

Chapitre 3

Banques centrales et politique prudentielle

Une implication forte des banques centrales dans le macroprudentiel semble aujourd'hui faire consensus : 86% des banquiers centraux et 89% des économistes qui ont participé à notre questionnaire ont ainsi répondu « oui » à la question de savoir si la banque centrale devait jouer un rôle important dans la supervision macro-prudentielle. La supervision macroprudentielle constitue en effet le chaînon manquant entre politique monétaire et politique prudentielle et permet de les articuler. Mais quels seront précisément les instruments macroprudentiels des banques centrales ? Où commence et où finit l'implication de la banque centrale dans la politique prudentielle ? Son implication macroprudentielle suppose-t-elle, aussi, une implication dans le micro-prudentiel, poussée ou non ?

3.1. La mission macro-prudentielle des banques centrales

Les superviseurs ont longtemps privilégié la régulation micro-prudentielle et prêté peu d'attention au risque systémique. Ils considéraient en effet qu'une maîtrise des risques individuels était suffisante pour préserver la stabilité du système financier. Cette attitude était, et demeure, liée en grande partie au paradigme de l'efficacité des marchés, paradigme qui privilégie le comportement des agents individuels à partir d'une vision essentiellement microéconomique de la finance. Selon cette conception, le risque systémique serait ainsi le résultat d'une agrégation de risques individuels. C'est ainsi que la régulation macroprudentielle, qui concerne la stabilité globale du système bancaire et financier, était le maillon faible, si ce n'est manquant, du dispositif prudentiel à la veille de la crise des *subprimes*.

Plus précisément, la politique macro-prudentielle peut être vue comme se situant sur un spectre, avec la politique monétaire d'un côté, et la politique micro-prudentielle de l'autre. Ses objectifs de nature globale se rapprochent de ceux de la politique monétaire. En revanche, elle est plus proche de la politique micro-prudentielle au niveau des instruments – tels les ratios de capital – qu'elle doit chercher à adapter et manier, pour réduire le risque systémique (Bank of England, 2009). Inévitablement, la frontière entre le macroprudentiel et le microprudentiel sera poreuse et fine. Ce qui obligera les banques centrales et les autorités de supervision à se coordonner étroitement.

3.1.1 Les objectifs macroprudentiels

Le rôle principal des politiques micro et macro prudentielles peut s'exprimer simplement : promouvoir la résilience du système financier, de manière à assurer une offre de services financiers adaptée aux besoins de l'économie dans son ensemble. La fonction spécifique de la politique macro-prudentielle consiste à prévenir et gérer le risque systémique. Selon la définition donnée par Jean-François 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 ».

La crise des *subprimes* fournit une illustration du risque systémique conduisant à une crise systémique, dans la mesure où elle a brutalement déstabilisé le système financier international et s'est propagée à l'ensemble de l'économie mondiale. Bien sûr, le risque de système n'est pas un

phénomène nouveau. Les crises systémiques jalonnent en effet l'histoire des systèmes financiers et la crise de 1929 fut l'une des plus mémorables. Ce risque de système s'est cependant intensifié à partir des années 1970 avec la globalisation financière. Cette dernière a interconnecté les marchés et vu se développer de grands groupes financiers transnationaux et multispécialisés.

Selon l'analyse la plus répandue, le risque systémique trouve sa source dans les échecs du marché, d'une part, et dans l'existence de mécanismes de propagation et d'amplification des risques, d'autre part (Bank of England, 2009).

Trois types d'échecs du marché peuvent ainsi conduire au risque de système :

- Problème d'incitation : certaines politiques (assurance des dépôts et bonus) et surtout certaines innovations (titrisation) ont des effets négatifs non désirés, poussant à des prises de risque d'autant plus fortes qu'elles ne sont pas perçues.
- Problème d'information : les marchés échouent en situation d'asymétries d'information conduisant les créanciers à douter de la qualité des titres (sélection adverse) ou lorsque les créanciers sont dans l'incapacité d'observer l'action des banques dans le cadre de la relation principal-agent (aléa moral), ce qui peut conduire à des paniques bancaires.
- Problème de coordination : les acteurs financiers jugent la performance d'un acteur individuel à partir des benchmarks du marché. Cette forme de coordination favorise des comportements mimétiques qui conduisent à des emballements pouvant donner lieu à des bulles financières.

Deux mécanismes contribuent à la propagation et à l'amplification des risques systémiques :

- Le phénomène de procyclicité : les institutions financières, ainsi que des firmes industrielles et des ménages ont collectivement tendance à sous-estimer les risques et à se surexposer aux risques pendant la phase ascendante des cycles du crédit, et symétriquement à surestimer les risques et à faire preuve d'une aversion excessive au risque dans la phase descendante du cycle.
- La présence d'externalités : les banques individuelles sont dans l'incapacité de prendre en compte les effets de leurs comportements sur le reste du système financier (*spill over effects*).

L'ensemble de ces comportements et de ces imperfections conduit à une transmission des tensions au sein du système financier et à la sphère réelle de l'économie à travers deux canaux principaux : les effets de levier et les déséquilibres au sein des bilans (*maturity mismatch*).

La politique macroprudentielle doit donc chercher à :

- réduire les imperfections de marché
- réduire la procyclicité spontanée des acteurs financiers en favorisant une modération du crédit en phase ascendante du cycle, et son maintien en phase descendante.
- amener les acteurs financiers à internaliser les effets externes (*spill over effects*) découlant de leurs comportements individuels.

Hyman Minsky a été l'un des premiers à proposer un cadre d'analyse cohérent – « l'hypothèse d'instabilité financière » (1986) - permettant de comprendre les comportements et les mécanismes qui sous-tendent les crises financières systémiques : le système financier est caractérisé par un mouvement alterné de phases de stabilité et d'instabilité du fait des interactions entre les différents types de comportements financiers. Ces basculements sont à l'origine des cycles économiques, c'est-à-dire des phases successives d'expansion et de récession. Dans la phase ascendante du cycle, le financement couvre l'emporte. Mais l'activité se développant, la vigilance privée et publique se relâche, l'endettement s'accélère, finançant des projets de plus en plus spéculatifs. La montée de la spéculation et de l'endettement engendre des

risques de hausses de prix importantes, ce qui amène les autorités monétaires à lutter contre l'inflation par une politique restrictive. C'est alors que les unités spéculatives sont fragilisées et deviennent « Ponzi ». Celles-ci sont amenées à emprunter pour rembourser leur dette passée et pour payer leur charge d'intérêt. Puis elles commencent à vendre leurs actifs pour se financer, ce qui engendre une baisse des prix de ces actifs. Une défiance généralisée s'installe alors sur la valeur des actifs, ce qui entraîne un risque d'effondrement des marchés. La seule solution est alors une intervention en urgence de la Banque centrale, agissant en tant que prêteur en ressort, pour apporter au marché la liquidité dont il a besoin.

Le cadre théorique de Minsky s'applique particulièrement bien à la crise récente, car il montre le caractère endogène du risque systémique, idée absente de la plupart des approches théoriques contemporaines. Conformément à l'intuition de Minsky, l'accumulation de la dette joue en effet un rôle central dans le processus d'instabilité et de crises financières. C'est parce que de plus en plus de ménages américains ont contracté une dette excessive et sont devenus insolvables que la crise financière a éclaté en 2007. En second lieu, conformément au schéma d'analyse de Minsky, la banque centrale américaine, en voulant préserver la stabilité monétaire et en ne cherchant pas à désamorcer précocement les tensions financières, a effectivement contribué au déclenchement la crise financière. Enfin, la crise de 2007 illustre le fameux « paradoxe de tranquillité » de Minsky, selon lequel les déséquilibres et les prises de risque excessives s'accumulent au moment où l'économie semble aller le mieux. Minsky (1964) avait développé une deuxième version de l'hypothèse d'instabilité financière, selon laquelle les crises financières sont d'autant plus profondes qu'elles sont précédées par des périodes longues d'expansion continue, propices à l'accumulation de déséquilibres importants. Cette hypothèse est cohérente avec l'analyse selon laquelle la Grande modération aurait conduit à la montée des déséquilibres et à la crise financière qui s'est déclenchée en 2007.

3.1.2 Les instruments macro-prudentiels

La crise financière systémique de 2007-2009 a suscité un grand nombre d'analyses et de propositions destinées à améliorer le dispositif prudentiel. Le contenu de ces dernières a été différent en Europe et aux Etats-Unis, ce qui s'explique en partie par le fait que les systèmes financiers ne sont pas identiques, l'intermédiation de marché étant plus étendue aux Etats-Unis qu'en Europe. Les propositions européennes ont plutôt mis l'accent sur les dispositifs contracycliques mis en œuvre par les autorités de tutelle des banques, alors que les réflexions américaines se sont surtout tournées vers des mesures de marché destinées à traiter les problèmes découlant de l'aléa moral et de la taille des banques (« too big to fail ») (voir le complément B du rapport).

En Europe, les discussions se sont largement centrées sur la mise en place d'un nouveau dispositif d'exigences en fonds propres sous forme d'une surcharge « systémique » en capital, dans le prolongement de la logique de travaux du comité de Bâle (voir encadré). Cette première série de mesures cherche en particulier à maîtriser les effets de levier. Toutefois, la crise en cours a révélé l'insuffisante prise en compte des risques de liquidité, ce qui montre la nécessité d'inciter les banques à recourir à des financements plus longs, de manière à réduire la transformation d'échéances (*maturity mismatch*). Des mesures complémentaires et/ou alternatives à la surcharge en capital ont également été proposées dans le cadre des accords de Bâle 3 (cf. encadré).

Principales mesures recommandées dans le cadre des accords de Bâle 3 (annoncées le 13/09/10)

- *Ratio de solvabilité :*

- Le tier 1 (capital + réserves + intérêts minoritaires + goodwill) passe de 4 à 6% (à partir de 2013)
- Au sein du tier 1, le core tier 1 (capital + réserves) passe de 2% à 4,5% (à partir de 2013)
- Viendra s'ajouter un matelas de protection de 2,5% (à partir de 2019)
- Est envisagé un matelas contracyclique de 0 à 2,5% selon les circonstances nationales (date non fixée)

Soit au total un ratio tier 1 d'au moins 8,5% (ratio tier 1 + tier 2 > 8% + matelas 2,5%)

- *Ratios de liquidité* (à partir de 2018) :

- Actifs liquides haute qualité / engagements à 30 jours > 100%
- Ressources stables à 1 an / engagements à 1 an > 100%

- *Ratio de levier* (en test de 2013 à 2017) :

- Tier 1 / actifs > 3%.

Les derniers travaux et notes concernant Bâle III publiés par la BRI renforcent les exigences de ressources et précisent certaines définitions. Il s'agit notamment de la qualité (nature et déductions) et quantité des fonds propres, avec un core tier 1 minimum de 7% au 1er janvier 2019 : 4,5 % (2013-2015), 2,5 % de coussin de conservation (2016-2019), déductions (2014-2018), +0 à 2,5 % de coussin contracyclique (selon décision des autorités nationales, face à une surchauffe du crédit), ceci avec une éventuelle surcharge en capital pour les établissements systémiques. Certains risques, notamment liés aux marchés, devraient être mieux couverts et deux ratios de liquidité sont encore à préciser (LCR 2015, NSFR 2018), tout comme le *leverage ratio* (2017, intégration au pilier 1 en 2018).

Dans ce contexte, les experts bancaires ont estimé que ces nouveaux ratios conduiraient à un doublement des besoins de capitaux (plus de 600 milliards d'euros selon la BRI) et à des besoins de liquidités compris entre 1300 et 2300 milliards d'euros (MC Kinsey). Toutes choses égales par ailleurs, ces nouvelles règles devraient fortement diminuer la rentabilité du secteur et renchérir les conditions de crédit. Mais, d'ores et déjà, les banques prennent en compte ce nouveau cadre réglementaire en revoyant leurs business models (taille des réseaux, sélection des clients, gestion plus active des participations minoritaires). Pour l'heure, la grande majorité d'entre elles a annoncé qu'elles rempliraient à temps les nouvelles exigences, ceci sans augmentation de capital. Reste à voir, en pratique, comment se feront les adaptations, sachant que les ratios de liquidité n'ont pas, pour l'heure, été précisés.

Site web : <http://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>

La surcharge en capital

En apparence, l'instrument macroprudentiel le plus simple pour réduire le risque systémique global est de soumettre l'ensemble des acteurs financiers « systémiques » à une surcharge en capital en plus des exigences en capital microprudentielles existantes (voir complément A de Michel Aglietta). Chaque pays doit alors définir une liste d' « institutions systémiques » en fonction de trois critères : taille, connectivité et complexité. Cette surcharge entend accroître le coût marginal des activités de prêt et réduire les effets de levier. Par ailleurs, elle doit varier de manière contracyclique pour atténuer les cycles du crédit.

La fixation de la surcharge en capital devrait être effectuée sous la responsabilité des banques centrales nationales. Celles-ci auraient, dans cette fonction, la possibilité de superviser les « institutions systémiques » de leur ressort. La fixation de la surcharge en capital se ferait ainsi en deux étapes dans un processus *top down* (Aglietta et alii, 2009). La banque centrale détermine d'abord les objectifs opérationnels de sa politique contracyclique à partir d'une mesure de l'excès d'offre de crédit par rapport à une norme de long terme. Elle détermine alors le capital réglementaire pour l'ensemble des banques systémiques nécessaire pour endiguer l'excès de crédit pouvant conduire au risque systémique. La surcharge globale en capital est ensuite répartie entre les entités systémiques. La surcharge est ainsi calculée en fonction de la contribution spécifique de chaque banque au risque systémique global en fonction de trois critères : effet de levier, taux de transformation (*maturity mismatch*) et taux de croissance des crédits.

La structure du système bancaire et la situation économique diffèrent d'un pays à l'autre. Si les règles définissant le système de surcharge en capital doivent être identiques pour tous les pays, en revanche leur mise en application peut évidemment varier selon les pays d'accueil des entités systémiques et de leurs filiales.

La maîtrise du risque de liquidité

La crise de 2007-2009 a montré que le risque d'illiquidité avait été sous-estimé par les dispositifs prudentiels (Borio, 2009). La crise des *subprimes* s'est en effet traduite par une crise de liquidité, c'est-à-dire une évaporation brutale des liquidités sur les marchés monétaires qui a menacé la stabilité des systèmes bancaires et amené les banques centrales à effectuer des injections massives de liquidités en urgence, dans le cadre de leur fonction de prêteur en dernier ressort. Plusieurs propositions ont été faites pour mieux assurer la protection des acteurs et des marchés contre ce risque :

- Une première est d'instituer des surcharges de liquidité pour réduire le risque systémique, selon une procédure semblable à celle établissant la surcharge en capital. L'objectif principal étant de réduire les déséquilibres de bilan en allongeant la maturité des ressources bancaires (*maturity mismatch*). Celles-ci seraient fixées à partir des deux ratios de liquidité recommandés dans les accords de Bâle 3 et qui sont en cours de « calibrage ».
- Une deuxième approche pourrait consister en la mise en œuvre par la banque centrale d'une politique de refinancement individualisée pour chaque groupe bancaire présent dans sa zone monétaire (Castel et Plihon, 2009). Les banques centrales seraient alors amenées à superviser les entités systémiques avec des objectifs macroprudentiels. Dans la mesure où, comme on vient de le voir, les crises de liquidité sont un des mécanismes des crises systémiques, les banques centrales pourraient également avoir une approche systémique de leur offre de liquidité bancaire, c'est-à-dire de leur refinancement des groupes bancaires et financiers, en particulier des « entités systémiques ». Une telle politique impliquerait un

changement stratégique par rapport aux politiques actuelles d'intervention des banques centrales sur le marché monétaire qui sont globales, et non individualisées par banque. Une politique individualisée de refinancement permettrait d'agir directement sur les comportements des banques et, en particulier, de freiner un emballement du crédit et, symétriquement, de stimuler le financement d'activités stratégiques et créatrices d'emploi. Cette approche individualisée du refinancement par les banques centrales apparaît conforme à la décision du G20 de Londres (avril 2009) d'effectuer un suivi particulier des « entités systémiques ».

La régulation du crédit bancaire

On a vu que l'emballement du crédit, dans certains secteurs et dans certains pays, a joué un rôle décisif dans la crise récente. Ainsi, la croissance excessive du crédit a-t-elle largement alimenté la bulle immobilière aux Etats-Unis, en Espagne et en Irlande. L'adoption de mesures destinées à réguler le crédit en général ou dans certains secteurs peut ainsi se révéler souhaitable, en complément de la politique monétaire et de l'action générale sur la liquidité bancaire (Larosière, 2009). Plusieurs instruments peuvent être utilisés pour réguler le crédit bancaire, tels que le renforcement des ratios « *loan to value* » (rapport entre le prêt et la valeur de marché de l'actif qu'il finance) ou la mise en place de réserves obligatoires sur les crédits, parallèlement aux réserves sur les dépôts. Ces réserves permettraient d'agir sur la liquidité des banques, mais également sur leur capacité à développer leurs crédits. Il y aurait donc un double impact de ces réserves obligatoires sur la liquidité et sur l'effet de levier. Alors que les réserves obligatoires sur les dépôts existent actuellement dans la zone euro et sont rémunérées, les réserves obligatoires sur les crédits à mettre en place ne le seraient pas. Ces réserves devraient être, en toute hypothèse, progressives selon le rythme de croissance des crédits et différentes selon les activités (crédits à la consommation, à l'équipement, à l'immobilier, aux *hedge funds* et fonds de *private equity*). Leur objectif serait de contrer les emballements des activités de crédit et de marché.

Dans le cadre de la zone euro, ces instruments de régulation du crédit devraient en outre être modulés selon les secteurs d'activité, mais également en fonction de la conjoncture prévalant dans chaque pays. Il s'agirait donc de revenir sur la politique uniforme menée par la BCE dans la zone euro, menée dans un esprit de neutralité – avec le souci de la convergence des économies. Les développements récents de la crise dans la zone euro ont en effet montré que les économies de la zone ont divergé, et que la politique monétaire uniforme a contribué à favoriser cette divergence entre pays, à l'origine de la crise de la zone euro en 2009 et 2010. Cette proposition pourrait être un élément important de la réforme de la politique économique et monétaire au sein de la zone euro (Gréau, 2010). Il pourra être objecté que ces politiques différenciées remettent en cause l'uniformité de la politique monétaire au sein de la zone et peuvent favoriser les arbitrages. La proposition serait d'appliquer ces politiques en priorité aux secteurs, tel l'immobilier, qui restent largement nationaux.

Les réserves obligatoires plus simples et efficaces que le « volant contracyclique » de Bâle 3

Le système des réserves obligatoires évite plusieurs inconvénients du dispositif préconisé par Bâle 3. Il dispense en premier lieu les banques de lever des capitaux supplémentaires sur les marchés financiers, limitant ainsi la dépendance de ces dernières par rapport aux exigences de rentabilité des investisseurs, facteur de prise de risque excessive de la part des banques (Artus, 2010c). Le système de réserves obligatoires constitue par ailleurs une règle plus simple à mettre en œuvre par les banques centrales que le « volant contracyclique » bâlois qui nécessite une organisation plus complexe (voir la contribution de Michel Aglietta). De plus, les seuils de déclenchement et la progressivité des réserves seraient rendus publics à l'avance. Les banques seraient ainsi incitées à plus de modération avant même d'être assujetties aux réserves. Le système de réserves

obligatoires sera aussi plus efficace car il permettra de cibler directement les établissements à l'origine de dérapages, tandis que le ratio contracyclique recommandé par Bâle 3, défini au niveau national¹, touchera de manière indifférenciée tous les acteurs du pays considéré, y compris les plus vertueux. Enfin, le suivi du dispositif bâlois sera plus difficile en Europe où la surveillance prudentielle est assurée par les pays d'origine et non par le pays d'accueil concerné (Castel, 2010).

Autres instruments macroprudentiels

Plusieurs séries d'instruments macro-prudentiels, le plus souvent complémentaires à ceux qui viennent d'être présentés, ont également été proposés :

- **Introduire le provisionnement dynamique**, afin de réduire l'un des rouages de la procyclicité des banques. Le système traditionnel de provisionnement ex post est fortement procyclique car les résultats et les risques bancaires sont directement influencés par le cycle économique. Le but du provisionnement dynamique calculé *ex ante* sur l'ensemble du cycle est de lisser les provisions, et donc l'impact de ces dernières sur les résultats, ce qui doit atténuer la procyclicité des comportements bancaires. Plusieurs pays, dont l'Espagne et le Portugal ont introduit le provisionnement dynamique dans leurs systèmes bancaires. Il est difficile d'évaluer l'impact de cette mesure. D'un côté, celle-ci ne semble pas avoir réduit les prises de risque excessives des banques dans la période du boom immobilier en Espagne. Mais de l'autre, elle semble avoir accru la résilience du secteur bancaire pendant la crise. Ce qui revient à dire qu'elles ont été insuffisantes. Selon certains auteurs, l'efficacité des mesures anti-cycliques – qu'il s'agisse des ratios de capital ou du provisionnement dynamique – reste ainsi à démontrer (Caprio, 2010). Les récents accords de Bâle 3 prévoient un matelas contracyclique de fonds propres compris entre 0 à 2,5% selon les circonstances nationales, mais le calendrier n'est pas encore fixé.

- **Développer l'utilisation des stress tests**, pour examiner la réaction des banques aux chocs exogènes. Cette mesure a l'inconvénient de ne pas prendre en compte les facteurs de risque endogènes qui sont au cœur des crises systémiques, mais elle a l'avantage de développer une culture du risque au sein des institutions et une meilleure connaissance des profils de risque de la banque par le régulateur. De nouvelles approches, fondées sur des modèles incorporant les risques endogènes liés aux *spill-over*, telles que les **CoVar** pourraient être également mises en application (Geneva Report, 2009). Les rebondissements de la crise bancaire et financière en Europe au cours de l'année 2010 ont montré l'importance des stress tests, mais aussi les exigences nouvelles qui pèsent sur eux, notamment pour expliquer les conditions même du test. En effet, lors de la présentation fin juillet 2010 des résultats pour les banques européennes, 7 banques avaient échoué et 32 affichaient à l'issue de l'exercice un ratio Tier 1 entre 6 et 8%. On savait en outre que la pression sur ces établissements allait s'accroître, en liaison avec les exigences sur le ratio de fonds propres réglementaires Tier one (de 4 à 6%) et sur les conditions de liquidité. Les ratios prévus par Bâle n'avaient pas encore été définis sur ce dernier point, tandis que la dépendance des banques des pays méditerranéens, plus Irlande, restait très élevée. En outre, 32 banques parmi les 91 testées bénéficiaient d'aides d'Etat, et leur devenir restait problématique (la nationalisation des banques irlandaises se poursuivait ainsi en fin d'année 2010).

La validité de ces tests a été souvent mise en cause, sachant qu'ils traitaient seulement des grandes banques européennes. Des questions portaient ainsi sur la santé des Caisses d'épargne espagnoles et plus encore sur des banques régionales allemandes. D'autres critiques notaient que le risque d'un défaut d'un pays européen n'avait pas été testé, mais la réponse a été que les pouvoirs publics européens venaient de mettre en place le Fonds Européen de Stabilité Financière, destiné à le contrer. Il faut noter que des critiques voisines avaient accueilli les résultats des tests américains, soulignant le caractère « faible stressé » (mais peu vérifié après coup), sachant en outre que la Fed était très présente dans le financement bancaire et financier.

¹ Le dispositif préconisé par M. Aglietta (contribution dans ce rapport) propose de répartir au niveau des « entités systémiques » la surcharge en capital liée au « volant contracyclique », ce qui accroît la complexité du dispositif.

De manière générale, les conditions d'élaboration de tels stress se posent, puisqu'il faut qu'ils soient à la fois plausibles, sévères et utiles, selon les requêtes de la BRI. Il y a interdépendance entre ces trois aspects (Breuer, Jandacka, Rheinberger, Summer, 2009): le choc ne doit pas être trop extrême, au risque de ne pas être pris au sérieux, ni trop macroéconomique (par exemple une baisse de 3% du PIB) qui pourrait donner in fine, du fait de relations économiques croisées, l'idée qu'il est gérable, donc que le choc n'est pas, au fond, si sévère ou que le système est assez résistant. Les méthodes doivent devenir d'un côté plus systématiques et d'un autre plus délimitées, mettant par exemple l'accent sur des portefeuilles de crédit ou d'activités spécifiques (logement ou changes), de façon à mesurer les effets en chaîne et à prendre des mesures adaptées, à côté d'approches plus globales.

- **Taxer les banques** : plusieurs gouvernements, ainsi que le Fonds monétaire international, mandaté par le G20, ont proposé de taxer les banques : taxes sur les bonus en France et en Grande-Bretagne ; projet de prélèvement exceptionnel sur les banques aux Etats-Unis; suggestion par le Fonds monétaire international (FMI) d'une taxe sur les activités financières. Les objectifs visés par ces différentes taxes sont divers. On peut en distinguer quatre : (i) faire payer aux banques le coût de leur sauvetage, c'est le but poursuivi par la taxe proposée par l'administration américaine ; (ii) préfinancer le coût des futurs sauvetages ; (iii) réduire la taille du secteur financier, comme l'indique l'acronyme (FAT) de la taxe proposée par le FMI ; enfin (iv) modifier le comportement des banques en les incitant à une plus grande prudence. L'efficacité des mesures de taxation des banques apparaît discutable. S'agissant de l'objectif de collecte de ressources, et notamment l'objectif (ii), il apparaît que l'objectif poursuivi est très proche des systèmes d'assurance des dépôts existant dans la plupart des pays pour maintenir la confiance des déposants et dissuader les paniques bancaires. On peut dès lors se demander s'il ne serait pas plutôt souhaitable d'accroître les ressources des fonds de garantie des dépôts. En France, les réserves du Fonds de garantie des dépôts sont faibles : elles ne représentent que 1,7 milliard d'euros pour assurer 1 200 milliards de dépôts, soit 0,14% du montant. La cotisation annuelle est faible : 80 millions d'euros, soit un prélèvement de 0,007% d'euros. Une revalorisation de ces primes nous apparaît préférable à une nouvelle taxe.

Règles versus Discrétion

En raison de ses multiples dimensions, la stabilité financière se prête moins bien que la stabilité monétaire à l'établissement d'un objectif quantifié. Est-ce à dire que la politique macroprudentielle est condamnée à la navigation à vue, avec toute la flexibilité que cela peut offrir mais aussi tout le risque d'incohérence temporelle qu'une politique purement discrétionnaire peut entraîner ? Il semble que non, dans la mesure où la politique macroprudentielle peut reposer sur un ensemble d'instruments aidant à la définition de seuils d'alerte. Les autorités en charge de la politique macroprudentielle peuvent annoncer à l'avance leur cadre d'action, les indicateurs suivis, se fixer des objectifs au moins qualitatifs, prévenir ex ante des décisions qu'elles prendront en cas d'alerte, et rendre des comptes ex post en expliquant les décisions qui ont été prises. La Banque d'Angleterre proposait en 2009 dans « *The role of macroprudential policy* »² que la politique macroprudentielle soit menée dans le cadre d'une « discrétion contrainte », dans l'esprit de certains régimes de politique monétaire, défendus comme plus robustes et plus cohérents dans le temps que ne le sont les régimes extrêmes de règle stricte ou de pure discrétion. Les autorités auront, en effet, inévitablement besoin d'adapter leurs règles et leurs instruments en tenant compte de l'influence que ceux-ci exerceront fatalement sur les comportements économiques (effet connu sous le nom de « loi de Goodhart »), tout en définissant le plus clairement possible leur objectif et leur cadre d'action et en s'obligeant à rendre des comptes. Deux économistes de la Banque d'Italie, Massimo Libertucci et Mario Quagliariello (dans « *Rules vs discretion in macroprudential policies* »³, février 2010) admettent la

²<http://www.bankofengland.co.uk/publications/other/financialstability/roleofmacroprudentialpolicy091121.pdf>

³ <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/4670>

viabilité de cette discrétion contrainte et considèrent qu'il est même possible de pousser plus loin l'adoption de règles : une règle prédéfinie (cousin de capital contracyclique par exemple) déterminerait alors les décisions des autorités en charge de la politique macroprudentielle mais celles-ci pourraient, de manière exceptionnelle et en le justifiant, ajuster l'exigence en fonction des conditions économiques. L'idée n'est plus tant de contraindre la discrétion mais d'établir un partage entre règle et discrétion selon les circonstances : le suivi d'une règle quand les circonstances sont jugées normales et le recours à la discrétion en cas de circonstances exceptionnelles.

3.1.3. La gouvernance du macro-prudentiel

La crise financière de 2007–2009 appelle d'importantes réformes de l'architecture des institutions en charge de la régulation prudentielle. Dans l'Union européenne, sur la base des recommandations du groupe Larosière (2009), sont créés d'une part le Conseil européen du risque systémique (CERS), nouvelle autorité en charge de la supervision macro-prudentielle, et d'autre part un système européen de supervision financière qui rassemble les autorités nationales chargées de la supervision micro-prudentielle au sein de 3 comités européens réformant ceux issus du processus Lamfalussy : le comité européen des contrôleurs bancaires (CEBS⁴), le comité européen des régulateurs de marchés de valeurs mobilières (CESR⁵), et le comité européen des contrôleurs d'assurance (CEIOPS⁶). Aux Etats-Unis, le Dodd – Frank Act voté en juillet 2010 prévoit également une réforme institutionnelle conduisant à la création d'un conseil du risque systémique.

Dans la zone euro, le CERS est étroitement relié à la Banque centrale européenne qui va en assurer le secrétariat. Au-delà du président et du vice-président de la BCE, le CERS va rassembler tous les gouverneurs des banques centrales nationales des Etats membres, un représentant de la Commission européenne, les présidents des trois autorités de surveillance européennes, les autorités de surveillance nationales et le Président du Comité économique et financier : près d'une soixantaine d'institutions (soit une centaine de membres). Toutefois, les autorités de surveillance nationales et le Président du Comité économique et financier n'auront pas le droit de vote au sein du conseil d'administration général, principal organe de décision du CERS, en grande partie pour que la perspective microprudentielle des autorités de surveillance nationales n'interfère pas avec la perspective macroprudentielle qui présidera aux décisions du CERS. Le CERS se verra en outre doté d'un comité technique consultatif (où pourront intervenir des académiques) chargé d'apporter une expertise technique sur certains points. Du côté américain, le conseil du risque systémique devrait avoir un périmètre encore plus large allant au-delà des autorités monétaires et financières et être présidé par le secrétaire d'Etat au Trésor. Il est également prévu de donner des pouvoirs plus importants au conseil du risque systémique américain.

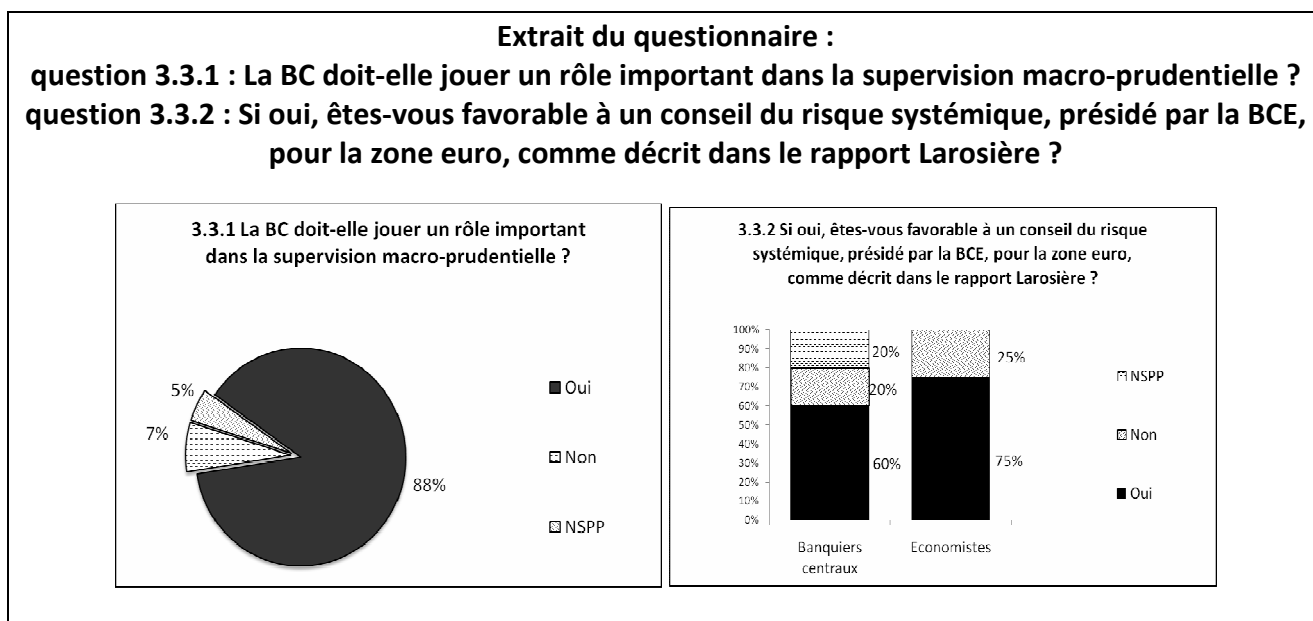
Le CERS aura pour fonction d'évaluer les risques systémiques et pourra faire des recommandations destinées à réduire ceux-ci en s'adressant aux acteurs publics et privés concernés. L'analyse des risques sera conduite pour l'ensemble de la zone euro, mais aussi par pays. Les deux grandes approches du risque systémique (voir à ce sujet le complément A de Michel Aglietta), ascendante (*bottom-up*) et descendante (*top-down*), seront mobilisées. La création de ce conseil a été bien accueillie. En témoignage d'ailleurs, dans les réponses à notre

⁴ *Committee of European Banking Supervisors*

⁵ *Committee of European Securities Regulators*

⁶ *Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors*

questionnaire, la majorité de « oui » à la question « Etes-vous favorable à un conseil du risque systémique présidé par la BCE pour la zone euro, comme décrit dans le rapport Larosière ? ». Celle-ci suit la question de savoir si la banque centrale doit jouer un rôle important dans la supervision macroprudentielle, laquelle recueille un score très élevé, et d'ailleurs identique auprès des banquiers centraux et des économistes.



Toutefois, comme l'indique clairement la Commission européenne (2009), le CERS n'aura aucun pouvoir de coercition, à la différence de son homologue américain. Son autorité sera essentiellement d'ordre moral, ce qui constitue une importante limite à sa capacité d'action (Schinasi, 2009). Surtout, la gouvernance de cette nouvelle instance, en zone euro comme Outre-Atlantique, ne s'annonce à l'évidence pas facile vu le nombre de membres qu'il s'agira de coordonner. En outre, si indéniablement la mise en place de cette nouvelle instance permettra de coordonner la politique monétaire du ressort de la BCE, la politique microprudentielle du ressort des autorités de surveillance, et la politique macroprudentielle conduite par le CERS, il serait naïf de penser que le partage des tâches entre ces instances ne butera pas de temps à autres sur des recouvrements de responsabilités. La division du travail au sein et entre les instances en charge de la stabilité financière reste largement à organiser.

Progrès modestes de la coopération internationale

Pour être efficace, la régulation macroprudentielle doit également s'organiser et faire l'objet d'une coopération à l'échelle internationale, au-delà de l'Union européenne. C'est dans ce but que fût créé le Conseil de Stabilité financière (CSF) lors du G20 de Londres, en avril 2009. Le CSF, qui succède au Forum de Stabilité Financière créé dix ans plus tôt à la suite de la crise asiatique, est présenté comme « l'organe de supervision mondiale ». Les missions et les pouvoirs du CSF sont plus étendus que ceux du Forum. Selon les termes de sa charte, le CSF coordonne les activités des superviseurs nationaux et chapeaute les instances qui font la réglementation à l'échelle internationale. Il joue par ailleurs un rôle de prévention des crises systémiques, mission qu'il conduit en coordination avec le Fonds monétaire international (FMI), en charge quant à lui de la stabilité macroéconomique.

Le nouvel organe regroupe les instances de régulation et de supervision de ses pays membres dans les domaines de la banque, l'assurance et des marchés, les institutions internationales, dont

l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE), la Banque des règlements internationaux (BRI) et le FMI, ainsi que « *standards setters* » (Comité de Bâle pour les normes prudentielles bancaires, l'IASB pour les normes comptables, IOSCO pour les marchés, IAIS pour les assurances ...).

Les principaux objectifs assignés au CSF concernent notamment le renforcement de normes de fonds propres et de liquidité bancaires, la réforme et l'harmonisation des normes comptables internationales, l'amélioration des pratiques de rémunération, le renforcement de la solidité des marchés de produits dérivés de gré à gré, la réduction de l'aléa moral posé par les institutions d'importance systémique, l'extension du périmètre de la régulation du système financier aux fonds spéculatifs (*hedge funds*).

Près de deux ans après la création du CSF, la principale avancée en matière de régulation macroprudentielle à l'échelle internationale est constituée par les nouvelles normes, qualifiées de Bâle 3, présentées par le Comité de Bâle le 12 septembre 2010 (cf infra § 3.1.2.). Corrigeant les normes Bâle 2, de nature essentiellement microprudentielle, le nouveau référentiel Bâle 3 innove en introduisant des instruments macroprudentiels dans les nouveaux ratios de fonds propres. En revanche, si de nouvelles réglementations se mettent en place en Europe et aux Etats-Unis (loi Dodd-Frank, juillet 2010), peu de progrès ont été réalisés au niveau international en ce qui concerne les autres objectifs affichés par le CSF, qu'il s'agisse des marchés de gré à gré, des *hedge funds*, des normes comptables ou du contrôle des entités systémiques.

Or l'un des défis majeurs auquel doivent faire face les autorités en charge de la gestion des risques systémiques concerne la question de la résolution des défaillances des institutions financières, ce qui requiert de donner aux autorités en charge de la supervision macro-prudentielle le pouvoir d'agir d'une manière précoce et de sanctionner.

3.1.4 La surveillance des « entités systémiques »

La crise des *subprimes* a montré que la défaillance des institutions financières systémiques est au cœur de la question de la stabilité financière. Au cours de cette crise, deux options ont été mobilisées face à la défaillance des institutions systémiques :

- le renflouement total des créanciers et des contreparties, comme dans les cas différents de Bear Sterns et d'AIG, qui peut prendre la forme d'un soutien massif du gouvernement ou la reprise de l'acteur défaillant par une institution tiers ;
- la mise en faillite, avec l'objectif de rompre le cercle vicieux de l'aléa moral comme ce fut le cas pour Lehman Brothers.

Ces deux approches se sont révélées être des échecs. La première option alimente l'aléa moral puisque les créanciers et actionnaires privés n'assument pas les risques. La seconde option a eu des conséquences désastreuses sur le système financier, car elle a conduit à une paralysie totale du marché monétaire mondial et à un krach boursier. Les autorités publiques doivent faire face au problème bien connu d'incohérence temporelle (Scialom, 2010). Ex-ante, elles affirment qu'elles ne sauveront pas les banques, mais cet engagement manque de crédibilité car l'expérience montre qu'ex post les autorités - Banques centrales et Etats - interviennent face à des institutions financières jugées « *too big to fail* ». Pour rompre avec le risque d'incohérence temporelle, trois séries de mesures ont été proposées : (i) la modification de la taille et du périmètre des entités systémiques, (ii) l'imposition de « *living wills* » aux entités systémiques, et (iii) la mise en place

d'une procédure d'intervention précoce et de résolution des défaillances sous l'autorité du régulateur responsable du risque systémique. Il est essentiel que toutes les institutions financières puissent faire faillite, mais pas les fonctions essentielles assumées par ces institutions.

i) *Modification du périmètre et de la taille des grands groupes bancaires* : de même que le Glass – Steagall Act avait imposé aux Etats-Unis en 1934 une séparation des banques de dépôts et des banques d'investissement, un certain nombre de responsables (M. King, gouverneur de la Banque d'Angleterre et P. Volker, conseiller du président Obama) ou d'économistes (J-P. Pollin)⁷ ont proposé d'isoler, selon des modalités diverses, les activités de banque de détail des autres activités bancaires à caractère plus spéculatif. Plusieurs approches sont possibles :

- imposer par la loi un démantèlement des groupes bancaires, pour séparer les banques de dépôts et les banques d'investissement, dans l'esprit du Glass Steagall Act (J-P. Pollin, 2007) ;

- interdire aux banques collectant l'épargne des particuliers d'effectuer du trading pour compte propre et de détenir des fonds spéculatifs (*hedge funds*). Cette proposition a été faite par Paul Volker, ancien président de la Fed américaine et conseiller du président Obama, et a été reprise dans la loi Dodd-Frank (juillet 2010)

L'un des problèmes majeurs posés par ces mesures est qu'elles risquent d'entraîner la création d'un système bancaire financier dual : un système bancaire étroitement régulé, et un système bancaire peu régulé, proche du *shadow banking system* existant actuellement aux Etats-Unis et qui a été au cœur de la crise des *subprimes*. Ce qui pose la question du périmètre d'application de ces nouvelles règles. Sans compter qu'elles peuvent pousser les banques à installer leurs sièges dans des pays où ces règles n'existeraient pas.

ii) Les *living wills*, ou testaments bancaires, feraient obligation aux institutions financières systémiques de fournir au régulateur un plan détaillé de rétablissement et de résolution de leur propre défaillance, c'est-à-dire un ensemble d'informations précisant comment l'institution pourrait être légalement démantelée (Scialom, 2010). La banque devrait ainsi développer des scénarii dans lesquels certains composants du groupe financier seraient mis en vente ou en liquidation, les parties « systémiques » devant être préservées. L'objectif de ces testaments bancaires serait de mettre en place *ex ante* les dispositions devant permettre d'activer un éventail d'options autres que le renflouement pur et simple. Selon Avgouleas, Goodhart et Schoemaker (2010), le principal intérêt des *living wills* réside précisément dans leurs effets *ex ante*. Ceux-ci devraient discipliner et inciter les institutions systémiques à mettre en place des politiques et des structures moins opaques.

iii) La troisième proposition est de doter le régulateur responsable du risque systémique de pouvoirs et d'instruments lui permettant d'agir *ex ante* pour prévenir les défaillances, ou *ex post* une fois la défaillance constatée. Il pourrait être envisagé de mettre en place un système de sanctions progressives et graduées (automatiques et non discrétionnaires), notamment en cas de non respect des ratios et règles prudentielles. Un seuil pourrait être défini au-delà duquel le non respect des règles déclencherait une action corrective précoce (*prompt corrective action*), pouvant conduire à la cessation d'activité de la banque. Aux Etats-Unis, le FDIC est en mesure de mener

⁷ Jean-Paul Pollin « Un scénario hétérodoxe pour l'industrie bancaire du futur », in La guerre mondiale des banques, ouvrage collectif sous la direction d'Olivier Pastré, Ed. Le Cercle des économistes / Editions Descartes et Cie / PUF, Paris, octobre 2007.

cette politique préventive. En France, le Fonds de garantie des dépôts dispose aussi, en principe, de cette prérogative, mais il ne peut l'exercer qu'à la demande de l'Autorité de contrôle prudentiel. Pour exercer ce pouvoir, le régulateur doit pouvoir disposer d'instruments et d'un cadre juridique lui permettant d'organiser le démantèlement ordonné des institutions systémiques lorsque celles-ci sont défaillantes. L'objectif doit être de préserver la stabilité financière, ainsi que les intérêts des contribuables, tout en imposant aux actionnaires de supporter les pertes. A la différence de la procédure de défaillance d'entreprises non financières, qui cherchent en priorité à préserver les intérêts des multiples créiteurs, il est important – dans le cas des institutions financières - de donner priorité à l'objectif de préservation de la stabilité du système financier dans son ensemble.

La réalité est évidemment plus complexe, puisque toutes les institutions financières systémiques sont des groupes financiers transfrontières. Ceci nécessite une coordination entre pays et une harmonisation des cadres réglementaires nationaux. De ce point de vue, la Directive européenne sur la réorganisation et la liquidation des établissements de crédit, qui vise à traiter le cas des établissements transfrontières apparaît insuffisante pour organiser une gestion ordonnée des défaillances des entités systémiques, au nombre de 35 à 40 dans l'Union européenne. Ainsi, cette Directive ne se prononce-t-elle pas sur la forme légale de résolution des faillites bancaires à privilégier dans l'Union. Les autorités européennes envisagent de légiférer en 2011 afin de renforcer les pouvoirs des autorités de supervision, de créer des « autorités de résolution » qui prendraient le relais pour organiser la faillite des banques si nécessaire. Les banques « transfrontières » pourraient être contraintes de préparer à l'avance des plans de redressement et de résolution⁸.

Au total, dans le cadre européen, les textes existants et les réformes en cours, notamment en ce qui concerne le rôle du CERS, n'apportent pas de réponses assez claires, ni ne donnent de pouvoirs suffisants aux nouvelles autorités, pour traiter d'une manière satisfaisante la question cruciale du traitement de la défaillance des entités systémiques. Une surcharge en capital spécifique, outre ses effets pervers, ne saurait évidemment suffire.

3.2. La nouvelle mission macroprudentielle des banques centrales les engage-t-elle au niveau microprudentiel ?

La prise en compte de la dimension systémique des établissements va vraisemblablement désormais constituer un déterminant important de l'organisation et du périmètre de la supervision. Sans attendre des réformes de grande ampleur de l'organisation des dispositifs prudentiels, on peut avancer que le rôle des banques centrales, dont nous avons montré la nécessité pour elles de prendre en charge la supervision macroprudentielle, va s'affirmer. Mais il ne s'agira pas nécessairement pour les banques centrales d'endosser dans chaque pays le rôle du micro-superviseur. Leur degré d'implication varie déjà beaucoup d'un pays à l'autre. Et le choix d'organiser la supervision microprudentielle des banques autour de la banque centrale ne présente pas que des avantages. En revanche, la crise a clairement démontré la nécessité d'une proximité forte entre banque centrale et superviseur(s).

⁸ Les Echos, 21 octobre 2010.

3.2.1 Tour d'horizon des modèles de supervision micro-prudentielle

Deux rapports récents se sont concentrés sur l'organisation des dispositifs de supervision à travers le monde et fourni des recommandations en la matière. Il s'agit, en France, du rapport Deletré remis en janvier 2009 au Ministre de l'Economie, de l'Industrie et de l'emploi. L'avait précédé en octobre 2008 un rapport du *groupe des trente* intitulé « *The structure of Financial Supervision. Approaches and Challenges in a Global Marketplace* ». Notre objectif, dans le présent rapport, n'est pas de rajouter à ces propositions mais d'examiner la place des banques centrales dans les dispositifs et de nous prononcer sur la question de savoir s'il serait opportun pour elles de s'y impliquer davantage.

En simplifiant les typologies présentées dans ces deux rapports, les dispositifs nationaux de supervision de par le monde peuvent être répartis entre trois grands types d'organisation :

- Le modèle sectoriel est une organisation qui consiste à confier la supervision microprudentielle de chaque grand secteur de la finance (banque, assurance, titre) à un superviseur spécialisé,
- Le modèle intégré se situe aux antipodes du précédent en confiant la supervision de l'ensemble des institutions financières et des bourses à une seule et même autorité,
- Le modèle « twin peaks » est à mi-chemin. Il fait reposer la supervision sur deux piliers : le premier concerne la supervision des institutions financières ; le second le bon fonctionnement des marchés boursiers, les règles de transparence et la protection des consommateurs, ce que l'on peut regrouper sous le vocable retenu dans le rapport Deletré de « bon déroulement des activités financières » (ou « conduct of business »).

Le Royaume-Uni, l'Allemagne et le Japon figuraient parmi les modèles les plus typés de supervision intégrée. La mise en place d'un superviseur unique s'est faite au tournant des années 1990-2000, pour répondre à des motivations qui n'étaient pas nécessairement les mêmes. Au Royaume-Uni, il s'agissait d'opter pour un dispositif moins coûteux que l'ancien dispositif fonctionnel et de répondre à l'affaire Barings (1995). Au Japon, il s'agissait avant tout de se doter d'une autorité de supervision indépendante du ministère des finances qui, avant 1998, était en charge de la supervision des banques. La création de la BaFin allemande s'est inspirée de la FSA britannique et il s'agissait de rassembler les trois autorités (banque / assurance / bourses) qui prévalaient auparavant, affaiblies face à l'intégration des activités de banque d'assurance et de gestion de titre.

La France, l'Espagne et l'Italie incarnent un modèle essentiellement sectoriel. L'Espagne et l'Italie ont en commun de confier la supervision des banques à la banque centrale. Ce n'est pas tout à fait le cas en France, même si l'autorité de contrôle prudentiel (ACP), issue de la fusion⁹ entre la commission bancaire (initialement en charge du contrôle prudentiel des banques) et l'autorité de contrôle des assurances et des mutuelles, est adossée à la Banque centrale auprès de laquelle elle puise l'intégralité de ses moyens humains. La mise en place de l'ACP tend en outre à éloigner la France du modèle sectoriel. Désormais organisé autour de deux grandes instances (l'ACP pour les intermédiaires financiers et l'AMF pour les marchés de valeurs mobilières), le modèle français de supervision tend à se rapprocher d'un système twin peaks.

L'Australie et les Pays-Bas sont les seuls pays à disposer d'un modèle de supervision par objectifs, tandis que les Etats-Unis ne sont classables dans aucune des catégories précitées. Le modèle de

⁹ Actée le 27 juillet 2009.

supervision par objectifs (« twin peaks ») présente, selon le rapport Deletré, l'avantage de séparer le contrôle prudentiel et ce qu'il appelle la « conduite des affaires » (veiller au respect des obligations professionnelles à l'égard de la clientèle, dans une optique de protection de l'utilisateur de services financiers) qui, lorsqu'il n'y a pas cette séparation, peut aisément passer au second plan. Dans un second rapport présenté en juillet 2009, Bruno Deletré préconisait d'ailleurs cette séparation, quel que soit le modèle institutionnel.

Les deux systèmes *twin peaks* et dispositif américain à superviseurs multiples mis à part, la trentaine de pays restants recensés dans le rapport Deletré se répartissent quasiment à part égale entre les systèmes intégrés et les systèmes sectoriels. Toutefois, si on élargit le nombre de pays couverts, en intégrant davantage de pays émergents et en développement, on constate que les dispositifs sectoriels à superviseurs multiples dominant encore assez largement. Si l'on se réfère à la répartition opérée par Barth, Caprio, Levine (2006), à partir de leur « *regulation survey* »¹⁰, 105 pays sur les 152 qu'ils observent sont dotés de dispositifs à superviseurs multiples, c'est-à-dire de dispositifs sectoriels. 46 sont dotés d'un dispositif à superviseur unique, donc nécessairement intégré.

Cette répartition fait aussi apparaître un clivage assez net entre d'un côté les pays en développement ou émergents des cinq continents, qui pour la grande majorité d'entre eux ont opté pour des dispositifs sectoriels, et de l'autre des pays parmi les plus développés de ces mêmes continents qui se sont dotés de dispositifs intégrés. Les Etats-Unis constituent la plus notable des exceptions, puisque dotés d'un dispositif à superviseurs multiples.

3.2.2 Les modèles intégrés remis en cause par la crise ?

Les débats théoriques ne permettent guère d'affirmer la supériorité de telle ou telle structure prudentielle. Néanmoins, la tendance des 10 dernières années précédant la crise était clairement à l'intégration des dispositifs de supervision. Cette tendance n'est pas du tout surprenante puisqu'elle a accompagné le mouvement d'intégration des activités bancaires et financières. La crise l'a toutefois infléchi, en pointant la nécessité de ne pas négliger au sein des modèles intégrés les points de contact entre la banque centrale et le(s) superviseurs.

Différents arguments plaident en faveur des systèmes intégrés au sein d'un superviseur unique, que ce superviseur soit la Banque centrale ou une autorité indépendante (Barth, Nolle, Phumiwasana, Yago, 2002):

- la plus grande capacité d'une autorité unique à encadrer des institutions financières dont la gamme d'activités est devenue très large (banque, assurance, titres, ...);
- de moindres possibilités d'arbitrages réglementaires pour les établissements faisant face à un interlocuteur unique;
- une capacité accrue de l'autorité unique à s'exprimer d'une seule et même voix dans les réunions de concertation internationale;
- une meilleure capacité d'adaptation aux changements de la sphère financière (il est moins difficile de faire évoluer une autorité que plusieurs ensembles);
- de moindres conflits d'intérêts au sein d'une même entité qu'entre plusieurs;
- des économies d'échelle;

¹⁰ « *Regulation survey* » est une base de données, couvrant le plus large ensemble de caractéristiques en matière de réglementation et de supervision bancaire et financière disponible à ce jour. Cette base a été réalisée pour la Banque mondiale par James Barth, Gerard Caprio et Ross Levine.

- un plus large ensemble d'informations traitées ;
- une meilleure allocation des ressources humaines spécialisées dans la supervision ;
- un point unique de contact facilitant la communication avec les supervisés mais aussi avec les consommateurs de services financiers ;
- une exigence de transparence et de comptes à rendre accrue du fait de la taille et du pouvoir d'une autorité de contrôle unique.

Les arguments « contre » sont en moindre nombre, mais non sans force. Il en ressort :

- le danger d'une concentration excessive de pouvoir, dont il n'est pas sûr qu'elle ne favorise pas, davantage encore que les modèles sectoriels, les problèmes de capture réglementaire ;
- les déséconomies d'échelle qui, au-delà d'une certaine taille, peuvent rendre une telle administration bureaucratique et inefficace ;
- l'intérêt qu'il peut y avoir de maintenir plusieurs autorités de supervision dans une sorte de compétition pour favoriser une émulation qui permettrait de faire émerger les meilleures pratiques réglementaires.

Les études empiriques réalisées à partir de la base « *bank survey* » de la banque mondiale ne permettent pas de trancher pour l'instant. Lorsqu'ils testent l'influence de la structure de supervision sur le développement de l'intermédiation bancaire, Barth, Caprio, Levine (2006) ne trouvent pas de corrélation significative. Barth, Nolle, Phumiwasana, Yago (2002) n'obtiennent guère plus de résultats significatifs lorsqu'ils testent l'incidence de l'organisation de la supervision sur la rentabilité des banques. A ce niveau, l'influence de la structure de la supervision apparaît faible, avec très un léger avantage pour le dispositif à autorité unique. Il est toutefois intéressant de relever qu'aucune des structures de supervision étudiées ne semble affecter négativement la rentabilité des banques.

Les leçons de la crise aident-elle la théorie à trancher ? A première vue, les critiques essuyées par la FSA au Royaume-Uni et la Bafin en Allemagne dans leur gestion de la crise bancaire peuvent laisser penser que les dispositifs intégrés se sont révélés inefficaces. Mais tous les dispositifs intégrés n'ont pas fait face aux mêmes difficultés et il existe en leur sein un point de distinction important : l'adossement ou non du dispositif à la banque centrale. Cet adossement crée une proximité de fait entre la banque centrale et le superviseur. Au sein des modèles intégrés, les moins résilients ont ceux dans lesquels ce point de contact manquait.

3.2.3 L'implication microprudentielle des banques centrales varie selon les pays

L'implication de la banque centrale diffère sensiblement selon le dispositif considéré. La banque centrale tend à occuper un rôle plus important en matière de supervision dans les modèles sectoriels. La plupart des pays retenant ce type de dispositif confient, en effet, la supervision des banques à la Banque centrale et celles des assurances, des entreprises d'investissement, des marchés de titres à autant d'autres autorités spécialisées. Seuls 5 (Chine, France, Hong-Kong, Luxembourg, Mexique) des 13 pays répertoriés par le rapport Deletré dans la catégorie « systèmes sectoriels » confient la supervision des banques à une autorité autre que la banque centrale, et qui le plus souvent reste en étroite collaboration avec cette dernière ou bien même adossée à elle.

Cet adossement du superviseur bancaire à la banque centrale est présenté par le rapport Deletré comme l'un des atouts du dispositif français. Il est noté à cet égard que les pays disposant d'organisations différentes, impliquant moins la Banque centrale, ont été « confrontés à des difficultés dans la crise récente qui pourraient les amener à faire évoluer leur système ». Cette réflexion vaut tout particulièrement pour les pays dotés de dispositifs intégrés avec un superviseur

unique distinct de la banque centrale, parmi lesquels l'Allemagne, le Japon, le Royaume-Uni. En raison de la crise, ces pays se sont engagés dans une réforme visant à rétablir la proximité entre le superviseur et la banque centrale.

Le maintien d'une forte proximité entre surveillance prudentielle et Banque Centrale peut se justifier aisément, comme cela est fait dans le rapport Deletré, par la proximité culturelle et opérationnelle forte que les banques centrales ont avec le secteur bancaire. Les opérations régulières de refinancement placent les banques centrales aux premières loges pour observer les mouvements de la liquidité bancaire. Cela leur confère une information privilégiée pour détecter une situation de fragilité. L'intervention curative de la banque centrale en période de crise en tant que prêteur en dernier ressort plaide également en faveur d'un droit de regard sur les dispositions prudentielles mises en œuvre par le superviseur. En période de crise, le manque de lien suffisamment fort entre banque centrale et superviseur s'est révélé critique, retardant l'intervention de la banque centrale. A l'inverse, la coordination étroite entre les deux semble avoir facilité la gestion de la crise dans les pays disposant d'une telle organisation. En France, cette proximité a également facilité la gestion de graves problèmes, tels que l'affaire Kerviel de la Société Générale. Cette proximité du superviseur avec une banque centrale indépendante le met, en outre, à l'abri des pressions politiques.

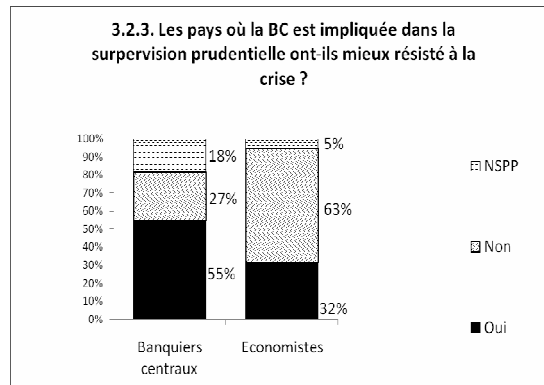
Un autre argument, plus général, est avancé par Goodhart (2000) pour justifier la nécessité d'un lien étroit entre banque centrale et superviseur. La capacité de la banque centrale à atteindre son objectif macroéconomique de stabilité monétaire dépend étroitement de la stabilité financière des établissements bancaires à un niveau microéconomique, de même que la santé et la rentabilité des établissements bancaires dépendent de la conjoncture macroéconomique, directement influencée par l'action des banques centrales. Stabilité monétaire et stabilité financière étant liées, les autorités qui en ont la charge doivent travailler en étroite collaboration.

Au-delà d'un lien étroit entre banque centrale et superviseur, il existe un autre argument, en faveur de la Banque centrale pour endosser le rôle de superviseur prudentiel. Il peut sembler assez évident, il est pourtant décisif : pour réussir dans sa mission, le superviseur doit être l'autorité. Il doit être craint et respecté par les supervisés. La banque centrale jouit par construction de cette autorité. Ce n'est pas forcément le cas d'une autorité même indépendante, a fortiori lorsqu'elle est nouvelle et doit construire sa crédibilité, ou lorsqu'elle est de petite envergure et spécialisée dans un secteur d'activité donné.

Pour autant, les modèles de supervisions organisés autour de la banque centrale n'ont pas été perçus comme plus résilients que les autres. Les économistes et les banquiers centraux que nous avons interrogés dans le cadre de notre questionnaire restent partagés sur cette question : les banquiers centraux sont sans surprise proportionnellement plus nombreux (55%) que les économistes (32%) à estimer que ce type de modèle a aidé à mieux traverser la crise financière. Une majorité d'économistes considèrent, en revanche, que cela n'a pas été le cas.

Extrait du questionnaire, question 3.2.3.

Les pays où la BC est impliquée dans la supervision prudentielle ont-ils mieux résisté à la crise ?



3.2.4 Confier la supervision micro-prudentielle à la banque centrale ne présente pas que des avantages

Il existe un contre-argument bien connu à l'élargissement des missions des banques centrales à la surveillance prudentielle : le risque de conflit d'intérêt entre politique monétaire et politique prudentielle. Les décisions de politique monétaire ont en effet un impact sur les bilans des banques. La banque centrale peut se retrouver en porte à faux, dans des situations où la recherche de la stabilité monétaire compromet la stabilité financière (ce peut être le cas si les craintes d'inflation soumettent à une forte hausse du taux directeur qui fragilise les agents ayant recours à l'endettement) ou, inversement, dans des situations où la recherche de la stabilité financière (en intervenant par exemple quand la situation l'impose en tant que prêteur en dernier ressort) compromet la stabilité monétaire (les liquidités injectées par le prêteur en dernier ressort pouvant être source de tensions inflationnistes). Mais il convient de remarquer que, même dans les dispositifs de supervision qui impliquent le moins possible la banque centrale, celle-ci demeure en cas de crise, le sauveur ultime. Elle peut agir par le biais d'une intervention traditionnelle en tant que prêteur en dernier ressort ou bien, ainsi que la crise récente a permis de l'expérimenter, par le biais de mesures non conventionnelles (extension de la gammes des actifs éligibles aux prises en pension, allongement de la durée des prêts, remplacement des adjudications par des prêts à taux fixe sans limite de montant, acquisition de titres obligataires ...). Or dans ce cas, il n'y a plus de principe de séparation qui résiste longtemps entre la mission de stabilité financière (même réduite à la gestion de la liquidité) et la mission de stabilité monétaire. La banque centrale se trouve obligée de mettre en avant la stabilité financière à court terme, en indiquant que le fonctionnement normal des marchés est en péril. Elle peut certes souligner qu'elle ne renonce pas à son objectif de stabilité des prix à moyen terme en faveur d'un objectif de stabilité financière à très court terme, pour preuve son souci affiché de stérilisation pour des montants qui seront, de ce fait, limités. Il n'empêche que le conflit entre la recherche de la stabilité financière et celle de la stabilité monétaire ne peut jamais être évacué.

L'argument qui pousse à ne pas recommander que la banque centrale soit systématiquement le superviseur prudentiel nous semble se situer ailleurs. L'organisation des dispositifs de supervision et, plus précisément, la nature de l'implication de la banque centrale, ne sont en effet pas neutres

quant au périmètre de la supervision. Si la banque centrale exerce la surveillance prudentielle, cette surveillance peut-elle s'étendre sans difficulté aux assurances, aux sociétés de gestion, et à d'autres entités (SPV, SIV, courtiers, *hedge funds* ...) qui n'étaient pas réglementées avant la crise, mais qui ont vocation à l'être ? On est tenté de répondre non. Le périmètre naturel de supervision de la banque centrale se réduit en effet aux banques. A peu d'exceptions près, ainsi que nous l'avons indiqué, les pays dans lesquels la banque centrale exerce une mission de surveillance prudentielle sont ceux dotés de modèles de supervision sectoriels, où le champ de compétence de la Banque centrale est restreint aux banques. Seuls les Pays-Bas et la République Tchèque font exception : la banque centrale exerce sa surveillance sur l'ensemble des intermédiaires financiers et l'autorité des marchés financiers supervise les marchés financiers et « la conduite des affaires » dans le cadre d'un modèle *twin peaks*. L'étude de Masciandaro et Freytag (2005) met en évidence cette corrélation négative entre le degré d'unification de la surveillance et le rôle de la Banque centrale (notion de « *central bank fragmentation effect* ») : moins la banque centrale est impliquée dans la supervision bancaire et plus la probabilité d'avoir un dispositif de supervision intégré est élevée. Inversement, plus la banque centrale est impliquée et plus on a de chance d'avoir un dispositif de supervision spécialisé, donc fragmenté. En confiant la supervision micro-prudentielle à la banque centrale, on risque donc de contraindre l'organisation de la supervision à demeurer sectorielle, alors même que cette forme d'organisation paraît moins en phase avec la globalisation et l'intégration observée des activités financières. Et la marge de manœuvre qu'il convient de conserver pour l'extension du périmètre de la supervision ne plaide pas en faveur d'une supervision confiée à la banque centrale.

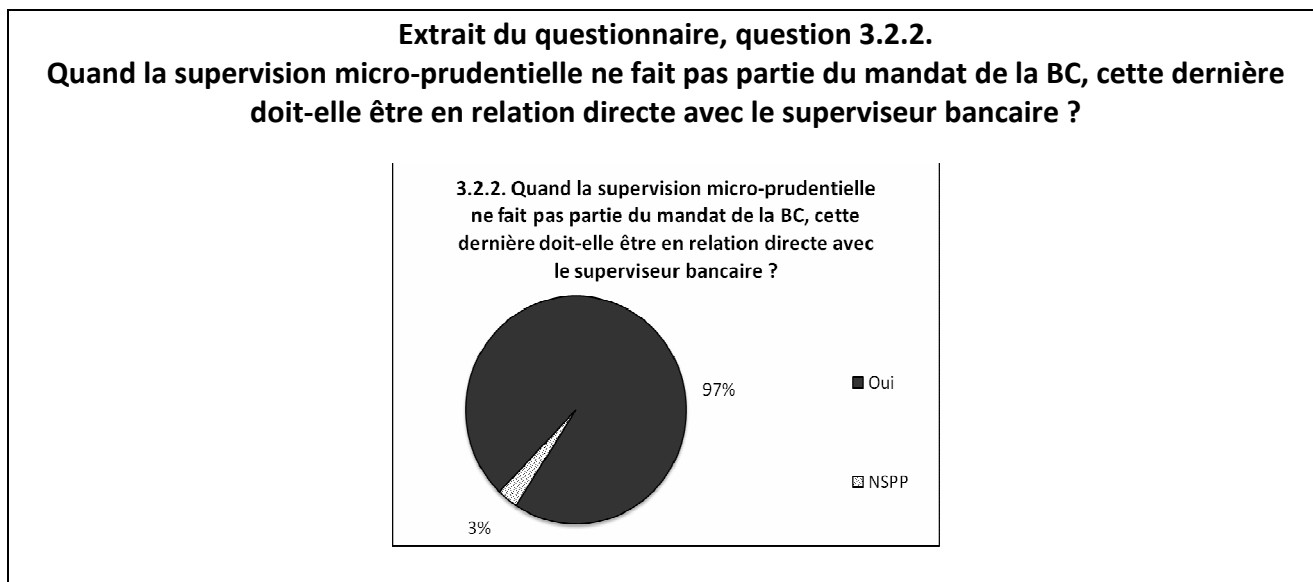
3.2.5 Pas de solution unique mais une proximité dans tous les cas indispensables entre banque centrale et superviseur(s)

Les réflexions qui précèdent montrent que la banque centrale ne s'impose pas nécessairement partout en tant que superviseur micro-prudentiel des banques. Vont également dans ce sens la prise en compte de l'environnement institutionnel et politique du pays et, plus simplement encore, de son développement économique. Ces éléments justifient que l'organisation de la supervision puisse différer d'un pays à l'autre. Dans quelque pays que ce soit, l'administration de la supervision n'est pas simple à organiser. En particulier, le capital humain dont elle doit se doter est hautement spécifique. Disperser ce capital entre une banque centrale et plusieurs autres instances de supervision est contreproductif, plus encore lorsque celui-ci existe en quantité limitée. Dans les pays les moins développés, la dotation nécessaire en moyens humains et financiers, indispensable à la qualité de la supervision mise en œuvre, plaide ainsi en faveur d'une concentration de ces moyens au sein de la banque centrale. Cette contrainte ne se pose pas avec la même force dans les pays plus richement dotés en moyens financiers et humains, sauf peut-être celle que pose leur rémunération très inférieure à celle des supervisés.

La capacité de résistance aux lobbies financiers et aux pressions politiques constitue un autre facteur de choix de l'organisation du dispositif de supervision ; la banque centrale a pour elle son indépendance qui constitue en principe une protection solide, tout au moins à l'égard du pouvoir politique. Elle risque, là où l'environnement institutionnel ne permet pas l'émergence de contrepouvoirs suffisants, de devenir une institution non démocratique concentrant un trop large pouvoir, sans offrir assez de transparence et donner assez d'explications sur sa démarche.

Bref, il n'existe pas de solution unique quant à l'implication de la banque centrale dans le dispositif de supervision. Mais il est un principe *a minima* dont la crise a révélé que le non respect était fort dommageable. Il s'agit du maintien d'une forte proximité entre surveillance prudentielle et

Banque Centrale. C'est d'ailleurs, comme le souligne aussi le rapport Deletré, un principe fondamental de l'ancien dispositif français que les réformes n'ont pas remis en question. A cet égard on peut noter qu'à la question « Quand la supervision micro-prudentielle ne fait pas partie du mandat de la banque centrale, cette dernière doit-elle être en relation directe avec le superviseur bancaire », un très large consensus, se dégage des réponses que nous avons recueillies auprès des économistes et des banquiers centraux : 100% des banquiers centraux et 95% des économistes répondent par l'affirmative.



3.2.6 Les « instruments » de la proximité entre banque centrale et superviseur(s)

Reste à organiser ce lien fort entre banque centrale et superviseurs. La concertation périodique est une condition nécessaire, mais non suffisante, de cette proximité. La construction et la mise à disposition d'un réseau d'informations commun, communiquant tout un ensemble d'indicateurs de l'activité bancaire et financière constituerait une base plus prometteuse. Aux Etats-Unis, la création de l'*Office of financial Research* prévue par la loi Dodd-Frank devrait ainsi permettre la constitution d'une telle base de données que les établissements bancaires et financiers auront l'obligation de renseigner. Ces données pourront être utilisées par les autorités monétaires et financières, mais aussi par le gouvernement, voire les citoyens. L'objectif est en effet, avec la création de cette nouvelle instance, de promouvoir une large diffusion des informations financières et de les rendre accessibles au-delà des autorités directement en charge de la stabilité financière. En d'autres termes, la finalité non dissimulée est d'établir un contre-pouvoir par rapport à la Fed. Le projet américain est vaste et ambitieux et porté par l'idée que la transparence aidera à promouvoir la stabilité financière.

Il n'existe pas à ce jour de projet similaire en Europe. Sans aller jusqu'à recommander une base de données ouverte à tous (la transparence pouvant susciter des effets de sur-réaction amplificateurs de tensions, notamment dans une région aussi complexe que la zone euro), une base de données communes à l'ensemble des autorités impliquées dans la stabilité financière constituerait selon nous une avancée majeure.

Plus largement, le partage d'informations devrait constituer l'assise principale de cette proximité requise entre banques centrales et superviseurs. L'avantage informationnel dont disposent les banques centrales à l'égard de la position de liquidité des banques est souvent mis en avant pour

justifier de confier la supervision microprudentielle aux banques centrales. Comme cela été montré plus haut, il n'existe pas que des avantages à confier la supervision microprudentielle à la banque centrale. Cependant, cet avantage informationnel est essentiel et devrait à ce titre être partagé par les banques centrales avec les superviseurs.

D'autres dispositions sont envisageables pour renforcer la proximité entre banques centrales et superviseurs, comme la présence d'une tierce autorité, représentante des intérêts des consommateurs de services financiers (voire d'une association représentant ces mêmes intérêts) à des comités de pilotage des banques centrales et/ou des superviseur(s). L'idée étant de soumettre les autorités en charge de la stabilité financière à la présence d'un observateur. Pourrait aussi être envisagée la présence croisée d'un représentant de la banque centrale au comité de pilotage du superviseur bancaire et d'un représentant du superviseur bancaire au comité de pilotage de la banque centrale. Quoi qu'il en soit, des dispositions institutionnelles seront nécessaires pour concrétiser cette proximité nécessaire entre banques centrales et superviseurs.

La nécessité de ces dispositions peut également être invoquée pour constituer une juste contrepartie à l'indépendance des banques centrales. En charge de missions élargies et incontestablement plus complexes, les banques centrales devront à l'avenir, pour préserver et légitimer leur indépendance, rendre davantage de comptes, développer une culture de la coopération et du partage d'informations, et accepter la mise en place de contre-pouvoirs, incluant notamment les parlements et la société civile.

Encadré : A qui confier la protection des consommateurs ?

Le rapport Deletré a insisté sur la nécessité de conserver de l'ancien dispositif français de supervision la séparation qui prévalait entre contrôle prudentiel et supervision des marchés financiers. Le but étant de s'assurer que ce qui a trait au contrôle de la protection des consommateurs de services financiers et des obligations professionnelles qui s'y rapportent demeure un objectif de même ordre que le contrôle prudentiel des intermédiaires financiers. Ainsi, l'Autorité de Contrôle Prudentiel (issue de la fusion entre Commission bancaire et ACAM) aura pour mission de veiller à la solidité et à la solvabilité des institutions financières dans tous les secteurs. L'Autorité des Marchés Financiers exercera, au-delà de ses compétences actuelles en matière de surveillance des marchés financiers et de protection de l'épargne, le contrôle du respect des obligations professionnelles à l'égard de la clientèle des services financiers et, ceci, pour l'ensemble du secteur financier. Au final, c'est donc vers un système par objectifs (ou *twin peaks*) que la France aurait intérêt à évoluer d'après le rapport Deletré.

Plus généralement, la crise a montré la nécessité de faire de la protection des consommateurs de services financiers une mission à part entière qui ne soit plus reléguée au second plan par les institutions qui en ont la charge. Cette mission serait donc d'autant mieux remplie que l'institution qui en a la charge puisse entièrement s'y consacrer. De plus, cette mission requiert une culture du « client » que les banques centrales n'ont pas. Pour ces deux raisons, la Banque centrale n'a pas vocation à endosser la mission de protection des consommateurs de services financiers, même si bien entendu son action y contribue fondamentalement.

Preuve que les choix institutionnels sont variés, aux Etats-Unis, le bureau de protection des consommateurs, créé dans le cadre de la réforme Dodd-Frank, sera hébergé par la Fed mais dirigé par une personnalité désignée par le président américain.

