



Bulles et surveillance macroprudentielle

Remarques de Jean-Pierre Landau

Sous-gouverneur de la Banque de France ¹

Conférence organisée conjointement par la Banque de France et l'École d'économie de Toulouse

(Toulouse School of Economics)

Paris, le 28 janvier 2009

Imaginer l'avenir de la réglementation financière est un exercice particulièrement difficile dans le contexte actuel. Au beau milieu de la crise, nous ne pouvons avoir la certitude d'en comprendre pleinement les causes fondamentales, les racines et la dynamique. Pour autant, nous ne voulons pas être en retard d'une guerre. Nous avons besoin de nous représenter de quelle manière le système financier évoluera dans le futur, ce qui est difficile pour le moment. Cependant, il existe, au plan politique, une forte demande d'orientations et de mesures destinées à résoudre les problèmes et à s'assurer qu'ils ne réapparaîtront plus jamais. Cette demande est totalement légitime, si l'on considère le coût social que la crise impose à nos sociétés et, en particulier, la charge financière qui pèse sur les contribuables.

J'ai choisi de vous faire part de quelques réflexions au sujet des bulles et de la surveillance macroprudentielle. Elles doivent être considérées davantage comme un programme de travail que comme une réponse à part entière aux nombreuses questions qui se posent pour l'avenir. J'aborderai trois points : Quels sont les objectifs que nous souhaitons atteindre ? Quels sont les principaux défis qui se présentent à nous ? Quels sont les instruments appropriés dont nous disposons ?

¹ Je remercie Benoît Mojon de ses nombreuses suggestions et remarques utiles. Toutes les erreurs qui subsistent sont de moi. Les opinions exprimées sont purement personnelles et ne reflètent pas nécessairement la position de la Banque de France.

Quels sont les objectifs que nous souhaitons atteindre ?

Nous avons ici deux certitudes et de nombreuses questions. Premièrement, nous sommes certains que la surveillance macroprudentielle joue, par essence, un rôle préventif. Elle a pour but d'éviter les crises parce que les crises sont coûteuses. Deuxièmement, nous savons qu'une approche macroéconomique de la surveillance financière doit concerner l'ensemble du système financier et non un établissement en particulier.

Ensuite, les choses se compliquent.

La surveillance macroprudentielle est souvent assimilée à la prévention du risque systémique. En fait, il s'agit là de deux concepts étroitement liés mais non identiques. Le risque systémique fait référence à la dynamique interne du système financier, alors que la surveillance macroprudentielle concerne essentiellement son interaction avec l'économie réelle. L'apparition d'un risque systémique peut endommager le système financier, mais n'affecte pas systématiquement ni nécessairement l'économie réelle. En revanche, il se peut qu'un système (temporairement) en bonne santé, ne présentant pas de problème systémique évident, connaisse, sur le long terme, une évolution très préjudiciable pour l'économie réelle : l'exemple type concerne la croissance des bilans et du crédit qui ne menace pas, en soi, la résilience à court terme du système mais peut s'avérer dangereuse. Inversement, la mise en œuvre d'un processus de désendettement dans un contexte d'endettement excessif constitue certes une bonne démarche d'un point de vue systémique mais, s'il intervient de façon trop brutale, il est susceptible de créer de très fortes tensions pour la sphère réelle. Par conséquent, s'il est vrai que la bonne santé et la résilience du système financier sont une condition nécessaire pour atteindre les objectifs macroprudentiels souhaités, il n'est cependant pas certain qu'elles soient suffisantes.

La surveillance macroprudentielle doit-elle avoir pour but d'éviter ou d'atténuer la volatilité du système financier ? La stabilité financière n'est pas une fin en soi. Elle n'est utile que si elle favorise de meilleures performances macroéconomiques. La volatilité peut résulter de l'évolution des fondamentaux. Les mouvements prononcés des prix d'actifs peuvent permettre au système financier d'agir comme volant de sécurité, pour « absorber » les chocs économiques exogènes. Cela accroît le bien-être, dans la mesure où cela évite, ou du moins limite, la nécessité d'ajustements sur des pans plus rigides du marché du travail.

De la même manière, la procyclicité n'est pas toujours mauvaise. Tout dépend du rapport de causalité : le système financier est-il le point de départ ou encore l'amplificateur d'une dynamique

déstabilisante ? Ou réagit-il simplement aux évolutions conjoncturelles de l'économie réelle ? Nous devons nous préoccuper uniquement de la « procyclicité intrinsèque », qui est générée à *travers* et *par* le système financier. Enfin, le caractère cyclique de l'économie réelle peut être bénéfique pour la croissance à long terme car il s'agit d'un mécanisme qui permet la « destruction créative » au sein de l'appareil productif.

Des dommages réels et importants se produisent si on laisse les déséquilibres financiers s'accumuler pendant longtemps, ce qui a deux conséquences : premièrement, les prix d'actifs s'écartent de façon significative de leur valeur fondamentale, ce qui crée des distorsions dans l'allocation des ressources et, deuxièmement, ces déséquilibres se résorbent de façon soudaine et brutale, ce qui entraîne des perturbations majeures pour la croissance et le cycle économique. C'est ce qui se passe actuellement. Et cela ressemble beaucoup à la définition d'une bulle.

Nous voyons donc clairement apparaître une mission possible pour la surveillance macroprudentielle, à savoir éviter les bulles, qui, si elle était réalisable, serait à la fois pragmatique et légitime. Les bulles n'apparaissent pas toujours au sein du système financier. Elles peuvent naître de chocs de productivité, par exemple. Mais elles ne peuvent se développer qu'en présence d'un contexte financier permissif. Il existe de bonnes raisons de prévenir l'apparition de bulles. Elles imposent des coûts significatifs à l'économie réelle. Elles sont susceptibles de faire peser une charge excessive sur la politique monétaire. Elles soulèvent d'importants problèmes d'équité en termes de distribution des revenus.

Une telle simplicité dans la définition de l'objectif de la surveillance macroprudentielle est très séduisante. Cependant, elle a un prix. Éviter l'apparition de bulles nous met devant des défis considérables, que nous allons examiner à présent.

Les défis de la surveillance macroprudentielle

Défis en termes d'analyse

Le premier et principal défi est celui de l'analyse.

Les bulles sont difficiles à déceler. Les cycles d'envolée et de chute des prix d'actifs ne peuvent être discernés clairement qu'*a posteriori*. De plus, le cycle d'activité ne présente guère de régularité, de sorte qu'il est difficile d'identifier avec certitude les écarts durables des prix des actifs par rapport à leur valeur fondamentale. Quand on considère l'évolution des prix des actifs, comment savoir

ex ante si l'on est confronté à une inflexion de la tendance, à un ajustement ponctuel des niveaux d'équilibre ou à la formation d'une bulle ? Il n'existe pas de réponse simple ou mécanique à cette question. C'est l'une des raisons pour lesquelles les mécanismes « d'alerte précoce » n'ont pas véritablement fonctionné.

Certes, les bulles sont difficiles à déceler, mais nous avons appris de la répétition des crises financières au cours de l'histoire, y compris la crise actuelle, que l'économie est constamment soumise au risque d'une nouvelle crise. Dans ces conditions, nous devons comprendre quelles sont les caractéristiques des systèmes financiers susceptibles de créer des bulles et de leur permettre de se développer au point de menacer le bien-être économique.

Nous connaissons un certain nombre de choses sur les caractéristiques procycliques du système financier. Il se peut que ces dernières années, nos systèmes comptables et prudentiels aient accru la procyclicité. Dans un environnement de valorisation en valeur de marché, les évolutions des prix des actifs entraînent rapidement des modifications de l'assise en fonds propres des institutions financières. En retour, il en résulte une demande supplémentaire d'actifs et une nouvelle hausse de leurs prix. Cette sorte de « courbe de demande inversée » où la demande augmente parallèlement au renchérissement des prix, peut créer des conditions d'apparition d'une bulle. Mais il ne doit pas en être nécessairement ainsi.

Au sens strict, la procyclicité correspond à l'amplification des fluctuations autour d'une tendance. Toutefois, une bulle peut provoquer des écarts d'une durée telle que l'on commence à s'interroger sur la tendance elle-même. On ne sait pas si des fluctuations des prix plus amples aboutiront à des écarts durables. Nous avons une bonne connaissance de la dynamique des bulles une fois formées. Toutefois, ce qui fait qu'une bulle se forme nous échappe en grande partie, et ce point est essentiel.

Par conséquent, il faut des règles pour guider les décisions macroprudentielles, qui prennent en compte le fait que nous devons vivre avec cette incertitude. En fait, ces règles existent, mais elles sont implicites. Dans le passé, le dispositif prudentiel a fonctionné sur l'hypothèse que tous les mouvements de prix des actifs correspondaient aux valeurs fondamentales. La charge de la preuve incombait à ceux qui pensaient que quelque chose n'allait pas. Or, bien entendu, il est impossible de prouver l'existence d'une bulle avant qu'il ne soit trop tard. Et, au moins lors de la phase initiale, les explications rationnelles ne manquent pas pour justifier les mouvements des prix d'actifs observés.

Il conviendrait donc, dans une perspective macroprudentielle, d'envisager un certain rééquilibrage de la charge de la preuve. Des écarts importants et durables par rapport aux niveaux ou aux tendances passés de prix d'actifs importants, des primes de risque ou des agrégats de crédit devraient systématiquement provoquer une analyse macroprudentielle, en partant de l'hypothèse implicite que, jusqu'à preuve du contraire, une bulle pourrait être en train de se former. Cela me semble justifié au regard des coûts sociaux actuels des hésitations passées sur ce sujet. Il s'agit également d'un comportement rationnel. En effet, les bulles se développent parce que les investisseurs sont incités à ignorer le « risque de perte extrême » lié à leur éclatement. D'où vient cette incitation ? Les bulles sont financées principalement par le crédit, ce qui permet aux investisseurs de transférer la majeure partie du risque aux prêteurs, tout en conservant l'essentiel des bénéfices (en particulier quand ces bénéfices sont comptabilisés et distribués en temps réel). Cette asymétrie des incitations est extrêmement difficile à éliminer *ex ante*. Pour prévenir efficacement la survenue des bulles, il pourrait être nécessaire d'imposer durablement des contraintes sur l'activité de crédit ou l'endettement, ce qui s'avérerait pénalisant en temps normal. Une meilleure approche, et moins coûteuse, consisterait, pour les autorités de surveillance, à suivre attentivement les évolutions du système financier en se laissant la possibilité d'intervenir en formulant une hypothèse comparable à celle que je viens d'évoquer.

Deux approches de la surveillance macroprudentielle

Comme c'est souvent le cas en matière de politiques publiques, la mise en œuvre de la surveillance macrofinancière implique un choix entre l'observation de règles et l'exercice d'un pouvoir discrétionnaire. Deux approches sont en fait possibles, qui ne sont pas nécessairement exclusives l'une de l'autre.

Dans la première approche, fondée sur les règles, la macro-surveillance peut s'appuyer sur des stabilisateurs automatiques imposant des limites au comportement des institutions sans tenir compte des situations particulières. On donnera pour exemple d'une telle approche les exigences de fonds propres contracycliques, ainsi que le provisionnement dynamique. Comme je l'exposerai ultérieurement, les stabilisateurs devraient être conçus de manière à agir directement sur les incitations à prendre des risques et sur la rémunération de la prise de risque.

La seconde approche consisterait à recourir à des interventions discrétionnaires et dirigées « du haut vers le bas » (*top-down*) des autorités de surveillance macroprudentielle. Les autorités interviendraient pour imposer (ou assouplir) les contraintes chaque fois qu'elles estimeraient assister à la constitution (ou à la diminution) de dangereux déséquilibres.

Il est peu probable que l'on puisse se passer de cette seconde approche. Les cycles étant difficiles à dater, il est dangereux de s'appuyer uniquement sur des mécanismes automatiques qui ne peuvent être calibrés avec précision. Les cycles financiers, en particulier, résultent de modifications de l'appétit pour le risque qu'il est impossible de prévoir. En fait, l'un des principaux objectifs de la surveillance macroprudentielle est peut-être de « réguler » (non pas au sens juridique, mais au plan économique) le niveau global d'appétit pour le risque au sein du système financier. Cela implique inévitablement un certain degré de jugement discrétionnaire et d'intervention.

En associant les deux composantes de la surveillance macroprudentielle (systémique et macroéconomique) avec les deux approches (automatique et discrétionnaire), on obtient le classement suivant :

Objectif Mécanismes	Risque systémique	Ajustement aux conditions macroéconomiques
Automatique	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Volants de sécurité (fonds propres et/ou liquidité) ➤ Quotités de financement ➤ Cadre comptable 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Ratios de fonds propres variables dans le temps ➤ Provisionnement dynamique
Discrétionnaire	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Simulations de crise ➤ Pilier 2 du dispositif Bâle II 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Ajustements discrétionnaires des ratios de fonds propres, des provisions ou des appels de marge

Défis institutionnels

L'approche discrétionnaire de la supervision macroprudentielle soulève d'importantes questions institutionnelles.

Premièrement, quel organisme procède à l'évaluation ? Cet organisme doit-il ou non être indépendant ? Il y a de bonnes raisons de confier cette responsabilité aux banques centrales. Dans une perspective de long terme, il est frappant de constater que les mandats et les missions confiés aux banques centrales ont subi des évolutions majeures à la suite des crises financières. Les banques centrales ont un avantage en termes d'information (ou au moins ne sont pas désavantagées) pour juger de la position dans le cycle. Elles sont incitées à agir, puisque la surveillance

macroprudentielle allège la charge pesant sur la politique monétaire, et parce qu'elles ont besoin que le mécanisme de transmission monétaire fonctionne. Aussi ont-elles clairement un rôle essentiel à jouer dans le processus. Mais elles ne sont pas seules à se préoccuper de la stabilité financière. Et l'expérience a montré que le maintien de la stabilité des prix, leur mission première, ne coïncide pas toujours avec la stabilité financière et l'évitement des bulles.

De plus, dans un système financier intégré, les évaluations doivent être réalisées à l'échelle mondiale. Le FMI est une alternative. Mais le FMI est contrôlé principalement par les gouvernements et les décisions sont prises au *pro rata* des droits de votes. Or la mise en œuvre de la surveillance macroprudentielle imposera des prises de décision délicates (comme le durcissement des critères d'octroi en période de conjoncture favorable) auxquelles les gouvernements pourraient ne pas se rallier spontanément. Un organisme totalement indépendant serait certainement nécessaire.

Deuxièmement, comment transmettre cette évaluation aux autorités de régulation et de surveillance et la traduire en décisions prudentielles ? Il s'agit d'un domaine entièrement nouveau. Je souhaitais simplement le mentionner comme un sujet de recherches futures en matière de gouvernance du système financier.

Les instruments

L'instrument le plus important dans notre arsenal actuel est constitué par les exigences de fonds propres imposées à certains intermédiaires financiers.

Ces exigences de fonds propres remplissent une double fonction. Elles agissent comme des volants de sécurité obligatoires imposés aux banques et à leurs actionnaires. Elles ont également une fonction incitative : empêcher les actionnaires de prendre de trop grands risques avec les dépôts. Il est devenu de plus en plus difficile de concilier ces deux objectifs. C'est possible en théorie, de même que la fiscalité peut être utilisée à la fois pour augmenter les recettes et affecter des ressources. Mais, en pratique, ces deux objectifs peuvent se perdre dans la complexité croissante du système.

En outre, les exigences de fonds propres peuvent ne pas être contraignantes quand il faudrait qu'elles le soient. Si les marchés d'actifs sont en plein essor et si les dividendes perçus sont élevés, les banques se procureront toujours les capitaux nécessaires. Inversement, en période de ralentissement, les capitaux se tarissent alors que c'est là qu'ils sont le plus nécessaires. L'introduction d'exigences de fonds propres contracycliques serait certainement utile. Mais nous

n'avons pas encore assez étudié les interactions entre les mouvements des marchés boursiers et du crédit, ou autrement dit, de quelle manière les capitaux alimentent le système financier ou s'en retirent au cours des différentes phases du cycle économique et quelles en sont les conséquences sur les flux de crédit.

Enfin, l'adaptation des exigences de fonds propres à la définition du capital économique par les banques elles-mêmes renforce la fonction incitative. Mais, d'un point de vue macroprudentiel, la réplication au plus proche des méthodes et des mesures de la gestion privée du risque encourage l'uniformité des comportements qui est en elle-même une source d'instabilité.

Il devient de plus en plus clair, selon moi, que si nous voulons que la surveillance prudentielle empêche effectivement la constitution de déséquilibres, elle doit agir plus directement sur les incitations individuelles et collectives. Cela doit nous conduire à examiner plus attentivement le lien entre comptabilité et rémunération. Quand on regarde les revenus retirés d'un investissement financier, on ne peut généralement pas identifier l'accroissement de bénéfices qui provient d'une prise de risque supplémentaire. L'ignorance du risque de perte extrême correspond parfaitement à ce cadre. D'où cette possible solution : les systèmes réglementaires devraient imposer l'évaluation du risque dans ses différentes dimensions, y compris le risque de liquidité. Ici encore, on observe une analogie évidente avec la théorie fiscale : l'« internalisation » des risques supprime les risques de défaillance du marché. Les difficultés conceptuelles associées, par exemple, à la mesure du risque de liquidité, sont très importantes. Mais nous vivons dans un monde de « *second best* », et même des mesures très approximatives seraient préférables à une absence de mesures.

Je m'en tiendrai là, sachant bien que j'ai posé davantage de questions que je n'ai apporté de réponses. Mais si l'on observe ce qui se produit actuellement au sein de nos économies, il est nécessaire de penser sans idées préconçues et d'examiner toutes les possibilités. C'est précisément ce que font les responsables de politique macroéconomique. Les responsables de la réglementation financière ne devraient pas hésiter à les suivre, au moins en partie.

Je vous remercie de votre attention.

Bibliographie

AGLIETTA (M.) et **MOJON (B.)** (2008), *Central Banking*, in A. Berger, Ph. Molyneux et J. Wilson (eds), *The Handbook of Banking*, Oxford University Press

ALESSI (L.) et **DETKEN (C.)** (2009), 'Real Time' Early Warning Indicators for Costly Boom-Bust Cycles: A Role for Global Liquidity, Mimeo de la Banque centrale européenne

ALLEN (F.) et **GALE (D.)** (2000), " Bubbles and crises ", *The Economic Journal* n° 110

BERNANKE (B.), **GERTLER (M.)** et **GILCHRIST (S.)** (1999), *The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework*, in. J. Taylor et M. Woodford (eds), *The Handbook of Macroeconomics*, North Holland

BLANCHARD (O.) (2008), *The Crisis: Basic Mechanisms, and Appropriate Policies*, document de travail du MIT n° 09-01

BORIO (C.) et **LOWE (P.)** (2002), *Asset Prices, Financial and Monetary Stability: Exploring the Nexus*, document de travail de la BRI n° 114

BORIO (C.) (2008), *The macroprudential approach to regulation and supervision: where do we stand? Mimeo.*

HOLMSTROM (B.) et **TIROLE (J.)** (1997), *Financial Intermediation, Loanable Funds and the Real Sector*, *The Quarterly Journal of Economics* n° 110-3

KIYOTAKI (N.) et **MOORE (J.)** (1997), *Credit Cycles*, *The Journal of Political Economy* n° 105

MELTZER (A.) (2003), *Rational and Non rational Bubbles*, in Hunter, Kaufman, Pomerleano (eds), *Asset Price Bubbles*, MIT Press