



Introduction

Parfois qualifiée de crise des *subprimes* en raison de son émergence sur le marché des crédits hypothécaires américains de moindre qualité, la crise financière de 2007-2009 a fini par toucher les principaux systèmes financiers mondiaux et entraîner la plus profonde récession économique depuis la Grande Dépression des années 1930. Cette crise est un cas d'école de crise systémique : elle a trouvé son origine dans un ensemble de dysfonctionnements majeurs du système financier qui se sont propagés à l'économie réelle.

Face aux dégâts occasionnés, la première réponse a été nationale, avec diverses mesures de soutien public aux institutions fragilisées (garanties d'État, recapitalisation du secteur bancaire, voire nationalisations, structures de défaillance...), une action vigoureuse des banques centrales (politiques monétaires accommodantes agressives puis introduction, dans de nombreux pays, de mesures « non conventionnelles ») et des plans de relance de l'économie. La crise a également rendu nécessaire une coordination internationale plus forte, à travers notamment des interventions coordonnées de plusieurs banques centrales (accords de *swaps* de liquidité) mais surtout la montée en puissance du Groupe des 20 (G20) qui a décidé, dès fin 2008, d'une réforme d'ampleur de la réglementation financière.

La crise a également révélé l'importance d'une action d'ensemble, en amont, pour renforcer la stabilité financière. C'est tout l'objet de la politique macroprudentielle, qui vise à prévenir et limiter le risque systémique, c'est-à-dire le risque de perturbations fortes dans la fourniture des services financiers essentiels, s'accompagnant de graves conséquences pour l'économie réelle. Elle ne s'intéresse pas tant à la solidité des institutions considérées individuellement qu'à la stabilité de l'ensemble du système financier – en mettant l'accent en particulier sur les phénomènes d'interconnexions et de contagion au sein de ce système –, mais aussi aux conséquences économiques des risques associés au système financier.

Ce livre consacré à la politique macroprudentielle propose une grille d'analyse pédagogique des piliers du cadre macroprudentiel, tout en mettant en exergue ses principaux enjeux.

Au **chapitre 1**, nous commençons par rappeler les fondements théoriques de la régulation financière. Nous présentons le contexte de la réglementation bancaire en vigueur avant la crise financière et les principales réformes financières déployées à la suite de la crise. Nous définissons les concepts de stabilité financière, de risque systémique et de politique macroprudentielle. Nous nous attachons enfin à préciser les objectifs poursuivis par celle-ci ainsi que son périmètre d'application.

Le **chapitre 2** rappelle les principaux risques financiers : risque de marché, de crédit, de liquidité et de contagion. Nous présentons notamment les bilans stylisés des grandes catégories d'agents financiers et non financiers afin de comprendre les canaux de transmission de ces risques. Nous expliquons comment les agents contribuent à l'émergence des risques, propagent ces risques ou y sont vulnérables.

Au **chapitre 3**, nous étudions le cycle financier, caractérisé par l'alternance (1) de périodes de hausse des prix d'actifs, d'accumulation des risques et de déséquilibres macrofinanciers et (2) de périodes de crises, qui voient généralement l'octroi de crédit et les prix d'actifs refluer brutalement. Nous expliquons les liens entre la phase de « boom » et l'aversion au risque des investisseurs, ainsi que les mécanismes d'amplification du cycle financier, le rôle de l'effet de levier et les phénomènes de bulles.

Le **chapitre 4** est consacré aux crises financières : crises de change et de balance des paiements, crises de la dette souveraine et crises bancaires systémiques, avec une attention particulière sur la grande crise financière de 2007-2009. Le mécanisme d'accélérateur financier, ainsi que les phénomènes de contagion, directe et indirecte, sont présentés, afin d'éclairer les enchaînements qui conduisent à l'émergence de crises financières particulièrement violentes avec des répercussions graves sur l'économie réelle. Nous concluons ce chapitre par une étude des coûts économiques engendrés par les crises financières.

Le **chapitre 5** fournit des outils opérationnels pour la surveillance macroprudentielle des risques macrofinanciers. Une série d'indicateurs est détaillée pour de grandes catégories de risques reflétant les risques macroéconomiques, de crédit, de marché, de liquidité, de refinancement, de solvabilité et de contagion. Nous montrons en fin de chapitre qu'il est possible de construire une représentation visuelle agrégée des différents risques financiers et de faciliter ainsi l'aide à la décision compte tenu de la diversité des risques qui font l'objet d'une surveillance macroprudentielle.

Au **chapitre 6**, nous passons en revue les instruments macroprudentiels les plus couramment utilisés aujourd'hui, en les classant en quatre groupes : instruments (1) en fonds propres ; (2) de liquidité ; (3) visant les emprunteurs ; (4) pour les secteurs non bancaires. Nous expliquons leur mode de fonctionnement, grâce à l'analyse stylisée de leurs canaux de transmission. Enfin, nous résumons les principaux enseignements tirés d'études empiriques sur l'efficacité de la politique macroprudentielle, avant de donner quelques exemples de pays ayant activé des mesures macroprudentielles.

Les principales méthodes analytiques d'activation et de calibrage des instruments macroprudentiels sont expliquées au **chapitre 7**. Y sont notamment abordés, pour la partie activation, les indicateurs avancés de crise obtenus par la méthode du signal et les modèles économétriques qui permettent de les combiner. Les différentes étapes du calibrage sont détaillées : définition de scénarios, évaluation des coûts et bénéfices des mesures macroprudentielles, utilisation des *stress tests*, analyse des phénomènes de contagion et de rétroaction sur l'économie réelle. Nous verrons notamment comment d'une approche microprudentielle nous sommes passés à une approche macroprudentielle des *stress tests*, essentielle à la mise en œuvre de la politique macroprudentielle.

Au **chapitre 8**, nous dépassons le cadre de la seule politique macroprudentielle en nous intéressant à ses interactions avec d'autres politiques publiques et aux questions qui en découlent : l'interaction (1) avec la politique microprudentielle et la prise en compte de possibles conflits d'objectifs ; (2) avec la politique monétaire et le rappel du rôle clé des banques centrales, qui sont à l'intersection entre les deux ; (3) avec la politique budgétaire et fiscale et la mise en évidence de certaines similarités dans leurs modes d'action liées à la nature quasi fiscale de la politique macroprudentielle – cette dernière n'étant

pas neutre en termes de répartition des ressources, notamment entre secteurs prêteurs et emprunteurs.

Enfin, le **chapitre 9** conclut le livre par une description détaillée des différentes formes d'architecture institutionnelle pour la politique macroprudentielle. Nous analysons tout d'abord, sur un plan essentiellement théorique, les questions de mandat et de pouvoir des autorités macroprudentielles. Puis nous décrivons les modalités retenues en pratique pour la gouvernance macroprudentielle, à travers trois exemples de cadres institutionnels : français, européen et international. Nous soulignons dans la dernière partie l'importance de la coordination internationale pour renforcer l'efficacité de la politique macroprudentielle face à ses effets transfrontières parfois non désirés.