

Complément A

La rénovation des politiques monétaires

Michel Aglietta

Université Paris Ouest, CEPII et Groupama-am

La crise financière met en question bien des idées reçues. La politique monétaire n'y échappe pas. Parmi les voix qui font autorité rien moins que l'économiste en chef du FMI, Olivier Blanchard¹, et l'ancien gouverneur de la Banque de France, Jacques de Larosière², ont récemment émis des vues convergentes. La doctrine d'obédience monétariste qui a prévalu depuis trente ans doit être sérieusement réaménagée.

Que les banques centrales n'aient pas réagi à l'orgie de crédits qui a fait mûrir la crise est une évidence. Qu'elles aient subi la globalisation financière sans pouvoir mettre en place les coopérations nécessaires pour en maîtriser les effets s'est vu bien avant la crise. Alan Greenspan a fait part de son « *conundrum* », c'est-à-dire l'insensibilité des taux obligataires américains à la remontée du taux des *fed funds* à partir de mai 2004. Quant à l'inondation de liquidités avant la crise, quiconque observait la base monétaire mondiale pouvait voir son étroite corrélation avec l'accumulation des réserves de change.

Il faut donc bien comprendre en quoi et pourquoi la doctrine dite du ciblage de l'inflation est mise en porte à faux par les transformations de la finance. Puis il faut redéfinir les principes et déterminer les moyens de la politique monétaire en relation avec la régulation financière pour viser à la fois la stabilité financière et la stabilité des prix³.

1. La conception de la monnaie et la doctrine de la politique monétaire

Les controverses sur la nature de la monnaie se poursuivent indéfiniment entre deux conceptions polaires. Pour les uns la monnaie est externe au monde de la production. Car elle n'exerce pas d'effet durable sur les prix relatifs des biens et des actifs. Son offre est exogène. Tout objectif la concernant peut être tenu pour indépendant de tout autre choix social. Il est donc légitime que la banque centrale soit indépendante des autres institutions publiques. En tant que garante de l'intégrité du bien public qu'est la monnaie, elle énonce une norme d'inflation et utilise un instrument, le prix auquel elle met la liquidité ultime, c'est-à-dire son passif, à disposition des banques pour la faire respecter. « Un instrument, un objectif » est le slogan qui résume la doctrine de la monnaie externe.

Pour les autres, elle est la contrepartie du crédit qui est indispensable à la production. Elle est donc interne. Son offre est endogène. La monnaie est donc intrinsèquement liée à la finance. Une économie marchande est donc avant tout un réseau de liens de dettes. C'est un commerce de

¹ Olivier Blanchard, Giovanni Dell'Ariccia and Paolo Mauro, « *Rethinking macroeconomic policy* », IMF Staff Position Note, SPN/10/03, February 12, 2010.

² Jacques de Larosière, « *Towards a new framework for monetary policy* », Central Banking, vol 20, n°3, 2010

³ Les analyses et propositions présentées ici sont inspirées d'une étude plus détaillée de Michel Aglietta, Laurent Berrebi et Audrey Cohen, « banques centrales et globalisation », Expertises n°7, Groupama-Asset Management, 2009

promesses sur des biens futurs, avant d'être un échange de biens présents. Dans les économies monétaires, le pouvoir de commander la création de monnaie permet à la dépense d'être le moteur de l'économie. Ce pouvoir est aux mains d'agents privés, essentiellement les banques, dans des processus de plus en plus complexes au fur et à mesure que se développent les marchés financiers. C'est le pouvoir de commander la création monétaire qui fait des banques des acteurs spéciaux de la finance parce que les dettes des banques sont postulées liquides. La contrainte de la liquidité garantit que ce pouvoir n'est pas illimité. Cette contrainte se reflète dans leur bilan, dans la relation entre leur actif et leur passif. A l'actif, les banques font des crédits en tant que firmes privées cherchant à maximiser leurs profits ; au passif, chaque banque fait partie du système monétaire et doit donc assurer l'équivalence de la monnaie qu'elle crée en monnaie centrale. Il s'ensuit que les banques supportent des risques qu'elles ne peuvent assumer individuellement au même titre qu'une autre firme. Il s'ensuit que dans la conception de la monnaie endogène, la banque centrale a la responsabilité de préserver la liquidité du système bancaire, condition sine qua non de la stabilité financière. Mais, comme les banques ont le pouvoir de la création monétaire, la préservation de la liquidité ne va pas sans contraintes de réglementation et de supervision sur les banques.

On voit donc que les idées théoriques sur la monnaie et les principes de la politique monétaire s'influencent réciproquement. Dans la conception de la monnaie exogène, dite monétariste, la banque centrale n'a pas à se préoccuper de ce qui se passe dans la finance. Assurer la stabilité des prix, c'est-à-dire celle de la valeur de l'unité de monnaie sur un panier conventionnel de biens et services, est sa seule mission. Les bilans des intermédiaires financiers ne la concernent pas. Dans la conception de la monnaie endogène, la stabilité financière est un objectif majeur des banques centrales. C'est d'ailleurs celui qui les a constituées comme banques des banques⁴. Cet objectif n'est en aucun cas contenu dans la stabilité des prix telle qu'elle est définie dans la perspective du monétarisme.

On comprend l'alternance historique des doctrines. Lorsqu'une doctrine de politique monétaire inspirée d'une des deux conceptions de la monnaie rencontre des difficultés persistantes d'application, le besoin de changer de doctrine finit par ramener au premier plan la conception opposée. Mais ce n'est pas sans drame. Ainsi a-t-il fallu le développement de la crise inflationniste dans les années 1970 pour que le monétarisme triomphe à la suite du coup de force de Paul Volcker en octobre 1979 qui a ouvert la voie à la longue phase de reflux de l'inflation. La stabilité des prix a fait avancer la globalisation financière, a ouvert la voie aux innovations financières et a facilité les prises de risque agressives. Une série de crises financières a émaillé cette époque depuis le milieu des années 1990, jusqu'à la crise globale de 2007-2008. L'explosion de l'endettement dans les années qui ont précédé celle-ci, alors que les prix étaient remarquablement stables et que les banques centrales louaient l'excellence de leur politique qui avait permis « la grande modération », montrent à quel point la doctrine dite du ciblage de l'inflation était en porte à faux avec la dynamique financière.

Il est vrai que, dans cette période de trente ans, la doctrine monétaire a connu des aménagements. Dès les années 1980, la demande de monnaie devint instable lorsque les innovations financières se mirent à proposer de proches substituts aux composantes de l'agrégat monétaire suivi par les banques centrales. C'est la notion même de quantité de monnaie qui devient floue lorsqu'en concurrence avec la liquidité bancaire (les dépôts) se développe une liquidité financière (des titres capables de donner un accès immédiat aux moyens de paiements et

⁴ Michel Aglietta and Benoît Mojon, Central banking, in « The Oxford handbook of banking », eds. A. Berger, P. Molyneux and J. Wilson, Oxford University Press, 2010, chap9, pp.233-256

des contrats dérivés transférant les facteurs de risque incorporés dans ces titres)⁵. L'exclusivité de l'objectif de stabilité des prix est demeurée, mais l'instrument de la quantité de monnaie est devenu inopérant.

Sous l'impulsion d'Alan Greenspan, la Fed a mis en œuvre une approche pragmatique qui a été rationalisée par la théorie au cours des années 1990. Le problème de la formation des anticipations d'inflation, c'est-à-dire de la confiance dans la valeur de la monnaie, est un jeu de coordination qui a des équilibres multiples. Il revient à la politique monétaire de fixer le point focal sur lequel les agents se coordonnent implicitement en leur donnant un cadre institutionnel qui permette d'éliminer tous les équilibres sauf une plage étroite. Ce cadre se recommande d'une doctrine monétaire renouvelée : le ciblage flexible de l'inflation⁶. Le cadre institutionnel peut être défini comme un domaine d'action de la banque centrale qui est une discrétion contrainte. La stabilité des prix est définie comme une plage de viabilité des taux d'inflation futurs, annoncés ou non par la banque centrale, à l'intérieur de laquelle ses actions bénéficient de la confiance des agents privés, quel que soit l'objectif qui les motive. L'annonce, c'est-à-dire le fameux ancrage nominal, n'est pas nécessaire. Un degré satisfaisant de stabilité des prix s'observe sur un cycle entier si les agents économiques ne manifestent aucun comportement de protection contre l'inflation, sans qu'il y ait besoin d'annoncer une cible quantifiée.

Ce cadre permet une diversité considérable des politiques monétaires dans la pratique. La préoccupation de Greenspan pour le « *risk management* », devenue célèbre, louée puis décriée, s'y est glissée sans difficulté. Car Greenspan était convaincu que la politique monétaire peut avoir des effets réels durables, parce que l'économie est constamment soumise à des changements structurels, dont la détection est incertaine de sorte que les anticipations d'inflation ne s'ajustent que lentement à la perception de ces changements. Parmi ces changements il y a les innovations qui n'ont évidemment pas de précédent historique pour y appliquer des modèles standard de valorisation. Les marchés financiers sont saisis par une « exubérance irrationnelle » contre laquelle il est bien difficile de lutter.

Cette incertitude est aussi l'environnement de la banque centrale. La banque centrale doit donc gérer le risque macroéconomique en envisageant un spectre de scénarios. Après avoir examiné la balance des risques, il faut choisir une politique qui donne une assurance contre des événements à probabilité basse, lorsque leur réalisation est susceptible de provoquer des pertes économiques sévères.

Cette attitude conduit à prendre en compte la stabilité financière dans les objectifs de la politique monétaire⁷. Pourtant, après avoir dénoncé l'exubérance irrationnelle, Greenspan s'est converti à l'optimisme ambiant selon lequel les innovations financières rendaient les marchés plus efficaces et plus complets. Comme les autres banquiers centraux, il est demeuré insensible à toutes les alertes, notamment les mises en garde de la BRI⁸, qui pointaient la fragilité croissante des bilans des intermédiaires financiers : rythme d'expansion du crédit divergeant de celui de la croissance économique, augmentation suspecte du levier d'endettement des intermédiaires financiers de marché, écrasement des spreads de crédit, spéculation à sens unique sur les prix des actifs

⁵ GOODHART C., 1993, La politique monétaire dans les années 1990 : objectifs et moyens d'action, Banque de France, *Cahiers Economiques et Monétaires*, n° 41, p. 5-20.

⁶ BERNANKE B. et MISHKIN F., 1997, Inflation targeting : a new framework for monetary policy, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 11, n°2, p. 97-116.

⁷ Greenspan Alan (2004), Risk and uncertainty in monetary policy, *American Economic Review* 94, May PP. 33-40.

⁸ Borio C., Furfine C. and Lowe P., 2001, Procyclicality of the financial system and financial stability : issues and policy options, *BIS Papers*, n°1, Mars pp.1-57..

emportés par un « momentum »⁹. Finalement le « *risk management* » a pris l'allure d'une action énergique et à sens unique de prêteur en dernier ressort pour éviter les répercussions récessives de la chute des prix des actifs sur l'ensemble de l'économie. Alan Greenspan a généralisé le rôle du prêteur en dernier ressort, du soutien de la liquidité bancaire à celui du prix des actifs. Par sa conception asymétrique du « *risk management* », il a procuré une assurance gratuite à l'ensemble du système financier, une sorte de « *put* » généralisé dont la prime était nulle, source inépuisable d'aléa moral. Après lui, l'ensemble des grandes banques centrales occidentales ont prolongé la même politique à une échelle inconnue dans le temps et dans l'espace à partir du déclenchement de la crise financière en août 2007. C'est bien pourquoi la prise en compte de la stabilité financière dans la politique monétaire est à repenser entièrement. Pour le faire, il faut d'abord résumer les transformations de la finance qui ont grandement fragilisé les bilans des intermédiaires hors de tout contrôle prudentiel et qui ont créé de nouveaux canaux du risque systémique.

2. L'instabilité financière : une préoccupation inévitable

Dans les dernières années du XXIème siècle, la finance a assimilé une innovation radicale qui a combiné trois ingrédients permettant de dissocier le risque de crédit, de l'évaluer selon une méthode statistique et de le transférer. Ce sont les dérivés de crédit (*credit default swaps* ou CDS), les modèles de *value-at-risk* et la comptabilité en valeur de marché. Cette innovation a donné un essor extraordinaire à la titrisation des crédits sous l'égide des banques d'investissement. Un énorme élargissement de la gamme des actifs financiers de marché s'est ainsi ouvert, n'importe quel type de crédit pouvant désormais être titrisé. Il a été postulé sans examen par tous les régulateurs financiers et par les banques centrales que ces véhicules rendaient les marchés plus complets et disséminaient les risques, conduisant ainsi à une finance plus robuste en même temps que plus efficiente¹⁰. Les banques centrales se sentaient confortées dans leur doctrine de n'avoir à s'occuper que de l'inflation.

Or la stabilité de l'inflation est propice à l'instabilité financière. La stabilité des prix, couplée à la libéralisation financière, entraîne un bas coût du crédit qui favorise un boom de la consommation et des prix des actifs. La crédibilité acquise par la politique monétaire, du fait de la croyance dans le discours monétariste, même lorsqu'elle n'est pour rien dans les raisons qui maintiennent une inflation basse, influence les anticipations d'inflation qui deviennent peu sensibles aux fluctuations cycliques de la demande. Une des grandes caractéristiques du régime des prix issu de la globalisation est que les variations de l'inflation sont, non seulement d'ampleur réduite, mais retardées dans le cycle des affaires. Seules les hausses entretenues de matières premières, donc une modification des prix relatifs, peut entraîner un relèvement limité du taux d'inflation. Hormis cette circonstance, vis-à-vis de laquelle elles ne peuvent pas grand-chose puisqu'il ne s'agit pas d'une inflation d'origine monétaire, les banques centrales n'ont pas de raison de durcir la politique monétaire si leur objectif épouse la règle de Taylor : maîtriser l'inflation tout en facilitant la croissance au voisinage du potentiel.

⁹ Dans leur article "Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implication for Stock Market Efficiency" publié en 1993 dans le *Journal of Finance* (vol. 48, pp. 699-720), N. Jegadeesh et S. Titman montraient que les titres qui s'étaient appréciés au cours des 3 à 12 derniers mois avaient de fortes chances d'être des titres gagnants lors des 3 à 12 mois suivants, et que symétriquement les titres en baisse au cours de la période de temps avaient de fortes chances d'être perdants dans les 3 à 12 mois suivants. Le *momentum* désigne ainsi une poursuite de tendance anticipée par les investisseurs : ces derniers achètent les titres dont ils anticipent que la hausse va se poursuivre et vendent ceux dont ils anticipent la poursuite de la baisse.

¹⁰ Frye J. (2003), « A false sense of security », *RISK magazine*, August, p63-67

Dans ces conditions, l'aversion pour le risque dans les marchés du crédit baisse à la fois chez les demandeurs et les offreurs de crédit. Les marchés du crédit deviennent fragiles dans la méconnaissance des acteurs qui pensent, au contraire, que le risque est minimal puisque les profits sont hauts, l'inflation basse et le coût du crédit bon marché. Ce qu'il faut comprendre, c'est pourquoi les marchés du crédit sont incapables de s'ajuster aux distorsions latentes qui mûrissent dans l'indifférence générale des indicateurs objectifs de la détérioration des bilans, où le poids des dettes monte inexorablement.

Rappelons que la titrisation permet de convertir les crédits en actifs qui sont acquis par des investisseurs dans une logique de portefeuille sans aucune connexion avec les emprunteurs. Cela permet aux offreurs de crédit de ne pas se préoccuper du risque des emprunteurs puisqu'ils sont rémunérés au volume par les commissions de la revente des crédits aux banques d'investissement qui constituent les pools à titriser. De leur côté, en accord avec les agences de notation, ces banques considèrent que le risque du pool est très faible par rapport à celui des crédits constituants. Même si elles conservent un montant de titres émis dans les tranches subordonnées, elles sont protégées, pensent-elles, par la valeur du collatéral.

Dans ces conditions les déterminants de l'offre de crédit n'ont plus grand-chose à voir avec ceux des crédits individuels que des banques font à des emprunteurs pour financer leur activité et qu'ils portent jusqu'à l'échéance. Dans ce cas, l'évaluation individuelle du risque de crédit, c'est-à-dire le flux actualisé des revenus futurs de l'emprunteur, détermine la qualité du crédit. Le crédit contre collatéral, au contraire, dépend de l'anticipation du prix d'un actif, donc de l'anticipation des autres offreurs de crédit qui vont collectivement pousser le prix à la hausse. C'est un processus auto-référentiel.

L'offre et la demande de crédit sont donc étroitement corrélées positivement, puisqu'elles dépendent toutes deux d'un même déterminant : l'anticipation de la hausse du prix des actifs financés par le crédit. L'expansion du crédit valide la hausse du prix des actifs. Celle-ci entraîne l'économie dans un cercle où toutes les interactions se renforcent. Le déplacement vers la droite de la fonction de demande de crédit se répercute sur l'offre dans le même sens. L'offre de crédit progressant en étroite corrélation avec la demande, le taux d'intérêt reste stable ; ce qui empêche l'ajustement par le coût du crédit. L'offre et la demande de crédit ne cessent de se déplacer vers la droite et de valider l'anticipation de la hausse du prix des actifs. Ce cercle a une apparence vertueuse, mais il devient subrepticement vicieux au fur et à mesure que la bulle spéculative se renforce et que la fragilité s'insinue dans les bilans des emprunteurs. Le dérapage n'a pas de contrepoids endogènes dans la phase euphorique du cycle financier puisque tous les enchaînements dynamiques se renforcent mutuellement.

La phase d'essor engendre donc des comportements qui fragilisent le système financier. La détérioration des conditions du crédit est dissimulée aux acteurs par l'euphorie des marchés d'actifs du fait de son expansion. La fragilité s'insinue parce que les emprunteurs, qui perçoivent des opportunités de gains en capital sur les actifs, tout en sous-estimant les risques, recourent au levier de l'endettement pour maximiser leurs gains. Il s'ensuit que la marge de sécurité des emprunteurs en cas de retournement brutal des prix d'actifs, ou de revers dans l'évolution de leurs propres revenus, s'amenuise au point de disparaître¹¹. De leur côté, les prêteurs sont aisément mystifiés par la solidité apparente d'une convention haussière dans les marchés d'actifs, lorsque ceux-ci sont dans une phase de hausses en chaîne des prix. Ils pensent que la valeur des actifs qui constituent le collatéral de leurs prêts va s'apprécier et garantir leurs créances. Ils sont

¹¹Kregel J. (2008), Minsky's cushions of safety, *Public Policy Brief*, n° 93, Levy Economics Institute of Bard College.

confortés par la caution « scientifique » de leurs modèles de *value-at-risk*. Ces modèles, fondés sur la comptabilité en valeur de marché déterminent la probabilité de défaut des portefeuilles de crédit en fonction inverse de la distance au défaut, laquelle baisse avec l'appréciation des prix d'actifs. Comme toutes les banques utilisent les mêmes modèles qui dépendent de la même variable déterminante, la hausse du prix de l'actif en collatéral, la concurrence des prêteurs pour démarcher les emprunteurs potentiels pousse le crédit de plus en plus à la hausse.

Au paroxysme de la phase euphorique, le cercle vicieux ne se soutient plus que par la persistance de la bulle sur au moins un marché d'actifs. Remarquons que l'accélération du crédit fait monter les ratios dette/revenu et service de la dette/revenu des emprunteurs. Le niveau élevé des prix d'actifs ne suffit pas à dissimuler la fragilité financière. Seule la poursuite d'une hausse rapide le peut. Or une bulle est une valorisation qui n'est pas justifiée par la promesse des revenus futurs qu'un actif est censé réaliser. Elle va certainement éclater, mais à une date inconnue. Lorsque l'ascension des prix se retourne, la situation précaire du crédit est révélée de manières différentes selon les marchés. Dans les marchés boursiers, c'est l'accroissement de la volatilité qui est souvent le signe avant-coureur d'une inquiétude sur la solvabilité des dettes accumulées. Dans les marchés immobiliers un ralentissement des hausses de prix suivi d'un plafonnement suffit à augmenter les taux de pertes sur les crédits. Lorsque le reflux des prix d'actifs commence, soit sous la forme de l'amorce d'une longue baisse, soit sous la forme d'un krach, le ratio dette/valeur du collatéral s'élève progressivement ou violemment. La fragilité apparaît sous la forme du surendettement, du surinvestissement dans les actifs spéculatifs et de la concentration des risques dans les bilans des banques prêteuses.

La dynamique pro-cyclique résulte donc d'un levier qui est fonction croissante de l'appréciation des prix d'actifs, alors qu'une régulation prudentielle efficace devrait rendre cette corrélation négative¹².

Lorsque le prix de l'actif qui a polarisé la spéculation à crédit se retourne, ce qui est inévitable puisque le dérapage du crédit a nourri la bulle spéculative sur le prix de l'actif, la boucle d'interactions fonctionne à l'envers. La baisse du prix des actifs accroît les pertes extrêmes non anticipées sur les crédits qui les ont financées. Le levier désiré baisse, alors que le levier effectif augmente fortement parce que la dégringolade des prix d'actifs élève le ratio dettes/valeur de marché des collatéraux. La détérioration des situations financières déclenche les ventes de détresse d'actifs, le retrait des lignes de contreparties entre les banques et la recherche de liquidité à tous prix. Ce sont les symptômes du risque systémique. C'est une situation dans laquelle les réponses rationnelles des agents individuels au stress financier qu'ils subissent, bien loin de conduire à un ajustement des marchés, sont étroitement corrélées et font empirer les pertes de tous¹³. C'est donc un défaut de coordination massive des marchés en incertitude sévère qui provoque cette transformation dramatique des interdépendances par rapport à ce qu'elles sont dans un environnement calme.

Une crise systémique implique donc de fortes externalités entre les firmes financières qui sont individuellement importantes par leurs connexions dans les relations qui nourrissent le risque de contrepartie, ou qui sont importantes par leur participation à un groupe mimétique fuyant vers la liquidité ou suivant un marché baissier. La crise systémique sécrète une atmosphère étrange où chacun perd ses repères, où toute évaluation est fugace et ne parvient pas à se fixer dans une

¹² Minsky H.P., *Stabilizing an unstable economy*, Yale University Press, 1986

¹³ Aglietta M. and Moutot P. (1993), le risque de système et sa prévention, *Cahiers Economiques et Monétaires*, Banque de France, n°41

convention communément acceptée. Parce que la myopie au désastre entraîne une cascade de défaillances, le coût social d'une crise est beaucoup plus élevé que le coût privé de la faillite des entreprises qui déclenchent la contagion.

Dans ces conditions, l'intervention de l'état est non seulement légitime, elle est impérative pour modérer l'impact dévastateur de la déflation de la dette du secteur privé sur toute l'économie. Une meilleure politique est celle qui reconstruit la régulation financière pour rendre la finance plus robuste au risque systémique. C'est l'enjeu de la politique macro prudentielle qui implique la prise en compte de la stabilité financière dans la politique monétaire. Toutefois le problème est compliqué par la globalisation financière qui crée de fortes interactions entre les marchés d'actifs.

3. Une politique monétaire élargie

L'expérience de la crise financière va conduire les banques centrales à accepter ce qu'elles ont écarté jusqu'ici, à savoir que la stabilité financière est un objectif à part entière de la politique monétaire. Elles doivent élaborer et conduire une politique monétaire élargie. Il en résulte plusieurs problèmes à résoudre. Il faut d'abord définir un objectif opérationnel. Or la fragilité financière vient d'une détérioration progressive des bilans dans l'ensemble du secteur privé, mais masquée par la hausse du prix des actifs, sous l'impact d'une dérive du crédit. L'objectif doit donc être de modérer l'expansion du crédit, lorsque les incitations microéconomiques conduisent les banques à le pousser au maximum. C'est une action délibérément contra-cyclique. Il faut ensuite déterminer quel instrument de politique économique peut efficacement permettre d'atteindre l'objectif. Le taux d'intérêt est l'instrument usuel des banques centrales. Mais l'expansion du crédit dans une vague haussière des marchés financiers est peu sensible au taux d'intérêt. De plus, il n'est pas optimal, voire contre indiqué, d'essayer d'atteindre deux objectifs, à savoir la stabilité financière et la stabilité des prix, avec un seul instrument. Il arrive des situations conjoncturelles où un conflit d'objectifs se produit dans l'orientation qu'il faut donner au mouvement du taux d'intérêt. Il faut donc se doter d'un instrument qui influence le volume du crédit. Mais, dans la finance des marchés libéralisés, il est hors de question de recourir à l'encadrement direct du crédit. Il serait contourné par la titrisation. Il faut un instrument, certes contraignant, mais qui agisse comme une incitation pour les banques à limiter leur offre de crédit. On a vu que la capacité à développer le crédit a été énormément amplifiée par les innovations qui ont permis aux banques de réduire leur capital. Il faut donc un instrument qui les en empêche, c'est-à-dire un capital réglementaire contra-cyclique, dépendant du niveau agrégé de crédit que toutes les banques contribuent à gonfler ; d'où l'appellation « macro-prudentiel » de ce montant de capital. Il implique de mettre en place une procédure « *top down* », du niveau agrégé de la politique monétaire au niveau décentralisé de la régulation prudentielle¹⁴. En outre, la crise a montré que la distorsion entre les échéances d'actifs illiquides et d'un passif à très court terme a été le facteur prépondérant dans la contagion fulgurante qui a généralisé la crise. Il faut donc établir un mécanisme qui incite les banques à gérer leur liquidité en fonction de la maturité de leur actif, sans postuler que le marché monétaire est perpétuellement et parfaitement liquide. Les banques doivent être contraintes à constituer des coussins de liquidité d'autant plus que leurs actifs sont plus illiquides et que le « *mismatch* » d'échéance entre actif et passif est grand. C'est pourquoi il faut renforcer sensiblement le lien entre les banques centrales et les superviseurs des banques.

S'engager dans cette voie modifierait profondément la position des banques centrales vis-à-vis du système financier global. Leurs liens avec les superviseurs des banques, dans les pays où elles avaient abandonné toute implication dans la supervision des banques pour ne pas contaminer leur

¹⁴ Brunnermeier M, Crocket A, Goodhart C, Persaud A and Shin H (2009), The fundamental principles of financial regulation, Geneva Reports on the World Economy 11, CEPR, January.

indépendance, devraient être considérablement renforcés. En outre, le périmètre des entités financières potentiellement susceptibles de provoquer le risque systémique ne coïncide pas avec celui des banques de dépôts, qui sont les seules actuellement à supporter un capital réglementaire. Ce sont les entités financières à importance systémique qui doivent faire l'objet d'un contrôle renforcé et articulé à la politique monétaire, que cette importance provienne de la taille, du réseau d'interconnexions ou de réactions polarisées d'une meute mimétique à des perturbations de marché. Le système bancaire parallèle (banques d'investissement, *hedge funds*, fonds de *private equity* et structures ad hoc opérant dans les marchés de crédit structuré) doit être englobé dans la politique macro prudentielle et donc soumis à la surveillance de la banque centrale.

Pour définir le périmètre des entités systémiques, les banques centrales doivent coopérer avec toutes les catégories de superviseurs, utilement rassemblées dans un conseil du risque systémique. Parce que les structures de marchés varient, que des événements de crédit changent les interconnexions et que les stratégies des acteurs financiers les conduisent à des fusions et acquisitions, ce périmètre n'est pas fixe. Il doit être révisé chaque année et la contribution de chaque entité au risque systémique doit être mesurée en utilisant différentes techniques¹⁵ (modèles structurels d'interdépendances de bilans, tests de stress macroéconomiques, mesures statistiques des risques endogènes de type CoVaR¹⁶).

Les obstacles à l'établissement de cette réforme profonde sont considérables. Car la régulation macro-prudentielle replace les banques centrales au cœur d'un jeu politique dont la doctrine du ciblage de l'inflation avait cherché à les soustraire. Car une politique contra-cyclique, visant délibérément à freiner la dérive du crédit dans une phase euphorique d'expansion financière, heurte de nombreux intérêts privés et liés à la hausse du prix des actifs qui est alimentée par le crédit. De plus et surtout, l'efficacité de la maîtrise du crédit dépend d'un accord international très large pour éviter que les entités financières à levier ne déplacent leurs activités dans les places offshore.

4. La mise en place d'une politique macro-prudentielle

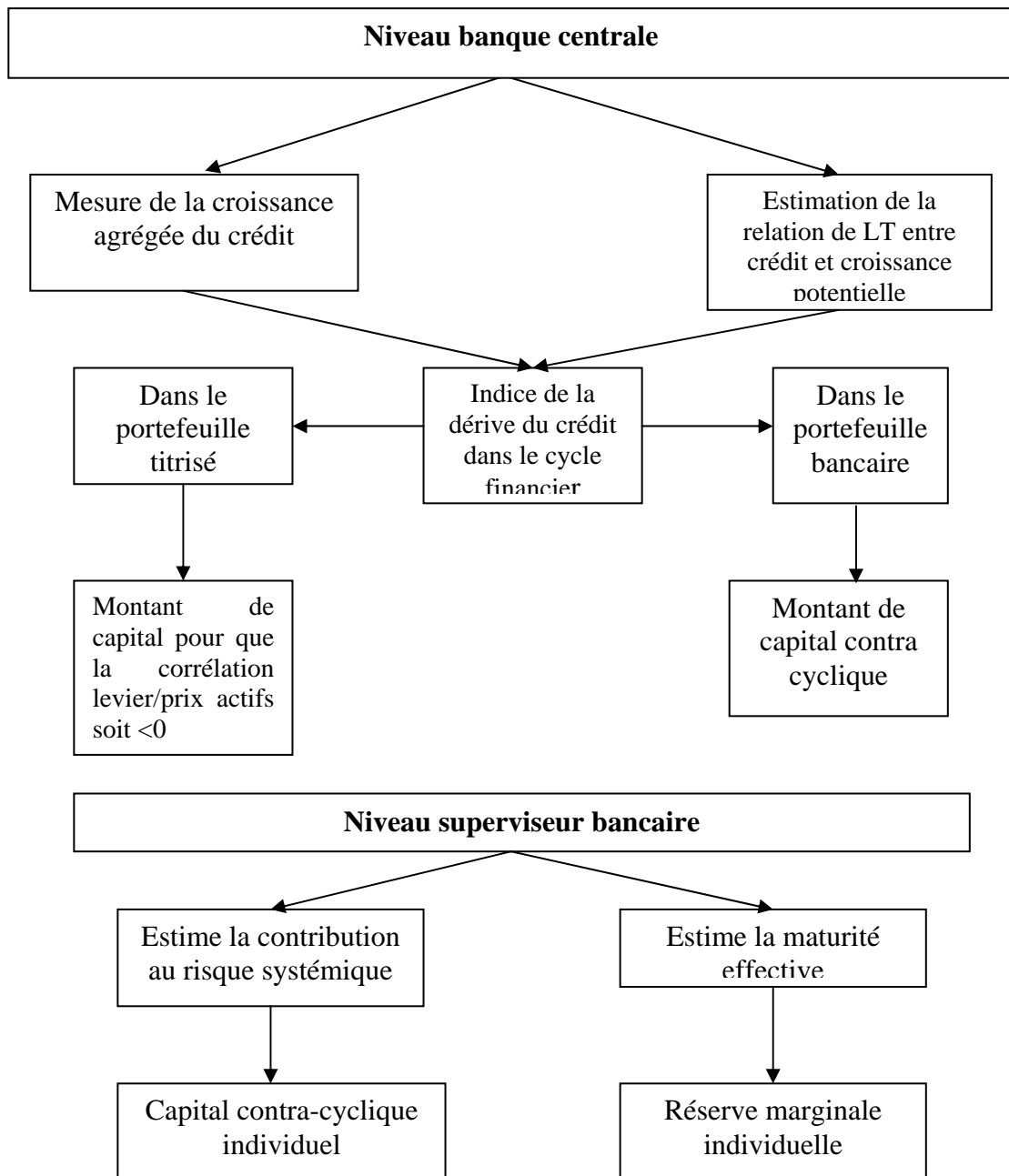
La politique macro-prudentielle est une approche *top down* selon laquelle la banque centrale détermine un montant agrégé de capital requis, lequel devra être distribué sur les banques en fonction de leur aptitude à contribuer au risque systémique. Dans cette perspective l'objectif est d'empêcher que la dynamique financière conduise à une crise. Il s'agit de moduler un montant de capital à imposer aux institutions financières à importance systémique en fonction de l'écart cumulé du crédit au dessus du montant que l'on aurait obtenu si l'offre de crédit avait suivi la tendance de long terme¹⁷. Il faut donc déterminer une évolution tendancielle du crédit au secteur privé compatible avec la croissance potentielle de l'économie, calculer l'excès de crédit comme un écart cumulé à ce benchmark et calibrer le capital réglementaire agrégé contra-cyclique à imposer à l'ensemble des entités financières systémiques en fonction croissante de l'excès de crédit. Ce capital requis doit être distribué sur les entités financières systémiques en fonction de leur contribution au risque systémique. C'est donc une approche « top down » qui abolit l'indépendance de la régulation prudentielle des banques vis-à-vis de la politique monétaire (graphique).

¹⁵ FMI, « Assessing the systemic implications of financial linkages », chapter 2, Global Financial Stability Report, April 2009

¹⁶ Adrian T. and Brunnermeier M. (2009), CoVaR, Research Paper, Princeton University, January

¹⁷ Borio C and Shin H.S., BIS Working Papers, n°242, December 2007

Procédure top down de la politique macro-prudentielle



Cet excès d'offre de crédit est distingué entre le portefeuille bancaire et le portefeuille titrisé qui ne sont pas comptabilisés selon les mêmes normes comptables. Bien entendu, le portefeuille titrisé doit être calculé sur une base consolidée pour empêcher les arbitrages réglementaires. Les banques d'investissement doivent rapatrier les véhicules hors bilan qu'elles ont créés pour échapper à la réglementation Bâle 2.

Le capital pour risque systémique imposé par la nouvelle régulation macro-prudentielle est un coût supporté par l'ensemble des banques à incidences systémiques, élargi aux entités du système bancaire parallèle, en contrepartie de la protection que leur accorde la banque centrale parce qu'elles sont trop systémiques pour faire faillite. C'est pourquoi d'aucuns voudraient le déterminer comme une prime d'assurance plutôt qu'un capital réglementaire. C'est une proposition parente.

L'essentiel est qu'elle soit calculée de la même manière. Chaque institution financière subit une part d'un montant agrégé, fonction de l'excès cumulé du crédit au secteur privé, cette part étant dépendante elle-même de sa contribution au risque systémique.

Toutefois cette avancée de la régulation prudentielle, étroitement liée au contrôle du crédit par la politique monétaire, est préventive. L'objectif est de lisser le cycle financier pour que les retournements déclenchent moins de crises et pour en limiter la gravité si elles se produisent quand même. Ce dispositif ne suffit pas à mettre les banques en état de résister à un stress de marché provoqué par le retournement des prix des actifs lorsqu'il se produit. Si les banques ne gèrent pas prudemment le financement de leurs actifs, elles subissent le paradoxe de la liquidité.

En effet, la crise financière a mis en pleine lumière ce paradoxe. On a répété à satiété que la liquidité macroéconomique était abondante avant la crise. Elle l'est restée pendant la crise puisqu'il n'y a pas eu de faillites massives en chaîne de banques détruisant la base de dépôts. D'ailleurs la garantie non seulement des dépôts, mais des passifs des fonds communs de placement monétaire, plus les interventions massives des banques centrales en dernier ressort, ont préservé les avoirs liquides de tous les agents non financiers. Pourtant, la liquidité des marchés monétaires s'est grippée à plusieurs reprises depuis le mois d'août 2007. Elle s'est complètement évanouie en septembre / octobre 2008. Cet assèchement de la liquidité des marchés s'est répercuté de manière dramatique sur les « *shadow banks* » qui avaient recours au marché monétaire de gros pour financer des positions d'actifs illiquides. Cet énorme « *maturity mismatch* », auquel les superviseurs n'ont rien trouvé à redire avant la crise, est venu de l'illusion collective que les marchés de capitaux étaient efficaces, donc toujours parfaitement liquides. Cette illusion a été d'autant plus dommageable qu'elle a justifié les leviers déraisonnables et les distorsions d'échéance. Les banques ont considéré qu'il n'y avait aucun besoin de gérer leur liquidité, « les marchés », ces entités mythiques, s'en chargeaient pour eux. Or la liquidité de marché n'est rien d'autre qu'une croyance de chacun des participants qu'il va toujours trouver une contrepartie à tous moments pour vendre des actifs contre du cash sans pertes en capital. Dans les circonstances où cette croyance collective est mise en doute, elle peut se retourner complètement, personne ne voulant plus acheter des actifs dont il ne peut estimer la valeur future¹⁸.

La préservation de la stabilité financière a donc une dimension liquidité de marché qui est essentielle. La banque centrale doit se donner les moyens d'inciter les banques à gérer le financement de leurs actifs avec prudence. Pour ce qui concerne les banques de dépôts, la solution américaine adoptée par la loi FDICIA de 1991, qui consiste à donner à l'organisme d'assurance des dépôts mission et autorité de surveiller étroitement les banques par une action corrective précoce, s'est avérée efficace. Le problème principal concerne les banques de marché, donc le portefeuille d'actifs « *marked-to-market* ».

La distorsion d'échéances (« *maturity mismatch* »), consistant à financer des actifs illiquides avec des engagements très courts et renouvelés sur le marché monétaire, est encouragée par les évaluations en « *mark-to-market* ». Car les actifs et les passifs au bilan d'une banque de marché sont évalués indépendamment les uns des autres. Ainsi un pool d'actifs est-il évalué au même prix, qu'il soit adossé à des dettes obligataires de T années ou à des dettes à court terme (moins d'une année). Or il est évident que le risque de liquidité pour la banque est très différent dans les deux cas. On ne peut prétendre promouvoir une comptabilité « *en juste valeur* », si on ne corrige pas cette anomalie. La juste valeur doit prendre en compte le risque de liquidité subi par les entités financières qui détiennent les actifs. Ce n'est pas toujours le prix de marché d'un actif lorsque celui-ci n'est pas liquide.

¹⁸ Adrian T. and Shin H.S., "Liquidity and Financial Contagion", Financial Stability Review, n°11, Banque de France, février 2008

Pour résoudre ce problème, il faut modifier les normes comptables, c'est-à-dire appareiller les pools d'actifs et le passif qui les finance. Un pool d'actifs financé par des dettes à court terme qu'il faut renouveler, ce qui crée un risque de liquidité maximum serait « *marked-to-market* ». Le même pool d'actifs, adossé à des obligations de T années, serait valorisé selon la valeur actualisée des prix futurs anticipés sur T années. C'est le « *mark-to-funding* ». Dans une crise la perte de valeur, due à la détérioration de la liquidité de marché, de l'actif de l'institution financière qui gère prudemment son financement serait amortie, voir annulée ; ce qui rendrait son bilan plus robuste¹⁹.

Pour séparer le risque de crédit et le risque de liquidité, les banques centrales peuvent donc instaurer le « *mark-to-funding* ». Bien sûr, il ne faut pas laisser les banques le déterminer elles-mêmes. On serait sûr de manipulations destinées à camoufler le risque de liquidité. C'est le superviseur qui devrait faire ce travail après s'être fait communiquer les positions détaillées des portefeuilles de trading et les passifs correspondants. L'écart entre le « *mark-to-funding* » et le « *mark-to-market* » d'un actif déterminerait sa maturité effective. Les banques centrales devraient imposer des réserves marginales sur les pools d'actifs les plus sensibles au risque de liquidité. Plus le *mismatch* de liquidité est grand, plus le taux de réserve marginale devrait être élevé.

5. Politiques monétaires et interdépendances internationales

L'économie mondiale est loin d'être un ensemble parfaitement intégré. Les économies nationales sont certes ouvertes à leurs influences réciproques par de multiples canaux. Leurs interdépendances se répercutent du haut en bas de leurs balances de paiements. Mais les modes d'insertion par le change et les marchés de capitaux sont très différents entre les pays développés et les pays émergents. Les préférences nationales sont hétéroclites et induisent des politiques économiques discordantes. Aussi la globalisation est-elle assortie d'un sérieux problème de cohérence.

Le consensus de Washington, forgé après l'effondrement de l'URSS, croyait avoir résolu le problème par une victoire sans partage de la conception anglo-saxonne de la finance. Le néolibéralisme était censé s'implanter partout. Les pays émergents étaient sommés d'importer non seulement les capitaux, mais aussi les institutions du néolibéralisme occidental. Libéraliser les prix, privatiser, faire maigrir les budgets publics étaient devenus un impératif catégorique au début des années 1990. Cette folle aventure s'est écrasée sur la crise asiatique et ses répliques russe et latino-américaine. Les pays qui ont subi ces désastres ont recouvré l'autonomie de leur politique économique, en répudiant la flexibilité intégrale des changes, en devenant très compétitifs et en accumulant des réserves de change. La Chine a affirmé sa voie capitaliste distinctive. Le manque de cohérence économique s'est manifesté dans les déséquilibres de balances de paiements sous la prépondérance du dollar tout au long de années 2000. La crise financière a exacerbé les dysfonctionnements du système monétaire international (SMI), tout en mettant un terme à l'excès d'endettement qui les ont suscités. Quel peut donc être le dénouement de cette crise du point de vue de la transformation du SMI et de son incidence sur les politiques monétaires ?

Dans l'époque qui s'ouvre, c'est le triangle Etats-Unis, zone Euro, Chine qui va déterminer les relations monétaires dominantes. La capacité à établir un leadership politique, non seulement pour sortir de la crise, mais aussi pour construire les bases de la croissance future, va jouer le rôle décisif.

A cet égard, l'Europe est le ventre mou dans la confrontation des monnaies. Non seulement l'absence de politique unifiée dans la crise va entraîner un retard supplémentaire de l'Europe dans la reprise de la croissance, comme cela a toujours été le cas dans toutes les récessions depuis le

¹⁹ Goodhart G., « Liquidity management », *Jackson Hole Symposium*, Federal reserve Bank of Kansas City, August 2008

début des années 1980, mais elle n'a tout simplement pas de représentation politique de sa monnaie. Aucun dirigeant européen n'a l'autorité légitime, ni la doctrine pour énoncer une politique monétaire extérieure de l'euro. Ajoutons que les gouvernements de l'Europe ne semblent pas avoir le courage politique d'entreprendre les coopérations budgétaires pour redresser la croissance potentielle.

Il s'ensuit que la relation stratégique entre les Etats Unis et la Chine va dominer la géopolitique dans la prochaine décennie. Ces deux énormes puissances sont celles qui développent les moyens budgétaires les plus importants pour sortir de la crise. Ce sont aussi celles qui ont des gouvernements capables de mener des politiques économiques pour transformer le régime de croissance. Les deux pays ont d'ailleurs des objectifs communs : d'une part, maîtriser les coûts de la santé et établir une couverture universelle, d'autre part réduire l'intensité énergétique, faire évoluer la composition des sources d'énergie primaire et renverser la dégradation de l'environnement. .

Le gouvernement des Etats Unis espère ainsi régénérer les bases du leadership du pays. Car la primauté du dollar dépend de l'attractivité à long terme des marchés financiers américains et celle-ci des perspectives de rendement élevé d'entreprises dynamiques. Dans la nouvelle phase de sa réforme, la Chine a intérêt à faire évoluer le système monétaire international. Elle développe pour cela une stratégie à trois facettes pour protéger la valeur de ses énormes avoirs à l'étranger. La première consiste à prendre date. Le gouvernement chinois engage le débat pour la réforme du SMI en posant le problème d'un actif de réserve grâce auquel la Chine pourrait substituer hors marché une partie de ses réserves en dollars. La deuxième consiste à diversifier les avoirs à l'étranger entre classes d'actifs pour accéder à des rendements capables de compenser une éventuelle faiblesse de longue durée du dollar. Cela passe par la dotation de montants de réserves de change aux fonds souverains et par les participations capitalistiques des entreprises chinoises dans des entreprises étrangères. La troisième dimension, la plus significative du point de vue de la configuration des relations monétaires internationales, est la convertibilité progressive du yuan dans le cadre de la formation d'une zone de coopération monétaire en Asie. Au fur et à mesure que cette transformation s'opérera, le monde s'éloignera du semi étalon dollar.

Dans le semi-étalon dollar qui a fonctionné tant bien que mal jusqu'à la crise, les pays émergents importaient la politique monétaire américaine via leur ancrage plus ou moins souple sur le dollar, d'où l'explosion des réserves de change. Dans un monde à interdépendances plus symétriques, les discordances de politique monétaire ont toutes les chances de se répercuter sur les taux de change. Si un pays mène une politique de taux bas pour relancer la demande interne et sortir de la croissance molle, l'arbitrage des banques d'investissement, des *hedge funds* et autres fonds spéculatifs conduit au « *carry trade* » : endettement dans le pays à bas coût du crédit pour investir dans les pays où les rendements des actifs sont élevés et pression haussière sur les taux de change de ces pays. Cela y stimule la consommation et peut y provoquer soit de l'instabilité financière, soit des tensions inflationnistes selon la nature des actifs sur lesquels se polarise la spéculation.

Dans tous ces cas, dans la mesure où la politique monétaire ne prend pas en compte les conséquences sur les autres pays, les mouvements de capitaux nourrissent un processus auto-réalisateur. Celui-ci ne s'arrête que par la formation de bulles sur les actifs et leur éclatement qui renverse les flux de capitaux. C'est pour le moins une régulation internationale peu satisfaisante. Deux phénomènes liés à la globalisation sont particulièrement perturbateurs pour l'action des banques centrales : les violentes pressions sur les prix des matières premières et la transmission rapide des chocs financiers.

Les banques centrales doivent comprendre comment les canaux de transmission de la politique monétaire sont altérés par les interdépendances globales entre les marchés financiers. Il faut que la préoccupation macro-prudentielle soit partagée entre les banques centrales. Le Conseil de Stabilité Financière de Bâle semble l'instance adéquate pour organiser cette coopération.

L'échange intensif d'informations permet à la politique monétaire de continuer à être conduite au niveau national, tout en incorporant les actions anticipées des autres banques centrales. La prise en compte d'une préoccupation macro-prudentielle incite à développer des analyses sur les structures financières de manière à comprendre la propagation des chocs qui, par politiques inadaptées, deviennent globaux. Des tests de stress macroéconomiques conduits par le FMI avec collaboration des banques centrales nationales seraient très utiles pour élaborer une véritable gestion des risques macroéconomiques qui soit anticipatrice (*forward-looking*) et sensible aux canaux internationaux de propagation des booms du crédit et des bulles sur les prix des actifs. Les banques centrales attentives à des scénarios de risque macroéconomique seraient mieux armées pour éviter de contribuer passivement au développement des déséquilibres et facilitant l'expansion excessive du crédit.

Dans les conditions de la sortie de crise, la position extérieure très négative des Etats-Unis, gonflée par une énorme augmentation de la dette publique, devrait fragiliser le dollar. Le danger est alors dans une hausse des taux obligataires américains qui en découlerait et qui entretiendrait une spirale baissière du dollar. La meilleure manière de le conjurer est de raviver l'idée du compte de substitution au FMI qui concrétiserait la suggestion du gouverneur de la banque centrale de Chine de doter le SMI d'un actif supranational de réserve. Il réaliserait une diversification des réserves internationales hors marché, donc sans la perturbation catastrophique provoquée par la vente massives de dollars sur les marchés de change. Les détenteurs officiels de dollars en excès par rapport à leurs montants désirés les déposeraient dans un compte séparé au FMI en contrepartie d'une allocation de DTS, réalisant une diversification des réserves de change. Ce serait un jeu coopératif gagnant. La Chine et d'autres pays dont les réserves de change ne sont pas bien diversifiées, pourraient le faire sans subir de conséquences malencontreuses sur les prix des devises. Les Etats-Unis éviteraient une chute du dollar. L'euro et le yen seraient protégés des effets malencontreux de cette chute. Ce serait un acte majeur de gouvernance internationale. En contrepartie, la Chine serait invitée à contribuer plus au renforcement des ressources du Fonds, un pré requis pour réguler un système pluri devises.

Conclusion

La politique monétaire menée sur la dernière décennie, uniquement orientée vers la stabilité des prix ou vers le ciblage de l'inflation, a facilité si ce n'est alimenté la bulle du crédit. La croyance selon laquelle la stabilité de l'inflation à bas niveau, donc la stabilité monétaire, assurait la stabilité financière a permis d'entretenir cette bulle pendant des années. Ainsi, la politique monétaire de ciblage de l'inflation au sens le plus strict du terme qui a fermé les yeux sur la capacité du crédit à provoquer de l'instabilité financière est-elle révolue. Elle doit radicalement changer afin d'assurer la stabilité financière qui n'est plus un corollaire de la stabilité monétaire.

La politique menée sur les taux directeurs doit être infléchie pour être plus sensible aux dérapages du crédit et à l'essor du prix des actifs. Cette politique doit être complétée par une politique macro-prudentielle, qui est fondée sur deux piliers : un capital réglementaire contra-cyclique pour prévenir le risque systémique et des réserves obligatoires pour mettre les banques en situation de mieux supporter d'éventuels assèchements de la liquidités dans les marchés monétaires.

La coopération des politiques monétaires est indispensable dans une finance globalisée et intrinsèquement instable. Elle implique que le Conseil de stabilité financière créé par le G20 et le FMI travaillent de concert pour alerter sur les risques globaux et pour inciter les banques centrales à adopter les mêmes principes de politique macro-prudentielle. En outre, la probable transformation du SMI vers un système polycentrique va transférer les déséquilibres sur les taux de change. Les échanges de vues entre les banques centrales devront faire revenir le change au premier plan d'une régulation viable de la finance globalisée.

Complément B

La supervision macroprudentielle

C.A.E. Goodhart

Financial Markets Group, London School of Economics

1. Pourquoi la surveillance macroprudentielle est-elle nécessaire ?

L'expérience de ces dernières années démontre sans ambiguïté que la stabilité des prix (illustrée entre autres par le respect d'objectifs d'inflation) ne garantit pas la stabilité financière. Certains ont d'abord craint que la quête de stabilité des prix n'alimente la volatilité de la production réelle (Rogoff, 1985) mais c'est l'inverse qui s'est produit, du moins durant la période de Grande modération (qui pour l'Europe peut être datée de 1992 à 2007). Ainsi, jusqu'à la débâcle survenue au quatrième trimestre 2008, la production a crû de manière beaucoup plus stable qu'au cours des précédentes décennies.

Certains dirigeants, économistes et observateurs ont probablement pensé qu'une telle stabilité macro-économique de l'inflation et de la production (et aussi des taux d'intérêt nominaux et du chômage) se traduirait par une stabilité accrue des prix des actifs. Si ces fondamentaux macro-économiques étaient plus constants, alors à coup sûr, les prix des actifs le seraient aussi ? Pourtant, même en excluant les dernières années de crise, peu d'éléments confirment que les prix des actifs étaient plus stables de 1992 à 2006 qu'au cours de la précédente période équivalente (1977 à 1991), à l'exception des emprunts d'État.

Dans le tableau 1, nous prenons l'écart-type par rapport à la tendance mesurée par un filtre H-P appliqué de 1970 à fin 2009, pour un ensemble de variables américaines.

Écart type par rapport à la tendance

	1977-1991	1992-2006
NYSE	1,255553	4,389932
Prix immobiliers américains	0,838291	0,748006
Cours de change dollar/yen ^(*)	0,000368	0,000515
Cours de change dollar/livre sterling ^(*)	0,103489	0,066887
Bon du Trésor américain à 10 ans	0,894748	0,492445

Remarque : (*) Pour les données sur les cours de change, le filtre HP a été appliqué de 1971 à 2009.

Sources : FED St Louis – Prix immobiliers américains, cours de change et bon du Trésor à 10 ans ; Statistiques financières internationales (FMI) ; NYSE S&P 500.

Plusieurs raisons expliquent le comportement divergent des fondamentaux macro-économiques et de la variabilité des prix des actifs. D'une part, on peut évoquer la relation entre l'aversion au risque variable des agents intervenant sur les marchés financiers et les fondamentaux macro-

économiques (concept développé principalement par Hyman Minsky, 1977, 1982 et 1986). Lorsque les fondamentaux macro-économiques semblent au beau fixe, l'aversion au risque diminue. Les intermédiaires financiers accroissent leur levier d'endettement et se déplacent le long de la courbe de risques, et ce d'autant plus que les taux d'intérêt relativement sans risque sur la dette publique reculent. Pour reprendre la terminologie de Minsky, les agents économiques passent de financements sans risque à des financements spéculatifs, et dans certains cas à des financements « Ponzi ». Ainsi, un choc défavorable survenant au terme d'une période d'expansion à un rythme stable est susceptible d'avoir un impact nettement plus dévastateur sur la stabilité financière que s'il se produisait au cours d'une phase de plus grandes perturbations macro-économiques (Vardoulakis, et al, 2010). Et l'effet renforcé d'un tel choc à l'issue d'une période de croissance stable peut être d'autant plus fort que les acteurs du marché ont une foi démesurée dans la capacité des pouvoirs publics à les protéger de tels événements, une notion qui est devenue connue sous le nom de « Greenspan put ».

Quoi qu'il en soit, il apparaît désormais clairement que la stabilité des prix ne garantit pas la stabilité financière. De plus, l'instabilité financière peut mettre en péril le revenu global. Bien que l'objectif de stabilité financière ait été relégué au second plan au cours des années précédant 2007 (en partie parce que dans de nombreux pays comme le Japon et le Royaume-Uni, la mission de supervision des institutions financières a été confiée à une autorité de supervision indépendante de la banque centrale), la stabilité financière est historiquement et traditionnellement la seconde mission principale de la plupart des banques centrales. Le cas de la zone euro est d'ailleurs compliqué par le fait que, bien que la gestion de la politique monétaire ait été transférée à la Banque centrale européenne (BCE), la surveillance prudentielle est demeurée organisée sur une base nationale. Aujourd'hui, la nécessité d'atteindre cet objectif est réaffirmée.

Les banques centrales auront donc deux objectifs distincts à atteindre. Mais elles ne disposent généralement que d'un instrument, à savoir la capacité de contrôler et modifier le taux d'intérêt officiel à court terme. Cela a conduit bon nombre d'observateurs, après Cecchetti et al (2000), à affirmer que la fixation des cibles d'inflation devrait être modifiée pour permettre aux taux d'intérêt de contrer les fluctuations des prix des actifs (politique de « leaning against the wind »).

Cette proposition compte plusieurs gradations. Au minimum, il existe un besoin permanent de reconsidérer la meilleure manière d'intégrer les prix immobiliers aux principaux indices d'inflation, puisque les périodes d'expansion et d'effondrement dans ce secteur ont été la caractéristique la plus courante des épisodes d'instabilité financière. Les fluctuations des prix immobiliers ont (jusqu'à présent) été exclues de l'indice des prix à la consommation harmonisé, indice de référence en Europe, et la controverse persiste quant à la manière dont elles devraient être mesurées pour évaluer les tensions inflationnistes.

L'utilisation par la Banque centrale européenne (BCE) d'un second pilier monétaire pourrait également être vue comme une tentative d'incorporer cette notion de résistance aux fluctuations des prix des actifs. Les phases d'expansion et de contraction des marchés financiers sont d'ordinaire accompagnées de fluctuations substantielles de l'expansion de l'endettement et du crédit, qui sont susceptibles (et non pas certaines malheureusement) d'apparaître dans les données d'agrégats monétaires, à moins d'être éclipsées dans le « système bancaire parallèle ou parabancaire » (shadow banking). Par ailleurs, du point de vue de la banque centrale, un second pilier a le mérite d'établir une corrélation entre politique et agrégats monétaires qui, contrairement aux prix immobiliers et cours des actions, sont plus clairement dans la ligne de mire de la politique monétaire. Pourtant, et c'est surtout le cas à court terme, les variables monétaires sont tellement difficiles à interpréter que bien loin de ce que l'on aurait tendance à considérer, la BCE a jusqu'à présent fait assez peu usage de ce « second pilier » pour fixer les taux d'intérêt officiels.

Cela s'explique en partie par la difficulté à déterminer si les marchés financiers et les prix des actifs se sont sensiblement écartés de leur niveau d'équilibre. Il y a toujours le chant des sirènes émis par d'éminents économistes qui affirment qu'un indice Dow Jones à 15 000 point ou des ratios prix immobiliers/revenu de 4 ou 5 sont parfaitement cohérents avec les niveaux d'équilibre (compte tenu des perspectives d'une croissance plus rapide et de taux d'intérêt réels inférieurs aux niveaux passés). Face à une telle incertitude, il faut un banquier central courageux et déterminé (et soutenu par une base politique solide) pour chercher délibérément à déprimer l'économie réelle afin d'atténuer une envolée perçue, mais néanmoins incertaine, des prix des actifs.

Par ailleurs, l'un des aspects essentiels d'une stratégie de ciblage d'inflation réside dans la capacité d'une banque centrale crédible, qui fait le choix de ce régime de politique monétaire, à stabiliser les anticipations inflationnistes. Le taux d'intérêt est un instrument puissant pour stabiliser les prix à moyen terme. Le fait de brouiller la mission d'ajustement du taux d'intérêt en lui assignant deux objectifs affaiblirait la responsabilité de la banque centrale autant que sa capacité à ancrer les anticipations d'inflation. À une époque où bon nombre d'agents craignent une accélération de l'inflation ou une déflation persistante, voire la succession des deux situations, il serait plutôt nécessaire de réaffirmer que l'objectif des banques centrales dans la conduite de la politique macro-monnaire, c'est-à-dire quand elles modifient les taux d'intérêt (et l'assouplissement quantitatif lorsque le plancher zéro est atteint), est d'atteindre un objectif d'inflation, plutôt que de diluer cette mission en y ajoutant un deuxième objectif.

Cependant, si l'ajustement des taux d'intérêt officiels est voué à demeurer l'instrument dédié à l'objectif de stabilité des prix, alors il y a lieu de se demander comment les banques centrales procéderont pour maintenir la discipline financière nécessaire au maintien de la stabilité des prix, maintenant que cette mission revêt une telle importance. À présent, les pouvoirs de la plupart des banques centrales dans ce domaine se limitent à « faire des sermons et organiser des funérailles » (King, 2009). La réflexion porte désormais (au moins dans les centres de recherche) sur un second (éventail d') instrument(s) contracyclique(s) macroprudentiel(s) susceptible(s) d'être utilisé(s) par les banques centrales en plus et indépendamment des taux d'intérêt officiels. Cela permettrait d'appliquer le principe de Tinbergen, selon lequel il doit y avoir autant d'instruments que d'objectifs. Reste à déterminer quelle forme ces instruments macroprudentiels peuvent revêtir.

2. Quels instruments macroprudentiels ?

2.1. Instruments contracycliques

Comme plusieurs études le font remarquer (voir par ex. Brunnermeier et al., 2009), au cours des décennies précédant l'année 2007, la réglementation/surveillance était focalisée sur l'établissement bancaire individuel ou l'intermédiaire financier, avec une attention insuffisante accordée aux effets, répercussions et externalités systémiques. Voilà un aspect qui est actuellement corrigé. Il convient en effet de mettre en place une approche plus systémique. La création du Comité européen du risque systémique (CERS) en est un bon exemple. Bien que le pouvoir (juridique) de faire respecter et de modifier la réglementation incombe encore à chaque État membre de l'UE, la capacité du CERS à émettre des avertissements, à proposer des modifications de la réglementation, à exiger que les autorités nationales compétentes respectent ces propositions ou expliquent pourquoi elles ne le doivent pas, pourrait (en fonction de la manière dont le CERS fonctionne en pratique) s'avérer être un mécanisme puissant pour initier la surveillance et le contrôle macroprudentiels⁽²⁰⁾.

⁽²⁰⁾ Il est peut-être utile de rappeler la distinction entre réglementation, qui consiste à fixer des règles de conduite, et la surveillance, qui consiste à vérifier et assurer le respect de ces règles.

Cela dit, le CERS prévoit un mécanisme de procédure dans le cadre duquel il est possible de déployer des instruments macroprudentiels. En ce qui concerne les instruments eux-mêmes, il en existe deux principaux, et en second plan, il y a d'autres possibilités moins conventionnelles mais peut-être plus fondamentales.

Les deux principaux instruments sont les ratios de fonds propres et les ratios de liquidité. Voyons d'abord les premiers.

2.1.1 Ratios de fonds propres

La gestion des risques est une mission complexe à divers titres. Connue sous le nom de Bâle I, l'accord du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB) sur les fonds propres de 1988 ne portait que sur le risque de crédit. Il a par la suite été étendu au risque de marché, qui comprend le risque de taux d'intérêt, de liquidité, etc., dans les portefeuilles de négociation des banques. Lorsque le Comité a diffusé ses premiers documents de travail, son approche heuristique et empirique de l'évaluation de ces risques s'est rapidement avérée (sur le plan technique) loin derrière l'approche de gestion des risques des grandes banques internationales, qui avaient élaboré des modèles internes fondés sur la théorie financière, en particulier le modèle de la VaR (Value-at-Risk). Le CBCB a reconnu son inaptitude à modéliser le risque par rapport aux banques commerciales, et a de fait adopté les techniques de ces dernières pour l'Amendement à l'accord de Bâle sur les fonds propres pour son extension aux risques de marché (1996) et surtout, pour servir de base à l'accord de Bâle II. Dans un sens, le CBCB a été intellectuellement « capturé ».

Bâle I n'a pas tardé à être critiqué pour ses catégories de risques trop générales. Ainsi, un prêt accordé à une entreprise privée était assorti de la même pondération (100 %), que celle-ci soit la plus grande et la plus sûre, ou qu'il s'agisse d'une start-up véreuse. Les régulateurs exigeaient trop de fonds propres réglementaires pour des prêts jugés « sûrs », et pas assez pour des prêts considérés comme « risqués ». Cela a conduit les banques à brader leurs prêts « sûrs » (titrisation) à des entités hors du filet de sécurité réglementaire (y compris au sein du shadow banking) et à conserver leurs prêts « risqués ». De ce fait, alors qu'elle était destinée à rendre les banques plus sûres, la réglementation contribuait au contraire à accroître leur risque. La réponse consistait apparemment à se fier davantage à l'évaluation du risque par le marché, que ce soit par le biais des agences de notation, ou mieux encore, par les banques elles-mêmes dans le cadre des approches de notation interne avancées. L'idée de base était de permettre aux régulateurs de prendre en charge les meilleures techniques de gestion des risques des entités qu'elles régissent, et l'une des fiertés des auteurs de Bâle II était que cet accord permettait d'aligner beaucoup plus étroitement les fonds propres réglementaires sur le capital économique que les banques souhaitaient conserver de leur propre chef.

Il s'agissait cependant d'une stratégie peu judicieuse. Ce qui importe à une banque commerciale, c'est de savoir se positionner dans des conditions normales, dans lesquelles elle peut supposer (même s'il s'agit d'une banque de grande taille) que l'environnement extérieur sera peu affecté par ses propres actions. En cas de conditions réellement extrêmes, les autorités devront de toute façon intervenir. Par ailleurs, une banque de ce type ne se sent pas concernée par les éventuelles externalités que sa faillite pourrait engendrer. Et c'est dans cette perspective là que des outils tels que la VaR ou les tests de résistance sont conçus. Mais les préoccupations des régulateurs auraient dû être très différentes et porter exclusivement sur les externalités puisque les créanciers des banques doivent normalement assumer les pertes « internalisées ». Elles auraient dû tenir compte de la solidité du système dans son ensemble et pas tant celle de la banque prise individuellement, des covariances plutôt que des variances, et des mécanismes interactifs auto-amplifiés plutôt que des tests de résistance qui partent du principe que le monde reste invariant aux propres réactions des banques (Brunnermeier, et al., 2009).

Pourquoi les choses ont-elles si mal tourné ? D'abord, il y avait souvent une croyance implicite selon laquelle le système dans son ensemble serait à l'abri du danger en assurant la sécurité des composantes individuelles (banques) d'un système (bancaire) (c'est ce qu'on appelle une erreur de généralisation). Ensuite, plutôt que de réfléchir aux questions fondamentales, les régulateurs et le CBCB ont eu tendance à rafistoler le système en réponse aux critiques (et aux événements). Régulateurs et superviseurs sont plus des pragmatiques que des théoriciens, et les économistes, dont la plupart des modèles standard font abstraction de l'intermédiation financière et/ou des faillites, leur ont été de bien peu d'aide !

En attendant, le lent et douloureux avènement de Bâle II n'a rien fait pour freiner le cycle d'expansion du crédit et de l'endettement observé jusqu'en août 2007, ni pour empêcher sa contraction brutale et destructrice par la suite. Les défaillances, la volatilité et les primes de risque ont toutes atteint de faibles niveaux entre 2003 et 2006, et les notes (attribuées par les agences de notation ou en interne) étaient élevées et sur une pente ascendante. Les bénéfiques et les fonds propres étant dopés par l'application de la comptabilité au prix du marché, tous les modèles de risque et les puissantes pressions du marché encourageaient les banques et autres intermédiaires financiers à alourdir encore davantage leur endettement, jusqu'à ce que les marchés s'effondrent en juillet/août 2007.

Il est désormais nécessaire de repenser l'application des ratios de fonds propres, avec au moins cinq aspects à prendre en compte :

- La base sur laquelle le ratio doit s'appliquer, notamment s'il doit s'agir d'un simple ratio de levier et/ou d'un ratio pondéré par les risques, et son application à des engagements particuliers, au hors bilan et à des lignes de crédits inutilisées, aussi bien qu'aux éléments du bilan.
- La définition de fonds propres applicables à cette fin.
- Dans quelle mesure le ratio doit-il être constant ou varier dans le temps et en fonction de l'état de l'économie, auquel cas faut-il déterminer la variation de façon discrétionnaire ou à partir d'une règle/formule précise.
- Le niveau « normal » de ces ratios.
- Les sanctions applicables en cas de non-respect de ces niveaux.

Il y a désormais des réponses à certaines de ces questions. Compte tenu de la facilité avec laquelle un ratio de fonds propres, pondéré ou non, peut être manipulé (dans le premier cas en misant sur des actifs dont le poids du risque est « optimiste » et, dans le second en détenant des actifs plus risqués au bilan tout en titrisant/vendant des actifs plus sûrs), la dernière proposition du CBCB présentée en septembre 2010 par son président Nout Wellink et familièrement appelée Bâle III doit tenir simultanément compte de ces deux aspects. De nouveau, le traitement des créances conditionnelles et des éléments hors bilan est durci mais, compte tenu de la nature quelque peu confuse des engagements conditionnels d'extension des prêts (contrats incomplets) à l'avenir, cet aspect pourrait rester flou.

De la même manière, la définition des fonds propres applicables a été restreinte. Plusieurs formes de dette hybride ou subordonnée qui étaient de rang inférieur à ceux des dépôts, et qui fournissaient donc une protection en cas de défaillance mais empêchaient à peine, voire nullement celle-ci, ne joueront plus le rôle qu'elles avaient dans les fonds propres complémentaires (Tier 2), voire dans certains cas dans les fonds propres de base (Tier 1). L'attention est désormais focalisée sur les fonds propres de base, et à l'intérieur de ceux-ci le noyau dur (core-Tier 1) des fonds propres (capital + réserves).

Ensuite, les prochains ratios potentiels de Tier 1 et core-Tier 1, pondéré et non pondéré (ratio de levier) seront plus exigeants, mais la période de transition sera longue (jusque fin 2018) pour tenir compte de la récession en cours, de l'affaiblissement du système bancaire et de la lente croissance (voir du recul) des prêts bancaires au secteur privé.

Les aspects les moins consensuels portent sur la question de savoir si ces ratios doivent être constants ou variables dans le temps, et s'il faut prévoir un barème de sanctions en cas de non-respect de ceux-ci. Sur cette question, de nombreux banquiers centraux estiment que les autorités de surveillance avaient déjà la possibilité de moduler de façon discrétionnaire les exigences de fonds propres dans le cadre du second pilier de Bâle II, que cette option demeure et répond à tous les souhaits dans ce domaine. Face à cela, remarquons que le pilier 2 de Bâle II n'a que rarement, voire jamais été activé, qu'il sera toujours soumis à la critique du principe d'égalité, et que son activation sera quasiment toujours en opposition directe avec les forces et les pressions du marché, ce qui en fait une option (politiquement) très impopulaire. À ce sujet, on peut affirmer qu'un mécanisme fondé sur une « règle » ou une « formule » est nécessaire pour donner aux autorités de surveillance la base et l'appui nécessaires pour introduire des ratios variables. En réponse à la critique pertinente selon laquelle aucun éventail de règles et formules ne pourra jamais englober correctement et totalement la gamme infinie de possibilités futures, le principe « comply or explain » pourrait s'appliquer, en vertu duquel si l'entité renonce à respecter ces règles et formules, elle doit le justifier.

La principale préoccupation systémique de bon nombre de chercheurs est celle d'une expansion/contraction généralisée des prix des actifs au sein de leurs systèmes financiers (nationaux/régionaux/sectoriels), qui serait représentée par une expansion générale (a) du crédit au secteur privé, (b) de l'endettement et (c) de la hausse des prix des actifs, notamment dans le secteur immobilier. Cela dit, la principale préoccupation d'un nombre encore supérieur de politiciens et observateurs est la contribution possible de chaque établissement financier (banque) à l'instabilité potentielle de l'ensemble du système. Il conviendrait donc d'identifier les intermédiaires financiers « systémiques » à partir peut-être d'une combinaison (à ce jour non décidée) de critères de taille, activités et interconnexions, et de les réglementer/superviser différemment des autres. Et dans ce groupe d'intermédiaires financiers « systémiques », le ratio de fonds propres requis pourrait peut-être varier selon l'ampleur systémique mesurée (d'après une méthode qui reste à déterminer) de l'intermédiaire en question. Bien que cette évaluation soit nettement moins avancée que celle des cycles globaux d'expansion de l'endettement et du crédit, etc., l'application de ratios variables à chaque établissement « systémique » a rencontré un écho largement plus favorable.

Compte tenu des difficultés liées à tout mécanisme de ratios de fonds propres variables, d'autres méthodes destinées à avoir des effets contracycliques sont également à l'étude. Citons notamment la procédure espagnole de provisionnement dynamique, une formule qui se heurte cependant aux réticences des autorités comptables et fiscales, qui craignent qu'elle ne soit utilisée pour retarder le paiement des impôts. Les comptables critiquent en particulier le fait de fonder les provisions sur des probabilités générales plutôt que sur des données spécifiques. Ils sont toutefois soumis actuellement à de fortes pressions pour accepter ces provisions générales, du moins pour la catégorie des actifs détenus jusqu'à leur échéance, lesquelles provisions pourraient varier selon le pays qui l'applique. Cette approche comporte bien entendu de nombreuses caractéristiques communes avec le ratio de fonds propres variable, et il est probable que le choix de l'un ou l'autre soit déterminé par des critères d'acceptabilité et de faisabilité. Les variations cycliques des pertes attendues sont toutefois nettement inférieures à celles des pertes inattendues, de sorte qu'il est

nettement plus important d'ajuster les fonds propres que les provisions⁽²¹⁾. L'idéal serait d'avoir à la fois des ratios de fonds propres variables et du provisionnement dynamique.

Par le passé, l'approche du CBCB a comporté une faiblesse majeure, à savoir la réticence à appliquer des sanctions. Comme la loi et les sanctions sont une prérogative nationale, et puisque le CBCB n'a aucun fondement formel et qu'il agit en qualité d'organe consultatif, il s'est toujours abstenu de préconiser toute sanction en cas de non-respect de ses propositions de ratios. La conséquence fâcheuse de cela est que pratiquement tous les opérateurs du marché, agences de notation, investisseurs et observateurs, et les régulateurs nationaux eux-mêmes considèrent les ratios proposés par le comité de Bâle comme des minima absolus dont le non-respect exposerait à de sérieux problèmes de réputation. Le CBCB a depuis entrepris de recommander des sanctions lorsque les fonds propres de base tombent à moins de 7 % des actifs pondérés des risques.

Le fait de considérer les ratios requis comme des minima anéantit bien sûr le rôle de tampon potentiel que devraient jouer les fonds propres réglementaires, et cela a transformé le tampon utile en une marge nettement plus exigüe au-dessus du ratio de fonds propres requis. C'est sans doute le plus grand inconvénient de l'approche du CBCB jusqu'à aujourd'hui. Malgré l'exemple de la loi américaine FDIC Improvement Act (1991) qui a mis en place un barème judicieux de sanctions, le CBCB s'abstient encore de prendre le taureau par les cornes.

2.1.2 Ratios de liquidité

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire a échoué dans sa première tentative d'accord sur la liquidité dans les années 1980. En partie en conséquence de cela, la liquidité des actifs s'est détériorée. L'hypothèse générale partagée par la plupart des banquiers et des régulateurs était que tant que les banques disposaient de fonds propres « en quantité suffisante », elles pourraient toujours accéder à des marchés interbancaires efficaces et remplacer la liquidité d'actif par de la liquidité de financement. Bien que les financements obtenus sur le marché monétaire soient à court terme, et les actifs des banques à plus long terme, les risques de taux d'intérêt et de crédit issus d'une telle asymétrie d'échéances pourraient être maîtrisés par le recours à la titrisation et à des couvertures sur les marchés dérivés. Au final, il était supposé que le respect de Bâle II garantirait un niveau « suffisant » de fonds propres.

Ces plaisantes hypothèses se sont effondrées à l'été 2007. Avec les pertes réelles et potentielles subies sur les titres adossés à des créances hypothécaires, notamment ceux qualifiés de subprimes, et le contournement de Bâle II, notamment par les banques européennes, le respect des conditions de Bâle II était dans de nombreux cas insuffisant pour garantir la solvabilité future. Avec l'opacité des CDO (collateralized debt obligations), les marchés de la titrisation se sont asséchés, tout comme les marchés interbancaires à court terme (ex. papier commercial adossé à des actifs) et les marchés des prêts interbancaires à long terme non garantis. Cela a conduit à crise de liquidité.

À en juger par la série d'hypothèses susmentionnées, cette crise n'aurait jamais dû se produire et a largement surpris tous les opérateurs, y compris les banques centrales. L'une des réactions a consisté à attribuer cette fâcheuse situation aux stratégies des banques commerciales (trop peu d'actifs du secteur public de qualité, dépendance excessive aux fonds interbancaires d'échéance courte et à la titrisation, écarts de maturité trop importants au bilan des banque, etc.), de sorte que tirer les banques de cette ornière entraînerait un problème d'aléa moral. C'est peut-être le cas, mais cet effondrement s'est avéré si brutal que toutes les banques centrales ont été contraintes d'accroître leurs injections de liquidité sur un éventail à plusieurs reprises élargi d'échéances, de garanties et d'établissements.

⁽²¹⁾ C'est Rafael Repullo qui m'a fait remarquer cet aspect.

Pour ce qui est de déterminer des ratios de liquidité spécifiques, la plupart des mêmes considérations que pour les ratios de fonds propres s'appliquent, comme :

- La base : par exemple, faut-il un ratio de levier simple ou évalué au moyen de l'asymétrie d'échéances (ou une combinaison des deux ?) ? Comment traiter les créances conditionnelles par rapport aux besoins de financement ?
- La définition d'actifs liquides applicables à cette fin.
- Le ratio doit-il être constant ou variable, auquel cas la variation doit-elle être décidée au cas par cas ou suivre une règle/formule précise.
- Le niveau « normal » de ces ratios.
- Les éventuelles sanctions imposées en cas de non-respect du niveau normal.

La plupart de ces aspects sont semblables à ceux concernant l'application des ratios de fonds propres, et il n'est pas nécessaire de les répéter ici. Cela dit, alors que quasiment tous les opérateurs acceptent la nécessité d'imposer un ratio de fonds propres, il n'en va pas de même pour la mise en place de ratios de liquidité. C'est par exemple le cas de Buitier (2008). Ce désaccord porte en partie sur la définition des actifs liquides et à partir de là, sur l'analyse approfondie du rôle des ratios de liquidité.

La pomme de la discorde réside dans le fait qu'une banque centrale peut, à partir du moment où on le décide, acheter ou plus généralement prêter en échange d'un collatéral, quasiment tous types d'actifs. Au cours de la récente crise, les banques centrales ont prêté en garantie d'une gamme élargie d'actifs ou, lorsqu'elles souhaitaient maintenir la nature stricte de leurs conditions de prêt, ont consenti à l'échange, en vertu d'un accord de prêt spécifique, d'actifs non acceptables (ex. différents types de crédits hypothécaires) contre des actifs acceptables (ex. dette publique). Willem Buitier a simplement porté cette logique à son extrême. Une banque centrale peut en principe rendre tout actif liquide, même si elle hésite à le faire quand son prix n'est pas stable puisque cela fait peser un risque excessif sur son bilan. N'importe quel actif peut donc être rendu liquide par le biais d'emprunts à la banque centrale. Par conséquent, tous les actifs sont en principe liquides, toutes les banques commerciales bénéficient donc en permanence d'une pleine liquidité, et il n'est pas nécessaire d'exiger que les banques détiennent un sous-ensemble d'actifs spécifiques (généralement peu rentables et issus du secteur public). Ce n'est qu'un impôt sur les banques et une subvention pour le gouvernement.

Quel est le problème avec cet argument ? Je vois au moins deux contre-arguments liés l'un à l'autre. Le premier concerne la durée. Si une banque possède uniquement des dettes relativement illiquides du secteur privé, elle aura des difficultés à se procurer rapidement des liquidités en revendant ces actifs sur le marché privé, du moins elle n'y parviendra pas sans engendrer une baisse substantielle de leur prix, ce qui contribuera à amplifier la crise (c'est là une externalité). Cette banque serait alors contrainte de se tourner vers la banque centrale pour obtenir des liquidités à un stade très précoce de la crise. Le problème avec cette option en cas de crise, c'est que le temps est limité et précieux. On a toujours besoin de temps mais on en manque souvent pour identifier les faits et évaluer le meilleur moyen de surmonter la difficulté. Par ailleurs, reste à résoudre la question de l'embarras dans lequel se retrouve une banque qui demande de l'aide à la banque centrale, puisqu'elle est alors automatiquement perçue comme moins solvable. Une plus grande dépendance à l'égard de la banque centrale pour obtenir des liquidités renforce le conflit potentiel entre transparence et efficacité des politiques (se rappeler par exemple la discorde politique sur les prêts accordés secrètement par la Banque d'Angleterre à la Royal Bank of Scotland et à la Lloyds Bank à l'automne 2008).

Un second problème concerne la décote, à savoir les conditions auxquelles la banque centrale prête aux banques commerciales. Cette question a été brouillée par l'affirmation courante mais pourtant erronée selon laquelle la banque centrale ne devrait prêter qu'à un taux exorbitant par rapport à celui du marché. L'erreur fondamentale de cette affirmation devient claire si l'on considère qu'en ne prêtant qu'à des conditions moins favorables que celles du marché, alors plus aucune banque ne se tournera vers la banque centrale ! Ce qui est vrai en revanche, c'est que les actifs qu'une banque commerciale peut apporter en garantie ou vendre sont suffisamment illiquides pour que cette action réduise sensiblement leur valeur. Et si ces actifs sont les seuls dont la banque commerciale dispose, alors la banque centrale est face à un sérieux problème. Soit elle est disposée à prêter en appliquant une décote tellement importante qu'elle protège sa propre position mais apporte en parallèle une aide limitée à la banque emprunteuse, et peut donc provoquer une nouvelle chute (au prix du marché) du cours des actifs, soit elle prête à des conditions relativement généreuses et soutient alors la banque emprunteuse et le marché, ce qui, en parallèle, mettra en péril son bilan, et par voie de conséquence, celui des contribuables. C'est cette même énigme qui a mis le plan Paulson (TARP) en porte-à-faux : prêter à un taux excessivement bas n'aide pas les banques, mais à un taux trop élevé, ce sont in fine les contribuables qui doivent renflouer les banques.

Ainsi, même si une banque centrale se retrouve finalement contrainte de prêter en garantie d'actifs détenus par une banque commerciale, l'existence d'un ratio de liquidité applicable à ces derniers peut lui éviter de devoir le faire. Cela laisse du temps aux autorités pour résoudre la crise, et cela permet en outre de faciliter considérablement le choix des moyens appropriés pour le faire. Cependant, à partir du moment où l'on reconnaît que le rôle d'un ratio de liquidité des actifs consiste essentiellement à empêcher que la banque centrale soit contrainte de renflouer précipitamment les banques, le premier point de réflexion porte alors sur la composition et le ratio normal à imposer sur ces actifs. En particulier, les marchés privés, notamment des actifs adossés à des crédits hypothécaires, peuvent rapidement devenir illiquides et les marchés interbancaires s'assécher. Cela suggère qu'à ce titre, les actifs liquides devraient consister principalement en dette publique et représenter un montant suffisant pour satisfaire les besoins en liquidités pendant une période assez longue (disons 10 semaines) et permettre à la banque centrale de réagir à une crise généralisée de liquidité⁽²²⁾.

2.1.3 Autres propositions moins conventionnelles

Le noyau dur de la plupart des propositions de surveillance macroprudentielle consiste à renforcer les ratios de fonds propres et de liquidité. Or il est possible de développer ou d'ajuster ces propositions de diverses manières :

- Taxes pigouviennes
- Application à une base élargie d'intermédiaires systémiques
- Développement du nantissement

⁽²²⁾ Ce point soulève une question secondaire : faut-il limiter l'échéance de la dette publique à des niveaux que l'on peut considérer comme liquides ? J'estime que c'est inutile, pour les raisons suivantes :

- Toute dette est liquide au sens où elle est (quasiment toujours) négociable en grand volume à de faibles écarts cours vendeur/acheteur, sans que cela modifie grandement les prix pour le négociateur.
- Si le risque de taux d'intérêt n'augmente pas avec la durée, il peut être couvert de manière spécifique au moyen de swaps. C'est le risque de taux d'intérêt de l'ensemble du portefeuille de la banque qui importe, et pas celui de chaque élément composant ce dernier.
- Dès lors que l'on a confiance en la stabilité future des prix, comme au 19^{ème} siècle, les rendements longs ont tendance à fluctuer très peu lorsque les taux courts changent. Au 19^{ème} siècle au Royaume-Uni, les consols étaient largement considérés comme les actifs les plus liquides qu'une banque puisse détenir après les espèces.
- Tout seuil au-delà duquel une telle dette ne serait pas jugée liquide serait non seulement arbitraire, mais il provoquerait également une distorsion des marchés.

2.1.3.1. Taxes pigouviennes

Dans la mesure où les ratios de fonds propres et de liquidité contraignent les banques à réorienter leurs portefeuilles d'une manière selon laquelle elles ne procéderaient pas délibérément (auquel cas la réglementation serait superflue), ils représentent pour elles un coût supplémentaire. Un autre moyen d'inciter les banques à se comporter de manière plus responsable sur le plan systémique est de taxer les aspects de leur comportement susceptibles d'entraîner une crise systémique et l'utilisation de l'argent du contribuable⁽²³⁾, comme l'imposition de taxes croissantes avec la taille, l'intensité des interconnexions et certaines activités jugées plus risquées (ex. négociation pour compte propre). L'avantage évident d'une telle pratique est qu'elle ferait payer les banques à l'avance pour les coûts systémiques que le contribuable devra peut-être supporter par la suite. À cet égard, elle présente de nombreuses caractéristiques communes avec les différents programmes d'assurance américains.

Il serait toutefois très difficile d'estimer de manière équitable et efficace ces taxes pigouviennes. La plupart des propositions de taxation « ex ante » impliquent un simple prélèvement progressif ou au pro rata d'une grille de tailles, sans tentative sérieuse d'évaluer le risque systémique. Il est évidemment fort probable que ces taxes soient dénaturées et deviennent un moyen populiste de générer des recettes aux dépens des banques. À moins de les appliquer à l'échelle mondiale, comme dans le cas de la taxe Tobin, les opérateurs les éviteraient massivement en migrant.

Alors que ceux qui sont soumis aux ratios de fonds propres et de liquidité peuvent apprécier (et ils le font) la justification de telles obligations, une taxe qui a été nécessairement généralisée plutôt que d'être personnalisée en fonction d'externalités systémiques serait simplement perçue par les banques (et autres établissements) assujetties comme une attaque exorbitante. Ainsi, elle ferait d'autant plus l'objet d'une vaste évasion fiscale, que ce soit par le transfert géographique des activités d'intermédiation financière ou en restant dans le même pays, par le transfert des activités vers des intermédiaires non concernés par cette taxe.

Cela dit, vu le climat anti-banque actuel et après l'appel lancé par le Président Obama en janvier 2010 pour la mise en place d'une taxe « ex post » sur les banques américaines qui ont largement dépendu des marchés interbancaires, l'introduction (à l'échelle mondiale) d'une telle taxe semble quasi assurée. À une époque où le secteur public se finance plus difficilement et où les banques sont très impopulaires, une taxe qui pourrait aussi être justifiée comme un remboursement des crises précédentes financées par le contribuable, ou comme une protection contre la nécessité de recourir à nouveau à l'argent du contribuable à l'avenir, semble irrésistible. À part les États-Unis, la Suède a déjà introduit une telle taxe, l'Allemagne et le Royaume-Uni prévoient de le faire, et le FMI proposera en avril des manières de procéder. La question désormais n'est plus de savoir si une telle taxe sera mise en place, puisqu'elle le sera, mais plutôt quelle forme elle prendra et quelles seront les conséquences de son introduction.

2.1.3.2. Une base élargie ?

L'objectif de l'introduction de ratios renforcés de fonds propres et de liquidité sur les banques est de réduire le type de risque systémique dont les économies ont déjà souffert. Mais la faillite d'intermédiaires financiers autres que des banques peut aussi avoir des implications systémiques. Aux États-Unis en effet, les problèmes ont concerné principalement les établissements non bancaires, comme les maisons de courtage/négociation tels que Lehman Brothers et Bear Stearns

⁽²³⁾ NB : remarquons que l'imposition de taxes « ex post », c'est-à-dire une fois la crise passée, sur les banques survivantes n'aura pas un effet aussi bénéfique et présentera d'ailleurs d'autres inconvénients.

(bien que les deux sociétés survivantes de cette catégorie soient aujourd'hui devenues des banques), les compagnies d'assurance telles qu'AIG, les rehausseurs de crédit, les institutions financières spécialisées d'intérêt public Fannie Mae et Freddie Mac, ou encore les fonds monétaires (comme le Reserve Primary Fund après la faillite de Lehman Brothers).

Une approche qui sera peut-être plus explicite aux États-Unis qu'en Europe avec la loi Dodd-Frank Act de juillet 2010, consiste à désigner un groupe d'intermédiaires financiers comme étant systémiques, et de leur appliquer la réglementation macroprudentielle. Mais comment définir ou calibrer les établissements entrant dans cette catégorie ? Et celle-ci ne serait-elle pas soumise à un changement constant en fonction des conditions, de l'innovation, etc. ? Au moins la ligne d'analyse aux États-Unis est-elle rationnelle, tandis qu'en Europe, les propositions d'expansion de la réglementation (macroprudentielle) au-delà du système bancaire semblent être davantage liées à la popularité politique des établissements concernés qu'à leur capacité de déclencher une crise systémique. Ainsi, la principale idée en Europe est d'étendre les contrôles réglementaires aux fonds spéculatifs et au fonds de capital-investissement, dont la capacité à engendrer une faillite systémique est limitée (malgré le cas LTCM), tandis que l'intérêt pour les compagnies d'assurance (et réassureurs) et les fonds communs de placement est nettement moindre.

2.1.3.3. Développement du nantissement

D'une certaine manière, les ratios de fonds propres et de liquidité sont une sorte de nantissement. Plus la banque accroît la taille de son portefeuille, plus elle doit posséder une marge de garantie supplémentaire sous forme de fonds propres et de liquidités. Ce concept de nantissement peut être étendu à d'autres secteurs financiers. Par exemple et en particulier, sur le marché immobilier, on pourrait appliquer des ratios maximums ou variables de prêt/valeur ou de prêt/revenu. La même approche peut aussi être appliquée au financement de positions sur actions et en principe, à un vaste éventail de marchés financiers.

Le problème général lié à l'exigence de garanties supplémentaires est que l'argent et les finances sont fongibles, tant et si bien qu'il y a généralement plusieurs moyens de parvenir à une position financière souhaitée, par exemple en s'adressant à un prêteur non contrôlé (et peut-être étranger). Bien sûr, si le principal objectif est d'empêcher que le prêteur (et non l'emprunteur) à dimension nationale s'engage dans une position soi-disant dangereuse, la capacité de l'emprunteur à se refinancer auprès d'une source incontrôlée peut ne pas être si préoccupante. En revanche, si le but est d'empêcher que l'emprunteur ne prenne des engagements financiers impossibles à tenir, alors le mécanisme habituel de soutien consiste à supprimer toute protection juridique contre le défaut pour un prêteur qui n'aurait pas respecté les garanties exigées.

Outre les propositions d'étendre les ratios de fonds propres et liquidité, plusieurs idées plus radicales ont été avancées pour modifier la structure de fonctionnement des banques et peut-être d'autres intermédiaires financiers, d'une manière qui les rendraient moins exposés à un effondrement systémique. Parmi ces propositions, citons :

- La suppression ou la réduction de l'abattement fiscal (le coin fiscal) sur les taux d'intérêt, comme pour le paiement des intérêts sur les crédits hypothécaires souscrits par les particuliers au Royaume-Uni. Cette proposition aurait reçu un accueil favorable du chancelier de l'Échiquier britannique George Osborne, mais serait difficile à mettre en place unilatéralement sans engendrer de problèmes de compétitivité internationale. Pour autant que je sache, elle n'a pas été largement promue hors du Royaume-Uni.
- La modification ou l'ajustement de la limite de responsabilité sur certaines opérations financières ou certains agents financiers. Par exemple, certaines activités d'intermédiation

comme les fonds spéculatifs ou la négociation pour compte propre pourraient n'être réalisées que dans le cadre d'un partenariat. Il peut aussi être envisagé que certaines catégories de dirigeants financiers, comme les administrateurs ou hauts dirigeants de banques par exemple, endossent une responsabilité supplémentaire correspondant à n fois la valeur nominale d'une action de leur propre société, responsabilité qui serait maintenue x années après avoir quitté la banque. Dans les pages d'opinion du Financial Times du 6 janvier 2010, Neil Record proposait de soumettre les primes versées aux banquiers les mieux rémunérés à une clause de reprise. Parallèlement à d'autres difficultés, la complexité (juridique) d'une telle pratique est toutefois telle qu'elle a reçu peu de soutien malgré l'existence d'arguments en sa faveur.

- Plusieurs méthodes de contrôle et de limitation de la rémunération des hauts dirigeants (par ex. le rapport Walker, 2009). Cette question se retrouve cependant enchevêtrée dans bien d'autres questions politiques et populistes, et même peut-être tellement sans rapport avec le sujet de la réglementation macroprudentielle que nous ne l'approfondirons pas ici.

2.2. Problèmes génériques liés à la réglementation macroprudentielle

La mesure (du risque systémique principalement) et le calibrage (des instruments macroprudentiels) présentent des problèmes majeurs car il est toujours extrêmement difficile d'évaluer le risque systémique. La plupart des systèmes d'alerte en amont s'avèrent relativement inutiles dès qu'ils sont appliqués hors échantillon, car dans la mesure où un problème systémique peut être prédit, les agents prendront des mesures pour compenser et donc prévenir son occurrence. Quasiment par définition, seule une petite minorité d'observateurs est en mesure de prédire les crises financières. À mon avis, Claudio Borio et ses collègues (2002, 2004 et 2009) sont ceux qui ont produit à la BRI les meilleurs travaux sur les conditions préalables à une crise financière, en se focalisant sur deux principaux facteurs : l'expansion exceptionnelle du crédit (bancaire) et des niveaux et taux de croissance exceptionnellement élevés des prix de l'immobilier.

Maintenant que l'on a une vague idée de la probabilité de défaillance individuelle ou de crise systémique, quelle est la capacité (marginale) des ratios de fonds propres ou de liquidité supérieurs d'empêcher un tel événement ? Des travaux ont déjà été lancés sur le sujet des fonds propres et s'attachent à examiner l'incidence ces événements extrêmes de queue de distribution, et la « perte marginale » en résultant, comme ceux développés par Acharya et al., (2009) de l'université de New York, mais ils n'en sont qu'à leurs prémices. Comme Hellwig le rappelle (1995 et avec Blum, 2008), aucune analyse véritable n'a été menée sur les exigences adéquates de fonds propres sur le plan quantitatif, et l'analyse du besoin de liquidité (voir la section précédente) est probablement encore plus rudimentaire.

Dans de telles circonstances, les ratios requis sont généralement choisis à partir d'une règle générale, par exemple pour s'aligner sur les ratios déjà appliqués en moyenne ou sur ceux des banques dont les performances ont paru les meilleures. Par ailleurs, on accorde une attention très limitée, voire nulle, au fait que l'impact du ratio réglementaire exigé dépende des sanctions imposées (du moins de leur barème) en cas de non-respect. Compte tenu du chiffre (généralement) arbitraire choisi, l'exercice probablement le plus important de la définition de cette réglementation consiste à définir la structure de sanctions de la manière la plus juste possible, et c'est une tentative qui se produit trop rarement.

En attendant, suite à la pire crise financière depuis 75 ans, et compte tenu de l'aide limitée des économistes, les régulateurs en appellent à relever considérablement les ratios de fonds propres et de liquidité, notamment dans certains domaines comme les portefeuilles de négociation.

En conséquence, les coûts de l'intermédiation bancaire vont augmenter. La prétendue compensation (Modigliani-Miller) liée aux coûts d'endettement inférieurs (du fait du recul du risque de crédit) ne fonctionnera pas dans la mesure où les déposants étaient déjà intégralement assurés. Et dans les cas où ils ne l'étaient pas, cet effet pourrait bien être annulé par la réévaluation des risques inhérents aux banques. Il est à mon avis improbable que le durcissement de la réglementation contribue à réduire sensiblement les primes de risque sur le financement interbancaire dans un avenir prochain. Bien sûr, ces nouvelles exigences réglementaires vont être introduites après une période de transition mais les banquiers étant tournés vers l'avenir, ces propositions jetteront une ombre sur les perspectives.

La conséquence quasi inévitable sera un élargissement des spreads entre les taux de dépôt et les taux de prêt (ce spread étant une mesure du coût d'intermédiation), et une réduction sensible de la part de l'intermédiation bancaire dans l'intermédiation financière globale. Après tout, l'une des ambitions du durcissement de la réglementation est de réduire l'ampleur d'un système bancaire hypertrophié, et de rendre la partie restante plus sûre (et plus ennuyeuse) et plus petite.

Est-ce une bonne ou une mauvaise chose de réduire le secteur bancaire par rapport au système financier global ? En réalité, nous ne le savons pas, et nous venons à peine de nous poser la question. Il est peu probable que cela ait une grande incidence sur le secteur public ou pour les grandes sociétés privées, puisqu'ils peuvent tous deux accéder directement au marché des capitaux. Et cela aura peut-être un impact moins marqué sur les pays anglo-saxons, dont les marchés de capitaux sont plus sophistiqués que dans la zone euro où les opérateurs s'appuient davantage sur des services bancaires sur mesure. Il est ironique de constater que la plupart des pressions exercées pour durcir la réglementation viennent des pays de la zone euro alors que ce sont justement leurs propres systèmes qui en pâtiront le plus. La forte contraction des prêts et dépôts bancaires en zone euro observée début 2010 est peut-être le signe avant-coureur de cette évolution.

La principale préoccupation porte sur l'opportunité d'emprunt des ménages et PME. La plupart des financements immobiliers et des prêts accordés aux PME ont émané des banques, et la majorité demeurait dans les portefeuilles de ces dernières (actifs détenus jusqu'à leur échéance). Pour les ménages, l'accélération de l'expansion du crédit et de la croissance des dépôts ces dernières années a engendré l'augmentation des financements interbancaires (y compris les structures ad hoc hors bilan) et de la titrisation (modèle « originate to distribute »). La tendance s'est récemment inversée dans les deux canaux. Si ces activités (notamment la titrisation) ne peuvent être ravivées, la disponibilité des financements aux ménages et PME dépendra de ce que la croissance naturelle des dépôts peut fournir (sachant que les taux des dépôts seront bas pour maintenir la rentabilité des banques), ce qui sera sans doute assez problématique. En tout cas, il est impossible de prédire la manière donc cette situation évoluera et sera résolue.

Une autre conséquence possible du durcissement de la réglementation serait d'entraîner des majorations contracycliques en période d'expansion. Le but est qu'elles soient modérées au cours des phases baissières, mais de nombreux banquiers sont sceptiques sur le fait que les ratios effectifs puissent être sensiblement revus à la baisse lors d'une crise. Une phase descendante contribue à alimenter l'aversion au risque et la perception des risques. Même si les régulateurs réduisaient les ratios requis à un tel moment, est-ce que le marché, les agences de notation, etc., seraient prêts à admettre que les banques en profitent pour réduire leurs ratios réels ? Nombreux sont les banquiers qui doutent que les réglementations soi-disant contracycliques et variables dans le temps et en fonction de l'état de l'économie fonctionneraient réellement comme cela en pratique. Ils considèrent ces propositions comme un moyen d'augmenter ces ratios en période de vaches grasses, tandis que les forces du marché maintiendront les ratios réels à un niveau élevé

lorsque les choses iront mal. Ils soupçonnent donc qu'en pratique, les mesures soi-disant contracycliques ne soient qu'un moyen supplémentaire pour relever les ratios de fonds propres et de liquidité tout au long du cycle.

Un tel durcissement généralisé de la réglementation contribuera bien sûr à exacerber le problème de la frontière entre réglementé et non réglementé. Plus les contraintes seront rigoureuses sur les activités réglementées, plus la motivation de s'engager dans des activités non réglementées sera forte. Et plus l'attention sera canalisée sur les banques, plus leurs activités seront limitées (ex. narrow banking), plus cela encouragera l'intermédiation ailleurs et plus il sera probable que la prochaine crise touche le secteur non réglementé, qui aura été artificiellement promu.

La tentation existe bien sûr d'étendre la réglementation à encore plus de domaines du système financier, mais où fixer la limite ? Comme le principal objectif est d'empêcher un effondrement systémique, la réponse consiste sans doute à inclure dans cette réglementation tous les établissements financiers (y compris les établissements d'infrastructure des marchés comme les chambres de compensation centralisées) dont la faillite pourrait avoir des conséquences systémiques. Ainsi, l'idée générale actuelle est d'avoir un système réglementaire distinct pour les établissements systémiques et un régime allégé pour les établissements non systémiques.

Mais si ces propositions sont largement mises en avant et approuvées, il y a bien peu d'analyses sur la manière de déterminer l'ampleur de la nature systémique d'un établissement. Le mieux serait encore d'évaluer à quel point le changement de positionnement d'une banque sur le marché peut avoir un effet sur les positions des autres banques (un domaine qui a été étudié par Brunnermeier et Pedersen (2009), Adrian et Brunnermeier (2009), 'CoVaR'; Acharya, et al., 'Measuring Systemic Risk', (2010), 'Systemic Expected Shortfall', et Segoviano (et Goodhart) (2006, 2009 et 2010), 'CIMDO'. Voir également le Rapport sur la stabilité financière dans le monde du FMI, avril 2009, chapitre 3).

De plus, la mesure dans laquelle un établissement a un effet systémique n'est pas constante et varie dans le temps et selon les pays. Peut-être que l'une des plus grandes faiblesses des propositions actuelles est qu'elles dépendent souvent de la capacité à distinguer une catégorie d'« établissements financiers systémiques ». Pourtant, rien ne permet actuellement de définir une telle catégorie, voire de tracer les contours des (facteurs) caractéristiques qui formeraient la base d'une telle définition. De la même manière, rien ne permet de garantir que la catégorie des établissements financiers systémiques sera constante dans le temps ou qu'elle ne sera pas affectée par la conjoncture.

Il est bien entendu possible d'identifier raisonnablement les extrêmes, c'est-à-dire les établissements qui sont tellement grands, centraux et interconnectés que leur faillite pourrait faire des ravages autour d'eux, et ceux qui sont tout aussi petits, singuliers et spéciaux que leur faillite passerait inaperçue. Entre les deux cas cependant, il y a une zone d'ombre vaste (et changeante). Comment tracer une ligne au milieu ? Et avec une démarcation aussi arbitraire, comme justifier les différents régimes réglementaires qui dépendent du hasard dans le tracé de cette ligne ? Par ailleurs, la publication de la division entre les établissements systémiques et non systémiques et des critères choisis pour procéder à cette division pourrait inciter les agents à transférer leur activité d'un côté ou de l'autre de la ligne (en fonction de là où les intérêts sont préférables). Et si le traitement réservé aux établissements de chaque côté de la ligne de démarcation devait être différent, les autorités pourraient-elles tenir secret la liste et les critères choisis ? Compte tenu des bienfaits généraux de la transparence, et de la nécessité de responsabiliser, pourront-elles choisir ou être autorisées à garder le secret dans tous les cas ?

Par ailleurs, tous les aspects réglementaires mentionnés plus haut reposent implicitement sur l'hypothèse d'une économie fermée avec un seul gouvernement et une structure juridique unique, voire au mieux avec quelques organismes régulateurs et de surveillance soumis à certains mécanismes de coordination. Cela dit, le problème de réglementation le plus insoluble est que quasiment tous les établissements systémiques ont une présence internationale significative. Ils sont « internationaux dans leurs activités, mais nationaux dans leur disparition ». Les systèmes juridiques, notamment les procédures en cas d'insolvabilité et la loi sur les faillites, diffèrent d'un pays à l'autre, ce qui complique considérablement la résolution des crises. La faillite de Lehman Brothers est un bon exemple. Il s'agit toutefois d'un sujet vaste, et Richard Herring et moi-même avons récemment écrit un article pour suggérer une voie à suivre (Avgouleas, Goodhart et Schoenmaker, 'Living Wills as a Catalyst for Action', janvier 2010 ; et Herring, 'Wind-Down Plans as an Alternative to Bailouts: The Cross-Border Challenge', 2010), si bien que je ne m'étendrai pas sur ce point ici.

Même si nous esquivons la question du franchissement des frontières, le vaste éventail de problèmes soulevés par les propositions de réglementation macroprudentielle n'en demeure pas moins formidable. Et c'est sans parler de l'aversion générale de nombreux cercles (américains) à l'égard de l'intervention publique. « La réglementation est statique, tandis que les marchés sont dynamiques ». Il faut énormément de temps pour se mettre d'accord et introduire une réglementation. Et le temps qu'elle soit mise en œuvre, les établissements réglementés auront trouvé des moyens de la contourner. Comparés aux agents du marché, les régulateurs et autres autorités de surveillance sont des bureaucrates relativement mal payés, qui n'ont pas de contacts directs avec les pratiques et les réalités du marché. Enfin, toute tentative d'imposer une réglementation différente d'un pays à l'autre, à des fins contracycliques par exemple, pourrait aller à l'encontre du principe d'égalité, de sorte que l'intermédiation sera transférée à l'étranger, bien qu'il existe des moyens d'atténuer cet effet.

Conclusion

Il est nécessaire d'introduire des instruments macroprudentiels contracycliques. Cela dit, cet exercice sera difficile et son succès loin d'être garanti. Au moins le Comité de Bâle, et dans une moindre mesure la Commission européenne, se dirigent désormais dans la bonne direction. Espérons qu'avec le CERS, ils parviendront à améliorer sensiblement les conditions pour parvenir à la stabilité financière.

Références bibliographiques

Acharya, V., Pedersen, L.H., Philippon, T., and M. Richardson, (2010), 'Measuring Systemic Risk', Stern School of Business, New York University, work in progress.

Acharya, V., and M. Richardson, (eds), (2009), Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey.

Adrian, T., and M.K. Brunnermeier, (2008), 'CoVaR', Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, 348, September.

Avgouleas, E., Goodhart, C., and D. Schoenmaker, (2010), 'Living Wills as a Catalyst for Action', work in progress, contact Dirk Schoenmaker at dirk.schoenmaker@duisbergsschooloffinance.com.

Blum, J., and M. Hellwig, (1995), 'The Macroeconomic Implications of Capital Adequacy Requirements for Banks', European Economic Review 39, pp 739-749.

Borio, C., and M. Drehmann, (2009), 'Towards an operational framework for financial stability: "fuzzy" measurement and its consequences', BIS Working Paper 284.

- Borio, C., and P. Lowe, (2002), 'Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus', BIS Working Paper 114.
- Borio, C., and P. Lowe, (2004), 'Securing sustainable price stability: should credit come back from the wilderness?', BIS Working Paper 157.
- Brunnermeier, M., Crockett, A., Goodhart, C., Persaud, A.D. and H. Shin (2009), The Fundamental Principles of Financial Regulation, Geneva Reports on the World Economy 11, Geneva: International Center for Monetary and Banking Studies, ICMB, and Centre for Economic Policy Research, CEPR.
- Brunnermeier, M.K. and L.H. Pedersen, (2009), 'Market Liquidity and Funding Liquidity', Review of Financial Stability, 22(6).
- Buiter, W.H., (2008), 'Central banks and financial crises', Financial Markets Group, Discussion Paper 619, London School of Economics, London, UK.
- Cecchetti, S.G., Genberg, H., Lipsky, J. and S. Wadhvani, (2000), 'Asset Prices and Central Bank Policy', Geneva Reports on the World Economy, International Center for Monetary and Banking Studies and Centre for Economic Policy Research, 2.
- Hellwig, M., (2008), 'Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis', Max Planck Institute for Research on Collective Goods, November.
- Herring, R.J., (2010), 'Wind-Down Plans as an Alternative to Bailouts: The Cross-Border Challenge', Wharton Financial Institutions Center, The Wharton School, University of Pennsylvania, see <http://fic.wharton.upenn.edu/fic/papers/10/10-08.pdf>.
- International Monetary Fund, (2009), 'Detecting Systemic Risk', Chapter 3, in 'Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risks', Global Financial Stability Report, April.
- King, M., (2009), Speech by M. King, Governor of the Bank of England, at the Lord Mayor's Banquet, before Bankers and Merchants of the City of London at the Mansion House, London, 17 June 2009.
- Minsky, H.P., (1977), 'A Theory of Systemic Fragility', in E.I. Altman and A.W. Sametz (Eds), Financial Crises, Wiley, New York.
- Minsky, H.P., (1982), Can "It" Happen Again? Essays on Instability and Finance, (Armonk, NY: M.E. Sharpe, Inc.).
- Minsky, H.P., (1986), Stabilizing an Unstable Economy, Yale University Press, New Haven.
- Record, N., (2010), 'How to make the bankers share the losses', Financial Times, 6 January.
- Rogoff, Kenneth, (1985), 'The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target,' The Quarterly Journal of Economics, MIT Press, vol. 100(4), pp 1169-89, November.
- Segoviano, M., (2006), 'Consistent Information Multivariate Density Optimizing Methodology', Financial Markets Group Discussion Paper No. 557, (London: London School of Economics).
- Segoviano, M., (forthcoming), 'The CIMDO-Copula. Robust Estimation of Default Dependence under Data Restrictions', IMF Working Paper, (Washington: International Monetary Fund).
- Segoviano, M. and C. Goodhart, (2009), 'Banking Stability Measures', IMF Working Paper 09/04, (Washington: International Monetary Fund).
- Vardoulakis, A.P., Goodhart, C.A.E, and D.P. Tsomocos, (2010), 'Minsky's Financial Instability Hypothesis Revisited', Financial Markets Group Working Paper, London School of Economics, work in progress.
- Walker, D., (2009), 'A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities – Final recommendations', in http://www.hm-treasury.gov.uk/d/walker_review_261109.pdf.
- Wellink, N., (2010), 'A new regulatory landscape', remarks of Nout Wellink, Chairman of the Basel Committee on Banking Supervision and President of De Nederlandsche Bank at the 16th International Conference of Banking Supervision, Singapore, 22 September.

Complément C

Coopération et stabilité financière

Interview de Tommaso Padoa-Schioppa

Jézabel Couppey-Soubeyran (JCS) : La crise a-t-elle révélé des problèmes de coordination entre banques centrales ainsi qu'entre banques centrales et autorités de supervision bancaire et financière ?

Tommaso Padoa-Schioppa (TPS) : De mon expérience passée, par exemple à la Banque centrale européenne (BCE), j'ai pu constater que la perception que l'on a à l'extérieur ne correspond pas souvent à la réalité et elle peut apparaître meilleure ou moins bonne selon les cas. En général, la coordination-coopération entre banques centrales dans le monde a été jusqu'à récemment une question de coopération entre la Federal Reserve, la BCE, la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon. Je ne connais pas de cas dans lesquels il y a eu des conflits ouverts. À l'intérieur de la zone euro, où une coopération entre banques centrales est nécessaire dans plusieurs domaines autres que la politique monétaire, c'est surtout à propos de la stabilité et de la situation individuelle des banques – ce qui rejoint le problème de coopération entre autorités de supervision –, que la crise a révélé une coopération insuffisante entre pays et même entre les différentes autorités à l'intérieur d'un pays. Les autorités de supervision et même les banques centrales n'ont pas été mutuellement transparentes. Si une Banque centrale avait des difficultés avec un de « ses » établissements bancaires, elle était très réticente à partager l'information avec d'autres autorités ou banques centrales d'autres pays, même à l'intérieur de la zone euro. Et là où l'autorité de supervision n'est pas la Banque centrale, comme au Royaume-Uni, la coopération entre la Banque centrale et le superviseur n'est jamais aussi poussée qu'elle devrait l'être ! La preuve en est la remise en question, au Royaume-Uni même, de la formule « FSA » (*Financial Services Authority*, autorité de supervision unique pour l'ensemble du secteur financier).

JCS : Juste un point sur le plan de la politique monétaire, avez-vous le sentiment que, avant la crise, l'action de la BCE, de la FED, de la BoJ et de la Banque d'Angleterre était un peu coordonnée ou bien n'y avait-il aucune raison pour qu'elle le soit ?

TPS : Sous un régime de taux de change flottants, on croit que c'est le marché qui fait la coordination en fixant ce taux ; malgré l'existence d'une communication entre les gouverneurs, on ne croit pas devoir coordonner les mouvements des taux. J'ai des fortes réserves sur la validité de cette doctrine, mais c'est bien là la doctrine qui régit le système actuel.

JCS : C'est donc en période de crise que cette coordination s'impose tant que le choc est commun ?

TPS : Oui, c'est en période de crise. Face à une chute rapide de l'activité économique, les banques centrales réagissent plus ou moins toutes de la même manière, sans avoir besoin de se coordonner explicitement.

JCS : Concernant la remise en question du modèle FSA au Royaume-Uni, pensez-vous que ce soit la nature intégrée du dispositif qui est remise en question ou bien s'agit-il exclusivement d'un problème de coordination entre la FSA et la Banque d'Angleterre ?

TPS : Il y a deux aspects à considérer dans le choix d'un modèle de supervision : d'une part la question de savoir si l'on confie la supervision à une autorité unique plutôt qu'à des autorités séparées et, d'autre part, le choix de confier la supervision à la Banque centrale ou à une autorité autre que la Banque centrale. Avec la création de la FSA, le Royaume-Uni a opté pour une autorité unique *et* indépendante de la Banque centrale. Une seule autorité hors de la Banque centrale. Personnellement, je n'ai jamais partagé ce double choix (et j'ai expliqué pourquoi dans mes écrits), pour deux raisons : parce qu'une seule autorité signifie que la même autorité prend en charge à la fois la stabilité et la transparence. Or, la stabilité et la transparence n'impliquent pas toujours les mêmes orientations. Quand il y a un problème de stabilité, les autorités de supervision souhaitent très souvent le résoudre dans l'opacité, pour éviter que le marché s'alarme. C'est la raison pour laquelle j'ai – dès les années quatre-vingt – proposé une formule (qui a été ensuite appelée *twin peaks*), qui prévoit une autorité pour la stabilité et une autre pour la transparence. Cette distinction est encore plus nécessaire quand cette autorité unique est en charge de la protection des consommateurs, qui est une tâche « micro-micro » prudentielle dévolue au soutien de l'épargnant individuel, évidemment très sensible électoralement. Si on a cette tâche en liste, on s'y consacre en priorité. C'est ce que la FSA a fait.

JCS : Vous pensez que la tâche de la protection des consommateurs tendait à prendre le dessus au Royaume-Uni ?

TPS : Oui et ils le disent eux-mêmes.

JCS : Bruno Deletré, inspecteur des Finances, à qui le Président Sarkozy avait commandé un rapport qui, en partie, est à l'origine du rapprochement entre la Commission bancaire et l'Autorité de contrôle des assurances et des mutuelles en France, donnant naissance à l'ACP, soutenait plutôt l'inverse : lorsqu'on confie la transparence, qu'il appelle aussi le conduct of business, à l'autorité en charge de la supervision prudentielle, alors le conduct of business, passe nécessairement au second plan.

TPS : On peut dire ceci aujourd'hui parce qu'il y a eu une crise énorme qui a remis la stabilité au centre des préoccupations de toutes les autorités publiques. Je ne sais pas si on aurait dit la même chose avant la crise. De toute manière, les opinions ne coïncident pas toutes forcément. Je peux vous dire que j'étais en relation étroite avec certains présidents de la FSA, qui, eux-mêmes, disaient que trop de ressources étaient allouées à la transparence et à la protection des consommateurs. C'est la première chose. La deuxième, c'est le choix qui a été fait de mettre tout ceci hors de la Banque d'Angleterre. Là aussi, je ne suis pas convaincu de ce choix parce que, lorsque le contrôle des banques est confié à la Banque centrale, il y a le grand avantage que le superviseur est lui-même une banque ; il connaît donc les banques en tant que telles : il travaille avec elles, il a une relation de *business* avec elles, il fait fonctionner le système des paiements ; il a une vision de la situation réelle et les banques s'expriment vis-à-vis de lui comme dans un dialogue entre collègues, ce qui n'est pas possible lorsque le superviseur est une agence extérieure.

JCS : La crise a-t-elle renforcé ou, au contraire, rendu plus difficile la coopération internationale des États ?

TPS : À mon avis, elle a réduit la coopération internationale et, en même temps, elle a montré que cette dernière aurait dû se renforcer. On assiste, en effet, à deux tendances opposées : l'une est la re-nationalisation de plusieurs aspects de la supervision qui étaient auparavant devenus internationaux ; l'autre est l'effort de renforcement de la coopération, très fortement exhibé dans les médias, avec les réunions internationales et le G20. Laquelle des deux tendances va prévaloir ?

Après la vague de réformes, encore en préparation, le système d'après-crise sera-t-il plus ou moins convergent sur le plan international ? C'est une question qui reste ouverte.

JCS : *Pensez-vous que ces réformes soient véritablement conduites à une échelle internationale ou que celles-ci devraient plutôt venir d'initiatives nationales, notamment au plan institutionnel ?*

TPS : Il y a deux facteurs qui poussent vers la fragmentation : l'un est que les autorités de contrôle essaient de soigner leurs malades sans en parler aux autres hôpitaux ; l'autre est que les pressions de l'opinion publique et même de la classe politique à la réforme sont nationales, selon des calendriers nationaux, et n'attendent pas que soit conclu un accord international, comme on l'a vu aux États-Unis ou au Royaume-Uni.

JCS : *Venons-en à la coopération en tant que mode de gouvernance. La coopération constitue-t-elle un mode de gouvernance viable ? Est-ce que cela ne conduit pas, finalement, à la mise en place de règles extrêmement limitées parce qu'il faut mettre tout le monde d'accord ?*

TPS : Pour avoir une gouvernance, il faut évidemment une *coopération*. Il n'y aurait pas une Constitution française, s'il n'y avait pas eu une coopération entre les Français pour avoir une Constitution commune. Donc, la coopération – c'est-à-dire la volonté de vivre ensemble et de régler ses problèmes par d'autres moyens que par la force et l'armée – est indispensable. C'est un concept qui fait partie de la notion même de la gouvernance. Mais, au-delà de cette base, on peut avoir une gouvernance fondée sur le principe de la coopération, ou bien une gouvernance fondée sur le principe de décisions communes prises à la majorité si nécessaire et qui s'imposent à tout le monde.

- la première voie est une voie dans laquelle une action commune ne se fait que lorsque tout le monde est d'accord. C'est en effet une *coordination* car il n'y a pas un seul acteur de gouvernance mais plusieurs qui essaient de se concerter. C'est le cas dans beaucoup de domaines, mais ce n'est pas le cas de la BCE, sauf en matière de supervision financière ;
- l'alternative est d'avoir une autorité avec un organe collégial, au sein duquel il y aura bien sûr des désaccords et des débats, mais qui prendra à la fin des décisions par un vote.

Pour moi, la première formule, que l'on appelle *coordination*, est inefficace ou vouée à l'inefficacité chaque fois qu'il y aura désaccord, ce qui est bien souvent le cas. La deuxième formule est une formule forte, efficace, mais qui suppose que les pays acceptent de se conformer à une décision commune, même quand ils ont été minorisés dans un vote, ce qui toutefois est refusé par la plupart.

Mais ce n'est pas non plus une solution complètement utopique : elle existe, par exemple, au Fonds monétaire international, où les décisions sont prises ainsi. C'est vrai que les États-Unis ont un quota qui leur assure *de facto* un droit de *veto* dont ils n'ont toutefois jamais vraiment fait usage. Quand on sait que, à la fin, il y aura un vote, on finit par trouver l'accord ; mais quand on sait que, à la fin, il y aura un *veto*, on ne le cherche même pas. La coopération, quant à elle, n'est qu'un préalable.

JCS : *Est-ce que cela implique d'évoluer vers de nouvelles règles de décision ou vers la mise en place de nouvelles institutions ?*

TPS : Oui. Au Comité de Bâle, Monsieur McDonough, un de ses présidents qui a été l'un de mes successeurs, avait proposé de décider à la majorité car il avait du mal à trouver un accord. Cela fait des milliers d'années que l'on a découvert que la seule méthode est de décider à la majorité. Ce n'est pas une découverte de la technologie moderne !

JCS : *Est-ce à dire que changer les règles de décision au sein des institutions existantes serait suffisant pour aboutir à des règles communes ?*

TPS : Non, pas suffisant, mais, selon moi, indispensable. Il faut une base de droit. La coopération du G20 est largement illusoire parce qu'elle est laissée au hasard de la bonne volonté. Je ne dis pas

que cela ne marche jamais, mais je peux vous citer nombre de cas (comme, par exemple, le CEBS, le Comité européen des superviseurs bancaires) où des positions communes ont été préalablement adoptées, sans être ensuite exposées comme telles au G20, où chaque pays européen – qui avait pourtant souscrit à la position commune – a parlé, finalement en son propre nom, entraînant la cacophonie habituelle. D’ailleurs, le G20 n’a ni base juridique, ni secrétariat. Le FMI fonctionne tout autrement. Il y a un traité, un bilan ainsi qu’un corps de fonctionnaires dévoués à la mission du Fonds.

JCS : Pour réaliser ce changement institutionnel ou constitutionnel que vous défendez, faudra-t-il créer de nouvelles instances de supervision ou simplement transformer celles qui existent ?

TPS : Il faut essayer de transformer celles qui existent. On peut imaginer une approche évolutive. Mais il faut que l’on fasse le saut qui se fait quand le droit de *veto* disparaît, comme on l’a dit précédemment. Parce que le secret d’une décision commune, c’est d’être une décision qui peut se prendre même en cas de désaccord.

JCS : Il y a un obstacle majeur à tout cela, c’est la souveraineté des États et leur opiniâtreté à n’en abandonner aucune part. Les États-nation doivent-ils se résoudre à renoncer à une partie de leurs pouvoirs ?

TPS : Le pouvoir auquel on demande aux États-nation de renoncer est en réalité un pouvoir qu’ils ont déjà perdu. Il s’agit de le récupérer. Parce que, par définition, les questions communes qui appellent une décision de gouvernance mondiale, continentale, sont des décisions qui concernent des matières qui excèdent le pouvoir de contrôle d’un État-nation. Par exemple, on ne peut pas contrôler la pollution mondiale à partir d’un seul État, la stabilité financière globale non plus, ni la navigation aérienne. Donc, il ne s’agit pas de renoncer à une souveraineté nationale mais il s’agit de reconnaître que l’État-nation est devenu trop petit pour résoudre certains problèmes. Il y a sur la planète presque deux cents États qui se disent souverains, mais il y a un seul problème de changement climatique, de stabilité financière, de navigation aérienne, etc. Si souveraineté signifie maîtrise d’un problème, alors il s’agit de regagner la maîtrise du problème au niveau où cette maîtrise est possible.

JCS : Quoi qu’il en soit, les États vont devoir composer entre eux et avec de grandes instances de coopération dans différents domaines – en particulier dans celui de la supervision financière –, qui vont avoir une certaine indépendance à leur égard. Cette indépendance est-elle problématique pour les États ?

TPS : Avant la crise, on pensait que la supervision était la mission d’une agence qui devait garder un degré élevé d’indépendance ; mais la crise a changé cela. Je crois qu’elle a remis les Parlements et les pouvoirs exécutifs dans le circuit de la poursuite de la stabilité financière. D’abord, parce qu’il faut bien dire que les autorités de supervision n’ont pas supervisé. En outre, parce qu’il est bien nécessaire, de temps en temps, que les pouvoirs publics regardent si l’agence indépendante a bien rempli sa mission. Cela ne signifie pas lui donner des ordres mais lui demander de rendre des comptes.

Et j’ajouterais un autre facteur. Si, quand il s’agit d’intervenir avec la liquidité, c’est encore le domaine de la Banque centrale qui agit en toute indépendance, quand on intervient pour faire du sauvetage, c’est l’argent du contribuable qui est en cause, donc ce sont les pouvoirs exécutifs et législatifs qui entrent en jeu. Certaines institutions passent de la propriété privée à la propriété publique. L’État « propriétaire » élargit alors son périmètre. Tout cela ne signifie pas du tout, à mon avis, que le principe de l’indépendance des banques centrales et des autorités de supervision soit un principe erroné à abandonner. Je peux imaginer que certains quartiers ministériels ou politiques le souhaitent et saisissent l’occasion pour essayer de le faire. Mais, à mon avis, ce serait tirer une conclusion erronée de la crise. C’est comme lorsque l’on dit que la guerre est une chose trop

sérieuse pour être confiée aux généraux, alors que les opérations sur le terrain doivent être guidées par des militaires car ce n'est pas un député qui va descendre dans les champs de bataille pour organiser le mouvement des troupes. Faire la guerre est une décision politique. Dans aucun pays au monde, même ceux où le pouvoir exécutif est le plus fort, les civils ne sont chargés de la conduite des opérations militaires de guerre à la place des capitaines, colonels ou généraux. En somme, il y a toujours un domaine où l'indépendance est indispensable. Parce qu'est-ce que c'est là où la tâche, en gros politique, s'est traduite en opérations techniques et la technique doit être maîtrisée par des spécialistes qui ont une mission et qui doivent être libres de décider du meilleur moment pour un changement de taux.

JCS : En matière de supervision, vous venez de le dire, le droit de regard des Parlements, des pouvoirs exécutifs et législatifs s'est accentué sur les autorités de surveillance qui, dans une certaine mesure, ont un peu failli dans leur tâche. Mais en matière de finances publiques, n'a-t-on pas le sentiment qu'à l'inverse les banques centrales essaient d'influencer l'action des États, sinon de leur faire des recommandations ?

TPS : Oui. J'ai été banquier central pendant un long moment. Les banques centrales aiment « prêcher » et l'ont toujours fait, de manière plus ou moins explicite selon les cas. Les plus indépendantes prêchaient à haute voix, les autres chuchotaient leur prêche.

JCS : Est-ce de la communication simplement ?

TPS : C'est aussi le désir des banques centrales de défendre la stabilité de la monnaie au-delà de leurs frontières, et non pas seulement par le mouvement des taux mais aussi par la modération salariale et budgétaire. Donc, ils prêchent ces choses-là. À mon avis, si elles le font trop souvent, elles finiront par déclencher une réaction d'irritation qui, tôt ou tard, portera atteinte à leur indépendance.

JCS : Dans plusieurs de vos écrits, vous défendez l'idée que si les banques centrales ont gagné leur indépendance vis-à-vis du pouvoir politique, il est beaucoup moins évident, en revanche, qu'elles aient gagné leur indépendance vis-à-vis du marché et des économistes.

TPS : Effectivement. La politique économique de régulation s'est battue pour gagner son indépendance vis-à-vis du pouvoir politique mais, à certains égards, elle est tombée entre les bras du marché et des intérêts privés. La fascination du marché a contaminé l'action publique.

JCS : Et vous pensez que les économistes ont une responsabilité en la matière ?

TPS : Oui, ils ont une responsabilité. Ils ont construit cette fascination. Ils ont eux-mêmes perdu leur indépendance. Les économistes qui se contentent de faire de la science sont de plus en plus rares.

JCS : La crise amènera-t-elle selon vous à un élargissement du périmètre d'action des banques centrales ? Si oui, vers quel nouveau cadre opérationnel les banques centrales vont-elles aller ?

TPS : Il n'y a jamais un seul futur. La Banque centrale doit être la gardienne de la monnaie dans ses trois fonctions : numéraire, moyen de paiement et réserve de valeur. L'interprétation de la fonction des banques centrales dans les derniers vingt-cinq ans s'est focalisée presque exclusivement sur la fonction du numéraire, celle de la stabilité des prix. La question du système des paiements est devenue importante. Elle a été reconnue, mais c'est une fonction d'ingénieur plutôt que d'économiste, ce qu'on appelle le plan B du système. La fonction de réserve de valeur est quant à elle confiée à l'autorité de supervision financière. À mon avis, il faut renouer avec une notion unitaire de la monnaie et comprendre que la Banque centrale est gardienne de la monnaie dans toutes ses fonctions, ce que la crise a exactement montré en le réimposant aux banques centrales.

Par exemple, quand il y a une paralysie des paiements, la Banque centrale fournit la liquidité pour que la vitesse de circulation, tombée à quasi-zéro, soit compensée par une quantité de monnaie accrue. Et la stabilité s'est imposée comme une responsabilité majeure des banques centrales, même quand elles ne sont pas en charge de la supervision. Ce périmètre élargi ou cette récupération de la totalité de la responsabilité monétaire des banques centrales va, à mon avis, remettre en perspective la fonction de politique monétaire, fonction qui jusqu'alors concentrait toute l'attention des banques centrales. Il faut dire aussi que les banques centrales sont nées il y a deux cents ans et que l'on a commencé à parler de politique monétaire seulement depuis cinquante ans à peu près.

JCS : Autrement dit, vous envisagez un élargissement des prérogatives des banques centrales, afin qu'elles soient chargées à la fois de la stabilité monétaire et de la stabilité financière, au-delà de ce qu'elles font déjà en matière de stabilité financière ?

TPS : Oui, j'envisage un tel élargissement et surtout une reconnaissance concrète. En situation de crise difficile, la Banque centrale se redécouvre chargée de ces trois fonctions et non pas d'une seule. Il ne s'agit pas de les lui rendre mais de reconnaître qu'elles sont là.

JCS : Un nouveau cadre opérationnel sera-t-il nécessaire, selon vous, pour permettre cet élargissement ?

TPS : Je pense que oui. Chaque Banque centrale fera son examen de conscience, son analyse de la crise. Les chercheurs et l'Académie vont aussi probablement remettre en question quelques-uns des éléments de consensus. À la veille de cette crise, le monde académique était, « aligné et couvert », comme on dit en termes militaires, derrière un paradigme « prévisibilité – stabilité des prix ». Quelle était l'attention portée à la fonction de paiement – on la cherche en vain – ainsi que l'importance de la monnaie, dans un sens plus général ? À mon avis, ces questions-là sont de nouveau d'actualité en raison de l'expérience de la crise qu'il faudra savoir lire.

JCS : Dans votre ouvrage Contre la courte vue, vous mettez en avant la part de responsabilité du régime monétaire international dans la crise actuelle. Vers quel autre régime monétaire faudrait-il aller ?

TPS : Parmi les déterminants profonds de cette crise, on trouve la politique du dollar et plus généralement, le régime monétaire en vigueur à l'échelle mondiale depuis presque 40 ans. À l'opposé de celui de *Bretton Woods*, ce régime n'est pas en mesure de garantir une discipline macroéconomique, car en l'absence d'une ancre monétaire acceptée par tous, il favorise la persistance de dynamiques insoutenables, qui conduisent à des crises de plus en plus graves.

La critique de Robert Triffin portant sur un système monétaire international fondé sur une politique monétaire exclusivement nationale est toujours valable, même si elle nécessite aujourd'hui une formulation plus générale qui tienne compte de l'anarchie des changes et d'une pluralité de politiques monétaires influentes. La question de l'ordre monétaire ne reçoit pas l'attention qu'elle mérite et l'on doit s'en préoccuper davantage.