité aux marchés de financement à court terme, là où les fonds monétaires sont les plus actifs en période normale et là où leur retrait au plus fort de la crise a pu avoir un effet procyclique d'assèchement de la liquidité disponible pour les sociétés non financières.

Mais le cadre prudentiel actuel concernant les fonds monétaires est lacunaire, car il s'attache uniquement à la situation individuelle de chaque fonds sans intégrer les externalités négatives que leurs activités entraînent pour l'ensemble du système financier. Il fait peser des risques de liquidité sur la sphère réelle, dont une part croissante du financement dépend des fonds. Parmi les améliorations impératives de la réglementation en vigueur, les coussins de liquidité devront être renforcés tout en donnant la capacité au régulateur de relâcher ces contraintes en période de stress : ce serait une première ligne de défense macroprudentielle, à utiliser avant de recourir au soutien de dernier ressort apporté par la banque centrale. Ces instruments doivent être conçus au niveau européen, compte tenu de la forte intégration européenne du secteur financier non bancaire, et conformément à l'ambition européenne d'une union des marchés de capitaux. Une approche internationale est également souhaitable, compte tenu du fort degré d'interconnexion et de dépendance au-delà du seul périmètre européen. Les autorités américaines devraient prendre ici un rôle plus actif, aux côtés des autorités européennes, pour s'assurer que le développement de leur industrie de la gestion d'actifs soit compatible avec la stabilité financière.

Dans les circonstances où la situation des fonds monétaires ferait néanmoins peser des risques majeurs affectant la croissance et la stabilité des prix dans la zone euro, la politique monétaire devrait exceptionnellement se tenir prête à intervenir ; mais la mise en œuvre de mesures macroprudentielles au plan européen doit constituer un prérequis pour éviter tout aléa moral.

Conclusion

L'objectif de mieux assurer la stabilité financière au cours des prochaines années est un chantier ambitieux qui nécessite d'agir selon trois axes :

- mieux coordonner la politique macroprudentielle et la politique monétaire,
- étoffer le volet européen de la politique macroprudentielle bancaire,
- et surtout mieux prendre en compte le secteur financier non-bancaire dans le cadre de la politique macroprudentielle.

Soyons clairs : nous avons depuis la grande crise financière de 2008 considérablement renforcé la réglementation bancaire et nos politiques macroprudentielles sur ce secteur. La crise de 2020 a confirmé qu'un « chaînon manquant » demeurait : des règles et des outils macroprudentiels pour le **non-bancaire**. À mesure que celui-ci gagne en importance, il est impératif de maîtriser ses risques, de liquidité bien plus souvent que de solvabilité. C'est la nouvelle frontière à franchir dans la consolidation des progrès vers un système plus sûr en Europe et dans le monde.

6 Banque des règlements internationaux.

7 GHOS (2020), *Governors and Heads of Supervision commit to ongoing coordinated approach to mitigate Covid-19 risks to the global banking system and endorse future direction of Basel Committee work*, communiqué de presse, novembre.

8 En cas de fort retournement du cycle financier, les banques verraient leurs exigences se réduire davantage, et par conséquent elles auraient une

plus ample marge de manœuvre pour soutenir le crédit. De façon symétrique, dans une phase d'accumulation des risques, les autorités macroprudentielles pourraient augmenter les exigences de manière plus importante, avec le but de fortifier la résilience de banques.

9 Estimation sur la zone euro et 21 autres juridictions représentant 80 % du PIB mondial (cf. Conseil de stabilité financière, *Global monitoring report on non-bank financial intermediation*, 2020).

BIBLIOGRAPHIE

Comité de Bâle sur la supervision bancaire (2020)

« Governors and Heads of Supervision commit to ongoing coordinated approach to mitigate Covid-19 risks to the global banking system and endorse future direction of Basel Committee work », communiqué de presse, novembre :

<https://www.bis.org/press/p201130.htm>

Conseil de stabilité financière – CSF (2020)

FSB Global monitoring report on non-bank financial intermediation 2020, décembre :

<https://www.fsb.org/2020/12/>

[global-monitoring-report-on-non-bank-financial-intermediation-2020/](https://www.fsb.org/2020/12/global-monitoring-report-on-non-bank-financial-intermediation-2020/)

Fonds monétaire international, CSF

et Banque des règlements internationaux (2016)

Elements of Effective Macroprudential Policies, Lessons from International Experience, août :

<https://www.imf.org/external/np/g20/pdf/2016/083116.pdf>