

Interactions entre la politique monétaire et la politique macroprudentielle

J. Boeckx
P. Ilbas
M. Kasongo Kashama
M. de Sola Perea
Ch. Van Nieuwenhuyze

Introduction

Avant l'éclatement de la crise financière en 2007, la plupart des responsables politiques partageaient généralement du principe que la stabilité des prix devait être le principal objectif de la politique monétaire. Au cours des deux décennies précédentes, la politique monétaire s'était dans la pratique inscrite dans le cadre de la poursuite d'un objectif d'inflation (*inflation targeting*), soit sous une forme explicite (par exemple, pour la Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande, la Banque de Norvège, la banque centrale de Suède, la Banque du Chili, etc.), soit sous une forme implicite (par exemple, pour la Réserve fédérale et l'Eurosystème). Ce cadre combinait généralement un objectif d'inflation à moyen terme avec un objectif d'utilisation des capacités de production tel qu'un niveau maximal d'emploi ou d'activité compatible avec la stabilité des prix.

Il était globalement admis que, si la banque centrale parvenait à maintenir l'inflation à un niveau stable et légèrement positif (généralement aux alentours de 2 %), cela garantirait également la stabilité réelle et financière. En outre, il était supposé qu'il n'y avait pas de lien étroit entre les marchés financiers et l'économie réelle, de sorte que même un dysfonctionnement des marchés financiers ne devait pas avoir d'effets réels significatifs et que l'autorité monétaire disposait de suffisamment d'outils pour pallier

les répercussions de telles crises (cf. la notion de *mopping up*, souvent évoquée par l'expression *Greenspan put*). Ces idées ont été confirmées pendant la période dite de la « grande modération ». Comme les marchés financiers des pays avancés semblaient fonctionner de manière plutôt efficace, il n'était pas jugé nécessaire d'accorder une attention expresse à la stabilité financière⁽¹⁾. Cette dernière était alors considérée comme un domaine politique distinct, et s'attacher à la garantir n'était pas la mission première de la politique monétaire.

Toutefois, la « grande récession » a fait comprendre aux décideurs que la stabilité des prix ne pouvait à elle seule garantir la stabilité financière et qu'elle ne pouvait donc empêcher les crises financières. Il est en outre apparu que les chocs prenant naissance dans le système financier sont susceptibles d'influencer lourdement l'économie réelle – et donc aussi les risques pesant sur la stabilité des prix. Une page est donc tournée, et il est désormais communément admis que les établissements financiers doivent être davantage et mieux contrôlés. À cet égard, outre une politique microprudentielle renforcée axée sur les institutions individuelles, il convient également d'adopter une approche macroprudentielle, centrée explicitement sur les risques systémiques pesant sur le système financier dans son ensemble ainsi que sur les interactions entre les sphères réelle et financière.

Le présent article examine les implications pour la politique monétaire d'une politique macroprudentielle active, en s'intéressant principalement aux interactions entre ces

(1) Dans le cadre de la stratégie à deux piliers de l'Eurosystème, une série d'agrégats monétaires et de crédit font l'objet d'un suivi. La motivation initiale de cette stratégie à deux piliers était toutefois que les agrégats monétaires et de crédit constituent une indication des risques pesant sur la stabilité des prix à moyen et à long termes.

deux domaines. La première partie commente le cadre au sein duquel opèrent la politique macroprudentielle et la politique monétaire : quels sont leurs objectifs respectifs, quels sont les différents instruments dont elles disposent pour atteindre ces objectifs et quels sont leurs principaux canaux de transmission ? Nous y esquissons également le cadre institutionnel des décisions monétaires et macroprudentielles en Belgique. La deuxième partie analyse les cas dans lesquels nous pouvons être confrontés à de forts arbitrages (*trade-offs*) entre la stabilité des prix et la stabilité financière. Il s'agit d'un point important dans la mesure où les arbitrages entre ces objectifs déterminent la nature des interactions entre la politique monétaire et la politique macroprudentielle. Nous démontrons, à l'aide d'un modèle théorique complété par des exemples pratiques, que ces arbitrages dépendent des chocs susceptibles de survenir. Dans ce contexte, la troisième partie examine dans quelles situations il pourrait être souhaitable que la politique monétaire aille à contre-courant (*leaning against the wind*). Ainsi par exemple, lorsque les déséquilibres financiers sont généralisés ou qu'on ne dispose pas d'instruments prudents suffisamment efficaces, la politique monétaire pourrait seconder la politique macroprudentielle dans sa mission de maintien de la stabilité financière. La quatrième partie est consacrée à la situation actuelle dans la zone euro et aux arbitrages éventuels entre la politique monétaire (non conventionnelle) de l'Eurosystème et la stabilité financière. Elle est suivie de la conclusion.

1. Définition et cadre institutionnel

1.1 Objectifs, instruments et canaux de transmission

La politique monétaire et la politique macroprudentielle se caractérisent en premier lieu par les objectifs qu'elles poursuivent. D'une part, la politique monétaire concourt à la stabilité des prix, qui, au niveau de la zone euro, est spécifiquement définie comme le maintien des taux d'inflation à des niveaux inférieurs à, mais proches de, 2 % à moyen terme. D'autre part, la politique macroprudentielle poursuit un objectif de stabilité financière. Cette dernière est définie par la Banque centrale européenne (BCE), dans le cadre de ses missions prudentielles au sein de la zone euro, comme « une situation dans laquelle le système

financier – intermédiaires, marchés et infrastructures de marché – est capable de résister aux chocs sans perturbation majeure de l'intermédiation financière et de l'allocation effective de l'épargne à l'investissement productif »⁽¹⁾.

À l'aune de leurs objectifs distincts et en vertu de la règle de Tinbergen⁽²⁾, les deux politiques font ainsi usage d'un éventail d'instruments différents. Avant 2008, l'Eurosystème se cantonnait typiquement à un seul instrument de politique monétaire : les taux directeurs. Depuis le début de la crise, le changement dans la composition et/ou la taille du bilan est devenu un instrument additionnel pour les banques centrales des économies avancées. Les outils macroprudentiels peuvent quant à eux être classés en trois catégories. D'abord, les règles de capital comprennent les exigences de fonds propres contracycliques, les exigences de fonds propres pour la couverture du risque sectoriel spécifique, les exigences de fonds propres relatives au risque systémique, ou encore les ratios d'endettement. Ensuite, il existe des règles de liquidité, dont font partie les ratios de liquidité *liquidity coverage ratio* (LCR) et *net stable funding ratio* (NSFR). Enfin, parmi les limites d'octroi de crédits, on retrouve les ratios prêt-valeur, prêt-revenu et service de la dette-revenu, ainsi que les limites d'exposition⁽³⁾.

En dépit de cette partition sur le plan des objectifs et des outils, la politique monétaire et la politique macroprudentielle sont étroitement liées dans la mesure où leurs instruments influencent les conditions monétaires générales et/ou des conditions spécifiques du secteur financier. Dès lors, leurs effets se propagent simultanément à travers le système financier. Dans le cadre d'une analyse conceptuelle de ces interactions, trois types de canaux de transmission de la politique monétaire peuvent être distingués – canaux de type monétaire, canaux du crédit et canal de la prise de risque – et mis en relation avec le champ d'influence et d'action des outils macroprudentiels.

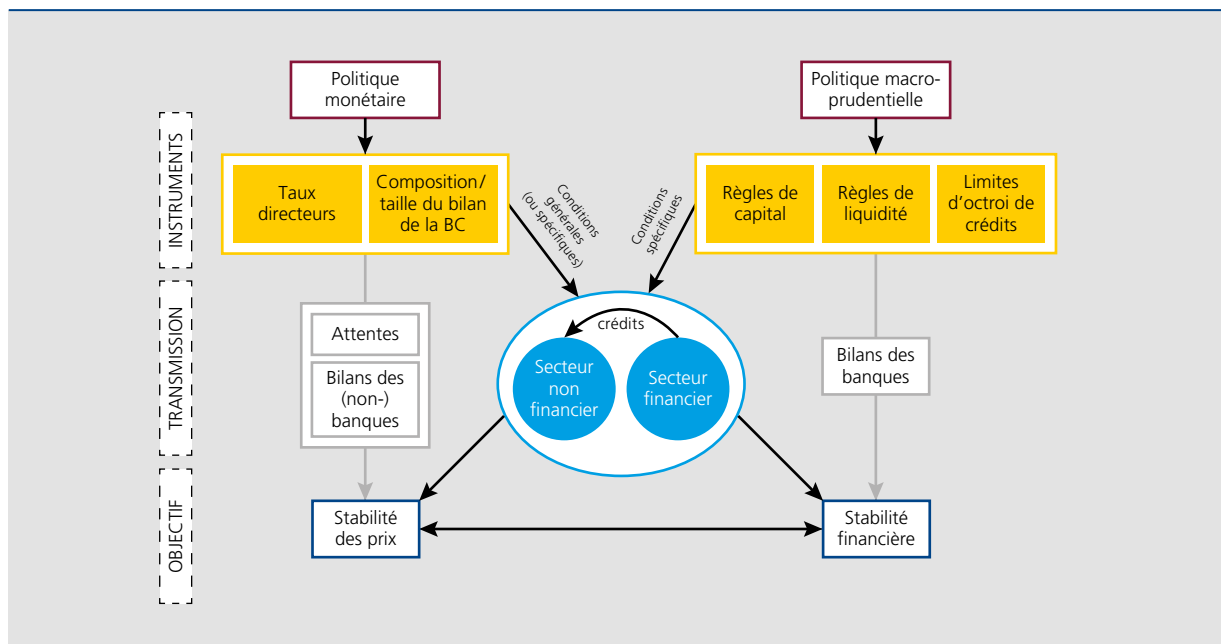
Premièrement, les canaux de type monétaire supposent que les impulsions monétaires affectent le comportement des agents non financiers au travers d'ajustements entre monnaie et actifs financiers et réels, lesquels ont lieu par le biais (1) du coût d'usage du capital, exerçant une incidence directe sur la profitabilité des investissements réels ; (2) des taux d'intérêt (dont les taux bancaires), donnant naissance à des effets de substitution et de revenu qui induisent une modification de l'arbitrage entre consommation présente et épargne ; (3) des prix des actifs au sens large (y compris les taux de change), par des effets de portefeuille. En outre, compte tenu du caractère prospectif des décisions des agents économiques, leurs attentes, notamment quant au taux d'intérêt réel, et donc à l'inflation

(1) Cf. ECB (2015).

(2) Dans le cadre des politiques économiques, cette règle établit que, pour chaque objectif visé, au moins un instrument est nécessaire. En outre, il est recommandé que chaque instrument disponible soit assigné à l'objectif vis-à-vis duquel il bénéficie d'un avantage comparatif (Smets, 2014).

(3) Pour une présentation circonstanciée des types d'instruments de politique monétaire utilisés dans les économies avancées depuis la crise, cf. notamment Cordemans et Ide (2012). En ce qui concerne les outils macroprudentiels, le dernier rapport de stabilité financière de la Banque (NBB, 2015) offre une typologie détaillée.

GRAPHIQUE 1 OBJECTIFS, INSTRUMENTS ET CANAUX DE TRANSMISSION DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET DE LA POLITIQUE MACROPRUDENTIELLE



Sources : Smets (2014), BNB.

future, sont de nature à influencer la transmission des chocs monétaires aux comportements de dépense et d'investissement.

Deuxièmement, la politique monétaire se transmet également par les canaux du crédit, soit le canal du crédit bancaire et le canal du bilan⁽¹⁾. Ceux-ci supposent que les entreprises et les ménages acquièrent du capital à investir ou des biens en déboursant leurs fonds propres et en contractant des emprunts. Les imperfections présentes sur les marchés du crédit, en particulier l'asymétrie d'information, jouent alors un rôle-clé dans l'explication du levier de la politique monétaire. Elles assurent en effet une fonction de premier plan aux banques sur les marchés du crédit ainsi que l'existence d'une prime de financement externe contracyclique⁽²⁾. Dès lors, la capacité de la banque centrale d'influer sur les conditions de financement des banques (canal du crédit bancaire) ainsi que sur la richesse nette des

emprunteurs, et donc sur leur prime de financement externe (canal du bilan), assure la transmission monétaire par l'ajustement des conditions débitrices bancaires (taux et autres conditions des nouveaux crédits et/ou volume des crédits offerts). Dans le contexte plus général de la théorie des accélérateurs financiers, le levier dont la politique monétaire dispose sur les conditions de crédit, mais également sur le prix des actifs mis en garantie par les emprunteurs, entraîne des effets de second tour, qui prolongent et amplifient l'impulsion monétaire initiale⁽³⁾.

Troisièmement, le canal de la prise de risque suppose que le maintien d'une politique monétaire très accommodante pendant une période prolongée incite les agents, en particulier les banques/institutions financières, à prendre davantage de risques, ce qui influence le niveau d'activité⁽⁴⁾. Plus spécifiquement, le sentiment de confiance exacerbé induit par une politique monétaire exagérément accommodante et par un environnement favorable encourage la prise de risque et un endettement excessif des investisseurs, financiers et non financiers. En outre, une longue période de taux bas est susceptible de pousser les intermédiaires financiers à se tourner vers des actifs offrant des rendements plus élevés. Cette quête de rendement peut mener à une prise de risque supérieure à celle désirée par le détenteur final du risque.

(1) Cf. notamment Bernanke et Gertler (1995), Bernanke, Gertler et Gilchrist (1999) et Mishkin (2001).

(2) L'importance des banques s'établit dans la mesure où ces dernières ont pour fonction de résoudre les problèmes d'asymétrie d'information. Par ailleurs, les imperfections sur les marchés du crédit impliquent également que les emprunts doivent être garantis par la richesse nette des emprunteurs. Dans ces conditions, une prime de financement externe, inversement proportionnelle à la richesse nette des agents, émerge.

(3) En ce sens, l'approche du crédit n'est pas une approche distincte mais bien complémentaire de l'analyse traditionnelle de type monétaire (cf. entre autres Bernanke (2007)).

(4) Cf. notamment Borio et Lowe (2002), ECB (2007) et Gambacorta (2009).

Concomitamment aux mécanismes de transmission monétaire exposés, les outils macroprudentiels affectent directement le bilan des intermédiaires financiers, notamment des banques, et visent à la fois à atténuer leur vulnérabilité aux chocs négatifs et à contenir le risque financier systémique. La transmission des mesures macroprudentielles s'opère à travers les ajustements de comportement des institutions financières face aux contraintes bilancielle qui leur sont imposées.

Dans la mesure où des établissements de crédit en meilleure santé financière (par exemple parce qu'ils sont mieux capitalisés) sont de nature à assurer une transmission plus efficace des impulsions monétaires par les canaux du taux d'intérêt et du crédit, les interactions entre la politique monétaire et la politique macroprudentielle peuvent s'entendre sur le plan de la complémentarité. En outre, en limitant la probabilité de stress systémique, le cadre macroprudentiel profite à la politique monétaire, en ce qu'il réduit la probabilité que cette dernière doive agir au voisinage de la borne inférieure des taux, alors que les institutions financières sont particulièrement vulnérables et que les dysfonctionnements des marchés engendrent des risques pour la stabilité des prix. Inversement, la mise en œuvre de la politique monétaire lorsqu'elle est justifiée par le fait que certains développements financiers font peser des risques jugés importants sur la stabilité des prix

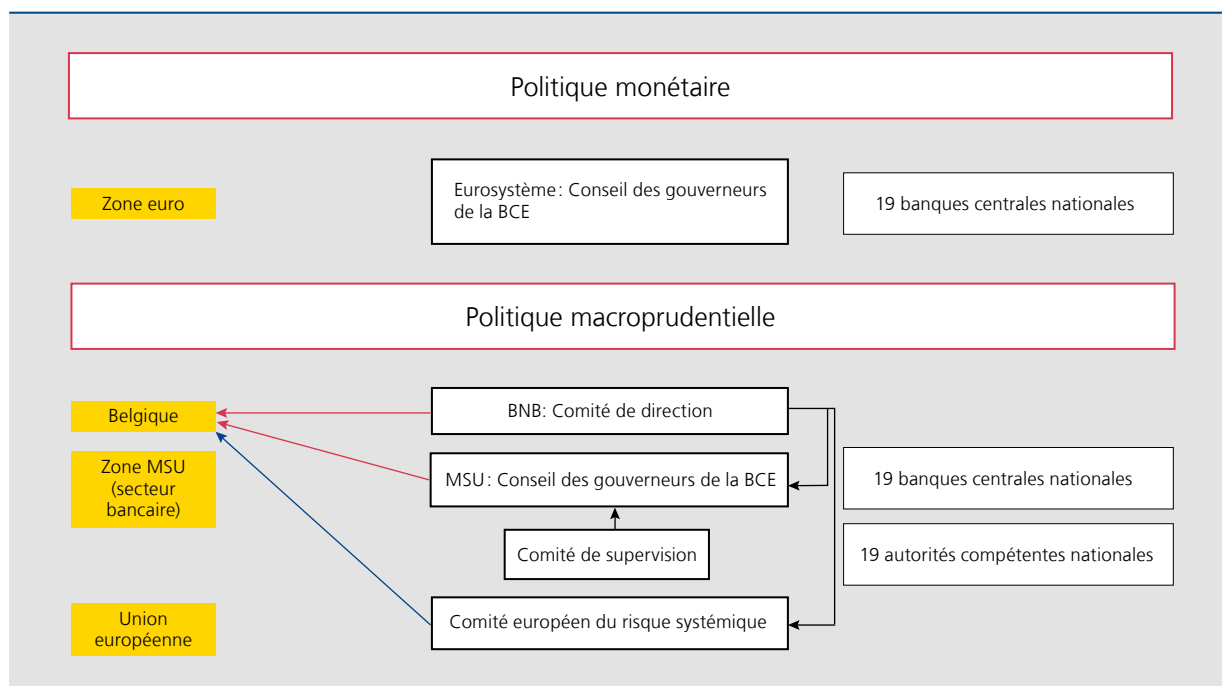
à moyen terme peut également concourir à la stabilité financière.

Si les interactions entre la politique monétaire et la politique macroprudentielle peuvent donc servir les deux objectifs, des retombées négatives sont également possibles. Ainsi par exemple, si la plus grande prise de risque induite par une politique monétaire extrêmement accommodante accroît, en raison de frictions financières, la vulnérabilité du système financier aux chocs, le canal de la prise de risque est susceptible de mettre en péril la stabilité financière.

1.2 Cadre institutionnel

Les interactions, synergies et arbitrages observés entre la politique monétaire et la politique macroprudentielle ont contribué à établir des cadres institutionnels dans lesquels les deux compétences sont exercées par les mêmes institutions, à savoir les banques centrales, et ce tant à l'échelon national qu'aux niveaux de la zone euro et de l'Union européenne (UE). En effet, d'après le règlement européen n° 1092/2010, « les banques centrales nationales devraient jouer un rôle de premier plan dans la surveillance macroprudentielle en raison de leur expertise et de leurs responsabilités existantes en matière

GRAPHIQUE 2 CADRE INSTITUTIONNEL DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE ET DE LA POLITIQUE MACROPRUDENTIELLE EN BELGIQUE



Source : BNB.

Note : Les flèches rouges indiquent un pouvoir de décision direct ; la flèche bleue signale un pouvoir de recommandation.

de stabilité financière »⁽¹⁾. L'implication des banques centrales nationales (BCN) a donc été généralisée, d'autant plus que la plupart des pays européens ont opté pour un modèle institutionnel où les responsabilités dans les matières macroprudentielles incombent aux BCN⁽²⁾. Cela s'explique non seulement par leur expertise, mais également par leur indépendance, leur crédibilité, les synergies potentielles (puisque la banque centrale conduit la politique monétaire et, dans la plupart des cas, est aussi chargée de la surveillance microprudentielle⁽³⁾), ainsi que par les interactions entre les deux domaines politiques. De même, aux niveaux de la zone euro et de l'UE, les BCN et la BCE jouent désormais un rôle décisif dans l'élaboration de la politique macroprudentielle. Cette situation pose des défis pour la conduite des deux politiques, défis qui sont d'autant plus substantiels dans le contexte d'une union monétaire comptant plusieurs niveaux de prise de décision.

La création de l'euro a impliqué l'établissement d'une politique monétaire unique pour tous les pays qui y ont adhéré. Dès lors, un processus de prise de décision centralisé s'imposait. En tant qu'organe directeur de l'Euro-système, l'autorité responsable de la politique monétaire dans la zone euro est le Conseil des gouverneurs de la BCE⁽⁴⁾, dont font partie les gouverneurs des BCN de tous les États membres. Ses décisions s'appliquent dans toute la zone euro.

Le cadre institutionnel de la politique macroprudentielle s'est en revanche organisé de manière décentralisée, avec des autorités compétentes tant à l'échelle nationale qu'aux niveaux de la zone euro et de l'UE. Ce système obéit en partie au fait que les cycles financiers sont hétérogènes d'un pays à l'autre⁽⁵⁾, mais il répond également à la nécessité de permettre à un État d'adopter

des mesures spécifiques visant à garantir la stabilité financière. Cette nécessité s'établit dès lors que les responsabilités (entre autres fiscales) de la gestion des crises financières restent principalement nationales⁽⁶⁾ et que certaines mesures macroprudentielles majeures doivent relever des attributions des gouvernements en raison de leurs importants effets redistributifs. Les institutions supranationales ont quant à elles pour missions de faciliter la coordination entre les différentes politiques nationales et de limiter les retombées négatives potentielles de ces dernières.

En Belgique, l'autorité macroprudentielle nationale est la BNB⁽⁷⁾. Son Comité de direction est l'instance qui décide des mesures qui s'appliquent à l'ensemble du secteur financier belge⁽⁸⁾. Afin de mettre celles-ci en œuvre, il dispose d'instruments spécifiques aux différents secteurs. Dans un souci de coordination avec les autres pays de la zone euro et de l'UE, il est obligé d'informer les institutions supranationales (BCE et Comité européen du risque systémique (CERS)) de son intention de prendre des décisions en matière macroprudentielle, ainsi que de prendre en compte leurs éventuelles objections avant d'exécuter des mesures. Il est aussi compétent pour rendre plus contraignantes des mesures macroprudentielles décidées par la BCE et en vigueur en Belgique. En outre, il peut proposer à la BCE d'imposer des mesures plus strictes aux banques belges soumises à la surveillance directe de cette dernière.

L'attribution des compétences en matière de surveillance bancaire au mécanisme de surveillance unique (MSU), dont tous les pays de la zone euro font partie, implique que la BCE dispose de compétences macroprudentielles générales pour la zone MSU dans son ensemble, mais aussi, éventuellement, spécifiques pour certains pays. Ces compétences sont limitées au secteur bancaire et aux instruments évoqués dans la réglementation européenne (CRR/CRD IV⁽⁹⁾ et règlement MSU⁽¹⁰⁾). Si elle le juge opportun, la BCE peut en outre prendre des mesures additionnelles (*top-up*) à celles adoptées au niveau national. Ce mandat asymétrique (la possibilité d'assouplir les mesures nationales n'existe pas) a pour objectif d'éviter que les autorités nationales n'adoptent une approche exagérément souple dans les matières macroprudentielles. Il s'agit, principalement, de mesures microprudentielles utilisées à des fins macroprudentielles, d'où l'implication dans le processus de décision macroprudentiel tant des nouvelles structures pour la surveillance bancaire que des structures propres en tant que banque centrale⁽¹¹⁾. Toutefois, l'exercice des tâches à caractère (macro)prudentiel doit se réaliser à titre distinct, sans préjudice des missions liées à la politique monétaire⁽¹²⁾ (principe de séparation).

- (1) Règlement (UE) n° 1092/2010 relatif à la surveillance macroprudentielle du système financier dans l'UE et instituant un Comité européen du risque systémique.
- (2) Cf. Knot (2014).
- (3) Dans le cas de la zone euro, si les BCN ont cédé leurs compétences dans ces matières à la BCE (du moins partiellement dans le cas de la supervision), elles sont toujours impliquées dans la mise en œuvre et dans la prise de décision.
- (4) Cf. protocole sur les statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne.
- (5) Cf. Constâncio (2014).
- (6) Cf. NBB (2015).
- (7) Cf. Moniteur belge (2014).
- (8) L'autorité macroprudentielle de la BNB est complétée par des compétences qui sont propres au gouvernement belge lorsque les instruments utilisés ont des effets redistributifs. Pour plus d'informations sur le cadre institutionnel macroprudentiel en Belgique, cf. NBB (2015).
- (9) Cf. directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, modifiant la directive 2002/87/CE et abrogeant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE et règlement n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012.
- (10) Cf. règlement n° 1024/2013 du Conseil du 15 octobre 2013 confiant à la BCE des missions spécifiques ayant trait aux politiques en matière de surveillance prudentielle des établissements de crédit.
- (11) Cf. Grande (2014).
- (12) Cf. règlement (UE) n° 1024/2013 du Conseil.

L'ultime instance de décision en matière macroprudentielle est le Conseil des gouverneurs de la BCE. Il bénéficie de la collaboration du Conseil de surveillance prudentielle, qui rassemble des représentants de la BCE et des autorités compétentes ou désignées des États membres et dont les fonctions comprennent l'analyse et l'élaboration des projets de décision en matière prudentielle. Ces projets sont soumis au Conseil des gouverneurs, qui peut les approuver ou émettre des objections, lors de séances organisées en marge des réunions consacrées à la politique monétaire, et ce afin de maintenir les délibérations séparées⁽¹⁾. Si le Conseil des gouverneurs s'oppose à une décision proposée par le Conseil de surveillance, il doit communiquer ses raisons, en particulier lorsqu'elles sont liées à la politique monétaire. En matière macroprudentielle, le Conseil des gouverneurs peut en outre prendre l'initiative de demander au Conseil de surveillance de soumettre une proposition de mesure ou, à défaut, il peut décider d'une nouvelle mesure sans sa contribution⁽²⁾.

Les BCN qui sont devenues des autorités macroprudentielles nationales (dont la BNB pour la Belgique) sont représentées au sein tant du Conseil de surveillance que du Conseil des gouverneurs de la BCE, et participent dès lors au travail analytique, à l'élaboration des propositions de mesure et à la prise des décisions d'ordre aussi bien macroprudentiel que monétaire.

De même, la BCE est fortement impliquée dans le cadre institutionnel macroprudentiel propre à l'UE, assurant le secrétariat de son autorité principale, le CERS⁽³⁾. Ce dernier peut émettre des alertes en cas de risque systémique et formuler des recommandations quant aux mesures à prendre dans l'ensemble du secteur financier, aux niveaux tant supranational que national. Ces recommandations sont sujettes à un mécanisme *comply or explain* et sont dirigées non seulement vers les autorités macroprudentielles ad hoc mais aussi vers d'autres instances de pouvoir (telles que les pouvoirs législatifs ou exécutifs). Le CERS ne peut pas utiliser directement les instruments de politique macroprudentielle, mais sa capacité d'influencer les décisions s'est révélée notable malgré son manque de pouvoir au sens strict (*hard power*).

En conclusion, le cadre institutionnel de la politique macroprudentielle dans la zone euro implique que les décisions de politique macroprudentielle sont prises et appliquées à plusieurs échelons (national, zone MSU/zone euro et UE), alors que la politique monétaire est unique

pour l'ensemble de la zone euro. Une autre caractéristique fondamentale en est que les banques centrales (incluant la BCE et la BNB) participent à part entière à l'élaboration des mesures et à la prise des décisions de politique monétaire et de politique macroprudentielle, à tous les niveaux. Cela pose des défis, en termes de coordination, d'une part, et en termes de séparation des deux domaines, d'autre part, et ce même si la loi prévoit pour la BCE une séparation stricte entre les deux responsabilités.

2. L'arbitrage entre la stabilité des prix et la stabilité financière

La nature des interactions entre la politique monétaire et la politique macroprudentielle est déterminée par les arbitrages (*trade-offs*) entre la stabilité des prix et la stabilité financière. Dans cette partie, nous démontrons, à l'aide d'un modèle théorique complété par des exemples pratiques, que l'intensité de ces arbitrages dépend dans une large mesure du type de chocs susceptibles de survenir à certains moments.

À plus long terme, il se peut toutefois que l'arbitrage entre les deux objectifs soit peu pertinent, voire inexistant. La raison en est que la stabilité des prix est nécessaire, mais non suffisante, pour garantir la stabilité financière, et vice versa. Aussi la politique monétaire et la politique prudentielle sont-elles complémentaires et contribuent-elles ensemble à créer un environnement macroéconomique stable. Il est néanmoins possible que, par moments, les cycles réels et financiers évoluent de manière moins synchrone, ou que certains chocs entraînent à court terme un arbitrage entre les objectifs macroéconomiques et les objectifs financiers. Dans de tels cas, il est moins question de complémentarité, et les deux domaines peuvent alors évoluer en sens contraires. Nous illustrons cette thèse par des simulations reposant sur un modèle macrofinancier structurel (Gelain et Ilbas, 2014). L'hypothèse de départ est que, à la base, l'économie est en équilibre, mais que cet équilibre est perturbé par, respectivement, un choc de demande négatif et un choc d'offre positif.

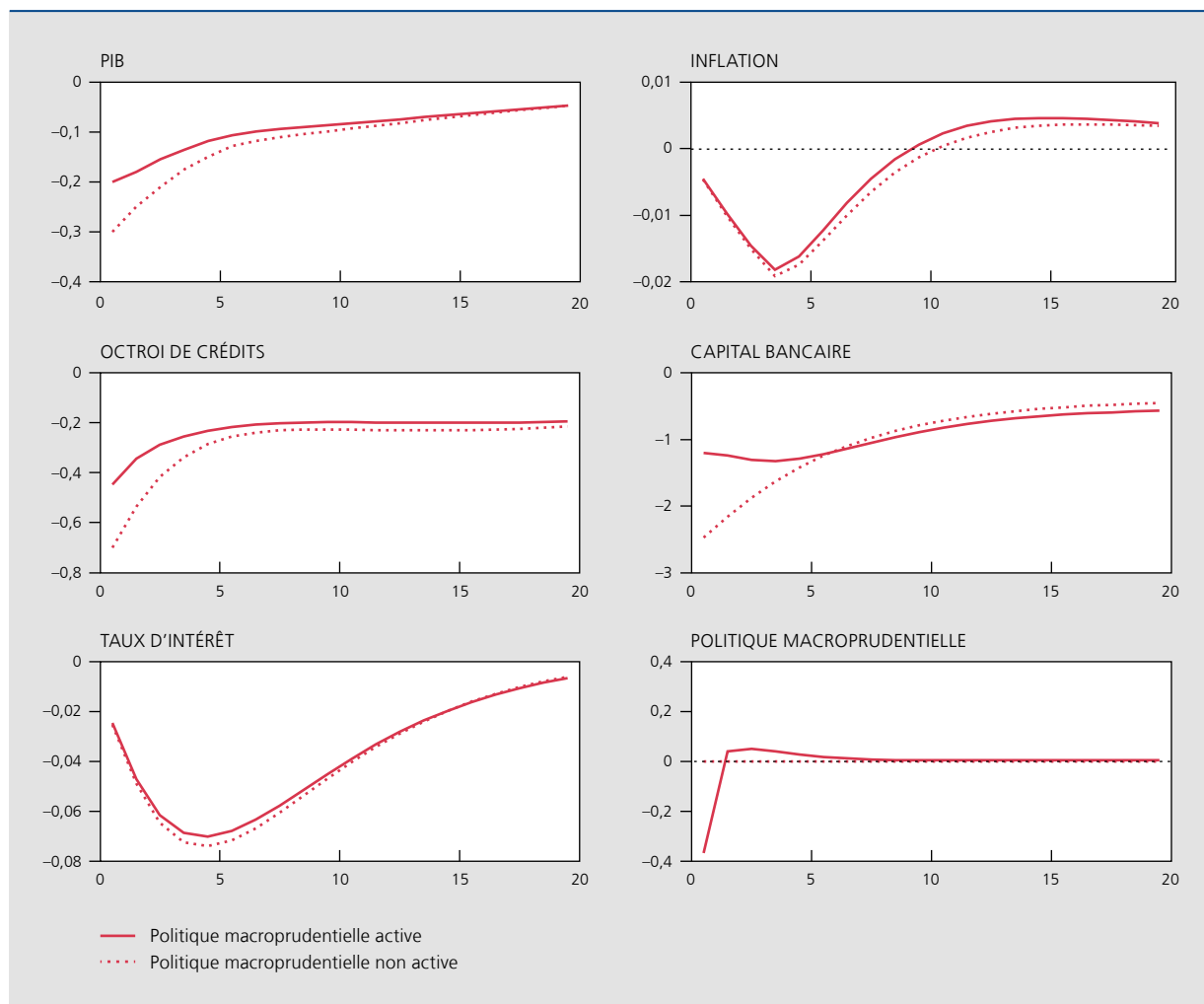
Le graphique 3 présente le cas d'un choc de demande négatif. Ce choc peut par exemple être la conséquence d'une baisse de la confiance des consommateurs à la suite de nouvelles défavorables et/ou de tensions sur les marchés financiers, qui comprime la demande de biens et de services et réduit les investissements des entreprises. Dans ce contexte, le PIB se contracte et l'inflation recule. Cet essoufflement de la demande entraîne également un repli de l'octroi de crédits au sein de l'économie et une diminution du capital bancaire. En effet, l'affaiblissement de l'économie provoque une augmentation des défauts

(1) La décision BCE/2014/39 de la BCE prévoit des dispositions pour séparer ses fonctions liées à la politique monétaire de celles liées à la surveillance prudentielle.

(2) BCE (2014a).

(3) Cf. règlement (UE) n° 1092/2010 du Conseil.

GRAPHIQUE 3 ILLUSTRATION D'UN CHOC DE DEMANDE NÉGATIF⁽¹⁾
(pourcentages d'écart par rapport aux valeurs d'équilibre à long terme)



Source : Gelain et Ilbas, 2014.

(1) Axe des ordonnées : écart par rapport aux valeurs d'équilibre à long terme (pourcentages); axe des abscisses : unité de temps (trimestres).

de paiement, ce qui pèse sur la rentabilité des banques, et donc sur leur capital.

Le graphique montre la réaction d'un certain nombre d'agrégats macroéconomiques, exprimée en pourcentage d'écart par rapport aux valeurs d'équilibre à long terme (axe des ordonnées), au fil du temps, exprimé en trimestres (axe des abscisses), et ce dans le cadre de deux scénarios alternatifs. Dans le premier, l'hypothèse est que la politique macroprudentielle n'est pas active (ligne brisée). En réaction à la crise et au bas niveau de l'inflation, la politique monétaire ferait baisser les taux d'intérêt à court terme. Le second illustre ce qui se produirait lorsque la politique macroprudentielle est active (ligne pleine), sous la forme d'un impôt/subside contracyclique sur le capital bancaire. Ce type de politique macroprudentielle

peut également être considéré comme une approximation du fonctionnement du coussin de capital contracyclique (*countercyclical capital buffer* – CCB). Dans ce cas, une politique macroprudentielle active allégerait les exigences de CCB afin de relancer l'octroi de crédits et, partant, la demande. La diminution du capital bancaire est dès lors plus limitée que dans le contexte du scénario précédent. Comme une politique de CCB active atténue l'effet négatif du choc de demande, les conséquences défavorables pour l'économie réelle sont elles aussi plus modérées, et l'inflation recule plus faiblement. Dès lors, la banque centrale doit moins comprimer les taux d'intérêt à court terme qu'en l'absence d'une politique macroprudentielle.

Il ressort de cet exemple que les deux autorités chargées de ces politiques réagissent de manière analogue pour

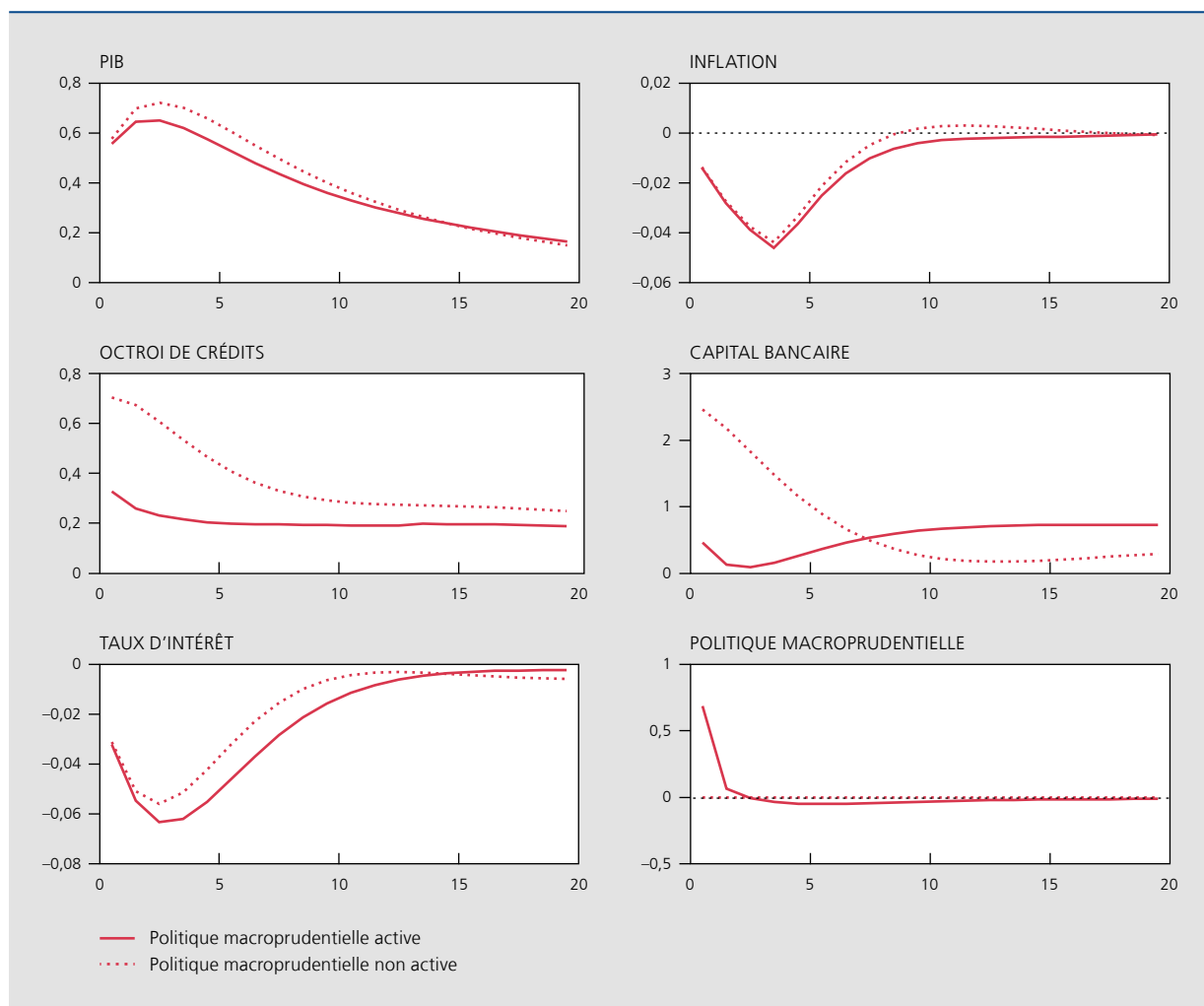
relancer l'économie. Toutes deux répondent en effet à un choc de demande négatif en menant une politique accommodante. Les mesures adoptées peuvent donc être considérées comme complémentaires, de sorte qu'il est difficile de parler de conflit entre la stabilité des prix et la stabilité financière.

Une telle situation a été observée dans la zone euro entre 2008 et 2010, lorsqu'un choc de demande négatif généralisé a suivi la faillite de Lehman Brothers aux États-Unis en septembre 2008. Cet évènement a causé, entre autres, une chute soudaine de la confiance des consommateurs et des entreprises qui, associée à la paralysie du crédit bancaire (conséquence de la crise financière), a donné lieu à une grave récession : entre le premier trimestre de 2008 et le deuxième trimestre de 2009, le PIB de la zone euro a plongé de 5,8 %, avant de repartir à la hausse.

Dans le même temps, le taux d'inflation sous-jacente de la zone euro, qui ne tient pas compte de l'incidence directe de la volatilité des prix des matières premières (très vive pendant cette période), est retombé d'une moyenne proche de 2 % à la fin de 2008 et au début de 2009 à 0,8 % en février 2010. La tendance baissière des variables macroéconomiques était également manifeste dans les indicateurs de crédit, se traduisant par un effondrement des prêts bancaires aux entreprises, dont les flux nets sont devenus négatifs dans un contexte de faible demande et de distorsions au niveau de l'offre de crédit des banques affectées par la crise financière.

Les autorités ont réagi à cette crise en mettant en œuvre des mesures monétaires expansionnistes. La BCE a fortement diminué les taux d'intérêt directeurs et a fourni des liquidités aux banques, réduisant ainsi leurs coûts de financement.

GRAPHIQUE 4 ILLUSTRATION D'UN CHOC D'OFFRE POSITIF⁽¹⁾
(pourcentages d'écart par rapport aux valeurs d'équilibre à long terme)



Source : Gelain et Ilbas, 2014.

(1) Axe des ordonnées : écart par rapport aux valeurs d'équilibre à long terme (pourcentages) ; axe des abscisses : unité de temps (trimestres).

Étant peu reconnues et répandues avant et au début de la crise, les mesures macroprudentielles n'ont pas été activées dans la zone euro à ce moment-là. Toutefois, comme en témoignent les réponses impulsives du modèle, ces mesures auraient impliqué un assouplissement des conditions afin de faciliter l'octroi de crédits. Dans le contexte des réformes de la réglementation financière en général, et bancaire en particulier, mises en place à la suite de la crise, il convient de noter que le cadre prudentiel a par contre pu avoir un effet restrictif sur le crédit.

Le graphique 4 illustre un choc d'offre positif, tel que provoqué par exemple par un progrès technologique. Dans ce cas, nous constatons que le PIB s'accroît et que l'octroi de crédits est stimulé (par exemple, à la suite d'une hausse des anticipations quant aux revenus futurs, qui dope les dépenses actuelles), tandis que l'inflation se replie. La politique monétaire réagit à la faiblesse de l'inflation en abaissant les taux d'intérêt. Lorsque la politique macroprudentielle contracyclique est en place (ligne pleine), elle va être durcie face au rebond de l'octroi de crédits, par exemple par une augmentation des exigences de CCB. Cette dernière mesure pèsera sur l'octroi de crédits et sur la demande, de sorte que les pressions à la baisse sur les prix à la consommation vont s'alourdir, entraînant un nouvel assouplissement de la politique monétaire.

Contrairement à ce qu'on observe dans l'exemple d'un choc de demande négatif, les deux autorités prendront ici des mesures contradictoires, et les effets de chacune des politiques seront en partie annihilés par ceux de l'autre. La politique monétaire sera assouplie en réaction au bas niveau de l'inflation, tandis que la politique macroprudentielle sera durcie pour modérer l'octroi de crédits. Les mesures adoptées ne seront dès lors pas complémentaires. Il y aura donc conflit entre la stabilité des prix et la stabilité financière.

Dans la pratique, il est difficile d'isoler un choc économique d'offre significatif. Contrairement aux chocs de demande qui se manifestent généralement de manière abrupte et importante, les chocs d'offre prennent en effet habituellement plutôt la forme d'une série de chocs de moindre ampleur. La phase d'expansion économique que la zone euro a traversée entre 2003 et 2007 peut toutefois faire écho aux mécanismes découlant du choc technologique positif présenté dans le cadre du modèle.

Au début des années 2000, dans un contexte d'intégration rapide et croissante au sein de l'économie mondiale de

nouveaux acteurs tels que la Chine, l'Inde et d'autres économies émergentes, la zone euro a en effet accru ses importations en provenance de producteurs bon marché. Ces pressions à la baisse sur le coût des biens intervenant dans la production des entreprises de la zone euro peuvent être assimilées à des chocs d'offre positifs, dans la mesure où la production des entreprises s'est intensifiée, ce qui a engendré un gonflement de l'offre par rapport à la demande. En outre, la possibilité de délocaliser la production dans ces pays à bas coûts, synonyme d'une augmentation considérable de la réserve de main d'œuvre disponible, a également été de nature à renforcer – bien que de manière moins directe – les capacités d'offre de l'économie.

Dans cet environnement, l'inflation est restée contenue: le taux annuel de croissance du déflateur du PIB, qui constitue un indice de prix pour la valeur ajoutée produite dans une économie, s'est ainsi inscrit en recul entre 2003 et 2007, affichant une moyenne de 2 %, contre 2,5 % les deux années précédentes⁽¹⁾. Dans le même temps, certains risques financiers ont émergé. La plus grande ouverture économique a en effet entraîné une vague d'optimisme concernant les revenus futurs. Cela s'est par exemple traduit par une progression moyenne réelle de quelque 30 % du crédit au secteur privé dans la zone euro entre 2003 et 2007, avec des évolutions encore plus prononcées dans certains pays de la périphérie (ces derniers ayant enregistré une baisse rapide des taux d'intérêt nominaux au début des années 2000). Dans un contexte où le recours aux instruments macroprudentiels était quasi inexistant, la réponse en termes de politique monétaire de la BCE a été de procéder, dès la fin de 2005, à des relèvements de taux directeurs (de 2 % en 2005 à 4,25 % en 2008). En dépit d'une inflation intérieure relativement basse, les fortes expansions de la masse monétaire et du crédit ont en effet justifié un resserrement des conditions monétaires, dans la mesure où il a été jugé que cette évolution faisait peser des risques substantiels sur la stabilité des prix sur un horizon allant du moyen au long terme⁽²⁾. La section 3.2 commente également le déroulement du cycle financier au cours de cette période.

3. Faut-il adopter une politique à contre-courant (*leaning against the wind*) ?

3.1 Modalités et finalités de la politique à contre-courant

Il ressort des constats exposés dans la partie précédente que, lorsque l'économie est confrontée à un choc de demande, la politique monétaire et la politique macroprudentielle sont généralement complémentaires. La stabilité

(1) Il convient de noter que, durant cette période, les prix des matières premières ont toutefois considérablement augmenté, et l'inflation globale s'est donc inscrite en hausse. C'est en l'absence d'effets de second tour que l'inflation intérieure est restée relativement basse.

(2) Cela dit, malgré l'augmentation des taux directeurs, la politique monétaire est restée relativement accommodante durant la période considérée.

des prix et du PIB va dans ce cas de pair avec la stabilité financière.

Cependant, dans le cas d'un choc d'offre, ces politiques ne sont plus nécessairement complémentaires. Ainsi, lors d'un choc positif, le PIB va progresser (de même que l'octroi de crédits), tandis que l'inflation va reculer puisque, en raison des imperfections qui règnent sur les marchés des biens et du travail, le PIB va augmenter moins que son potentiel. Dès lors, la politique monétaire va réagir à la faiblesse de l'inflation en abaissant les taux d'intérêt (assouplissement). La politique prudentielle s'attachera pour sa part à garder à l'œil la hausse de l'octroi de crédits et les risques qu'elle entraîne, et aura donc tendance à se faire plus stricte. Il est donc très clair qu'un arbitrage devra être opéré entre plusieurs objectifs. Le potentiel de conflits et d'erreurs de coordination s'intensifie, ce qui renforce l'argumentaire en faveur d'une stratégie commune en matière de politique monétaire et de politique macroprudentielle. La question de savoir s'il y a lieu d'adopter une politique allant à contre-courant gagne donc en pertinence.

Une telle politique de *leaning against the wind* (littéralement, «s'appuyer contre le vent») consiste à durcir la politique monétaire au-delà de ce que les circonstances semblent exiger, afin de garantir la stabilité des prix à court (et à moyen) terme(s), de manière à endiguer les risques potentiels pour la stabilité financière.

Bien que la plupart des observateurs s'accordent sur le rôle actif que la politique macroprudentielle a joué dans le maintien de la stabilité financière après la crise, il n'y a encore aucun consensus, que ce soit au niveau académique ou politique, quant à savoir si la politique monétaire doit «aller à contre-courant» et, si oui, sur les conséquences que cela aurait pour les stratégies communément utilisées par les banques centrales pour maintenir une inflation faible et stable. La discussion menée dans le passé sur la question de savoir si la politique monétaire devait tenir compte de l'évolution des prix des actifs peut être vue comme un précurseur du débat actuel sur le degré de coordination entre la politique macroprudentielle et la politique monétaire. Cette discussion a toutefois jusqu'ici eu lieu à une échelle plus modeste, et les défenseurs d'un rôle plus actif de la politique monétaire en matière de prix des actifs (cf. par exemple Cecchetti et al., 2000) sont, à ce jour, peu nombreux. En outre, certains ont fait valoir en guise de contre-argument que, hormis l'effet sur les anticipations d'inflation, une réaction aux prix des actifs n'a que peu d'avantages, et ce en raison des difficultés rencontrées pour détecter les surévaluations et les sous-évaluations sur les marchés (cf. par exemple Bernanke et Gertler, 2001).

Dans le sillage de la crise financière, ce débat a repris de la vigueur, et on s'est demandé si la politique monétaire avait contribué aux déséquilibres financiers. On a entendu, entre autres arguments, que la politique monétaire aurait dû se faire plus restrictive au milieu des années 2000, en dépit de l'absence de risques haussiers pour la stabilité des prix, afin de freiner l'apparition de déséquilibres financiers (que rendait notamment possible l'absence, à cette époque, d'une politique macroprudentielle active). Les variations des taux directeurs influencent en effet le degré d'endettement des banques, la qualité de leurs actifs et leur appétence pour le risque, facteurs qui modifient à leur tour la disponibilité et le coût du financement bancaire pour les emprunteurs. Selon Borio et Zhu (2008), le «canal de la prise de risque» de la politique monétaire, expression qui relie explicitement la politique monétaire à l'appétence pour le risque des banques, et donc à l'octroi de crédits bancaires, est suffisamment important pour confier à la politique monétaire un rôle actif de découragement de la prise de risques excessifs en période d'expansion économique (cf. par ailleurs Adrian et Shin, 2010). Bien qu'il ait été démontré que toutes les grandes crises financières ont été précédées de périodes d'expansion très rapide du crédit (cf. par exemple Reinhart et Rogoff, 2009), le débat sur la mesure dans laquelle la stabilité financière doit faire partie des missions premières de la politique monétaire n'est pas clos. Le nouveau cadre de la politique macroprudentielle aura des conséquences diverses pour la politique monétaire, qui seront fonction de la position adoptée par les décideurs. Deux points de vue opposés sont examinés ci-après.

Les partisans d'un rôle actif de la politique monétaire dans le nouveau cadre des politiques macroprudentielles sont d'avis que la banque centrale doit s'acquitter d'une mission plus étendue que dans la situation actuelle, où elle se préoccupe exclusivement de la stabilité des prix. Pour ce faire, elle doit tenir compte des effets de sa politique sur le comportement en matière de prise de risque et, si nécessaire, intervenir pour éviter une hausse de l'octroi de crédits, c'est-à-dire réagir à l'apparition de déséquilibres financiers, dans la mesure où la politique macroprudentielle en tant que telle pourrait ne pas suffire à cet égard (cf. par exemple De Grauwe, 2008, et Borio, 2011). Compte tenu du fait que les déséquilibres financiers s'accumulent généralement sur une période relativement longue, Bean (2003) suggère également que la politique monétaire puisse envisager les choses à plus long terme qu'elle ne le fait actuellement avec sa cible d'inflation à moyen terme. Woodford (2011) propose une «extension naturelle du régime flexible de cibles d'inflation», qui consisterait à assigner à la banque centrale un objectif de stabilité financière en complément de ses finalités habituelles de stabilité des prix et de la production. La banque

centrale doit par ailleurs prendre en compte la transformation des échéances par les établissements financiers, de même que leur endettement, afin d'évaluer le risque systémique et de réagir de manière appropriée par la voie des taux directeurs.

Suivant ce point de vue, la banque centrale de Suède (Sveriges Riksbank) a opté pour le relèvement des taux à partir de l'été 2010, dans le sillage de la crise (politique de *leaning against the wind*), et ce afin de freiner l'endettement croissant des ménages et l'augmentation des prix des logements.

Selon les détracteurs de la politique d'extension des objectifs de la politique monétaire sur le terrain de la stabilité financière, les instruments macroprudentiels spécifiques (comme les coussins de capital et de liquidité, les ratios *loan-to-value* (ratios LTV), etc.) sont nettement plus aptes à veiller à la stabilité financière que la politique monétaire. Svensson (2012) souscrit au point de vue prônant la séparation entre la politique monétaire et la politique prudentielle et indique qu'il ne faut pas accorder entre eux le monétaire et le prudentiel, précisant que la stabilité financière n'est pertinente pour la politique monétaire que dans la mesure où elle influence les perspectives à moyen terme en matière d'inflation et d'emploi. Cette argumentation n'implique pas de changement par rapport au cadre qui était en vigueur avant la crise en matière de ciblage d'inflation. À cet égard, Svensson (2012) pointe par ailleurs que la politique de *leaning against the wind* de la Sveriges Riksbank n'a pas livré de résultats bien tranchés. Ainsi, cette politique aurait entraîné des coûts sous la forme d'une baisse de l'inflation et d'une augmentation du chômage, qui, à leur tour, ont menacé à nouveau la stabilité financière par la voie d'un alourdissement de la charge réelle de la dette.

Bernanke (2011) reconnaît que l'importance de la stabilité financière a été sous-estimée au cours de la période qui a précédé la crise et qu'il faut désormais lui accorder l'attention qu'elle mérite, de manière à ce que la stabilité financière prenne autant d'importance que la stabilité des prix et que ces deux finalités puissent devenir des missions complémentaires de la banque centrale. Il fait valoir que cela ne doit pas donner lieu à de grands changements dans le cadre de la politique monétaire (axée sur la stabilité des prix), puisque la question de savoir si la politique monétaire est à même d'activer les instruments adéquats ou si, au contraire, il existe des instruments macroprudentiels plus appropriés reste à ce stade sans réponse.

En Suisse, la réaction politique à l'augmentation inquiétante de l'endettement et au rebond des prix sur les marchés de l'immobilier en 2012 est conforme à ce point

de vue. La Banque nationale suisse a ainsi choisi de ne pas aller à contre-courant et de maintenir sa politique accommodante, eu égard aux perspectives de faiblesse de l'inflation. Plutôt que de laisser les taux directeurs partir à la hausse, le CCB sectoriel a été mis en place à la fin de 2012 afin de modérer l'endettement et de tempérer l'accélération des prix des logements. Un an plus tard, le CCB a été renforcé, passant de 1 à 2 % des actifs pondérés garantis de manière directe ou indirecte par des biens immobiliers suisses.

Il semble donc que la réponse à la question de savoir si – et dans quelle mesure – la politique monétaire doit aller à contre-courant dépende en pratique d'une série de facteurs secondaires. Nous nous penchons ci-après sur deux d'entre eux. D'une part, la nature des déséquilibres financiers joue un rôle : sommes-nous en présence de déséquilibres sectoriels ou généralisés ? D'autre part, le fait que la politique prudentielle dispose d'instruments appropriés importe également : ces instruments sont-ils de nature à endiguer efficacement les risques systémiques ?

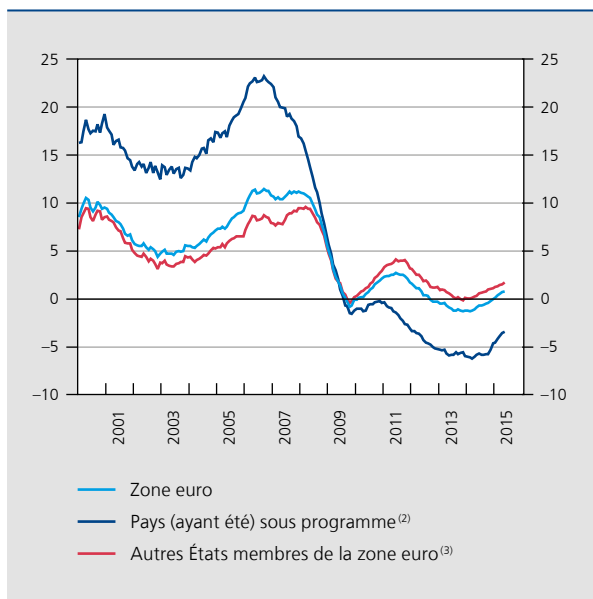
3.2 Les déséquilibres sont-ils spécifiques ou généralisés ?

Un exemple typique de déséquilibres sectoriels est le développement de bulles sur certains marchés d'actifs, telles les hausses excessives des prix des logements. Lorsqu'on soupçonne l'existence d'une bulle locale, des mesures macroprudentielles ciblées, comme une réduction des ratios LTV, sont plus aptes à comprimer les risques pesant sur la stabilité financière que ne l'est la politique monétaire. Agir sur les taux directeurs pourrait en effet requérir un net relèvement des taux, ce qui pourrait affaiblir l'ensemble de l'économie réelle et compromettre la stabilité des prix.

Dans le contexte de la zone euro, l'argumentaire en faveur du *leaning against the wind* est en tout état de cause moins puissant lorsqu'il s'agit de déséquilibres propres à un pays (et/ou à un secteur). Dans ce cas, ce sont plutôt les outils macroprudentiels qui semblent efficaces, dans la mesure où ils peuvent être adaptés aux spécificités du pays (et/ou du secteur). Les arguments en faveur du *leaning against the wind* gagnent en importance à mesure qu'augmente le risque de propagation au reste de l'économie, ou qu'apparaissent des déséquilibres à un niveau plus agrégé.

À quoi ressemble l'hétérogénéité des déséquilibres financiers dans la zone euro : sont-ils à l'heure actuelle généralisés ou cantonnés à certains pays ou secteurs – et qu'en était-il avant l'éclatement de la crise

GRAPHIQUE 5 CROISSANCE DU CRÉDIT BANCAIRE AU SECTEUR PRIVÉ AU SEIN DE LA ZONE EURO⁽¹⁾
(pourcentages de variation annuelle)



Sources: BCE, BNB.

- (1) Encours total de l'octroi de crédits par les banques résidentes aux ménages et sociétés non financières résidents, en ce compris les prêts titrisés (les données antérieures à janvier 2010 concernent les prêts au secteur privé non bancaire et n'ont pas été corrigées pour les prêts titrisés).
- (2) Grèce, Irlande, Portugal et Espagne, moyenne pondérée sur la base de leur PIB nominal (à l'exclusion de Chypre, les données pour ce pays n'étant pas disponibles pour l'intégralité de la période).
- (3) À l'exception de l'Estonie, de la Lettonie, de la Lituanie, de Malte, de la Slovaquie et de la Slovaquie (pas de données disponibles pour l'ensemble de la période), moyenne pondérée sur la base de leur PIB nominal.

financière? Outre par les disparités entre secteurs, la zone euro se démarque aussi par une grande hétérogénéité entre les pays, en particulier en ce qui concerne le cycle financier. Nous illustrons ce cycle financier dans les différents États membres par l'évolution de l'expansion du crédit bancaire aux ménages et aux sociétés non financières.

Même si les points de retournement des cycles sont étroitement corrélés, le cycle financier se caractérise, dans les pays sous programme – ou qui l'ont été – (Grèce, Irlande, Portugal et Espagne), par une amplitude beaucoup plus élevée que dans les autres États de la zone euro. En moyenne, ces pays affichaient avant la crise une croissance du crédit deux fois plus vive que dans les autres États membres, assortie de la formation d'importants déséquilibres financiers (spécifiques aux pays respectifs) et se traduisant notamment par une augmentation du déficit du compte courant national.

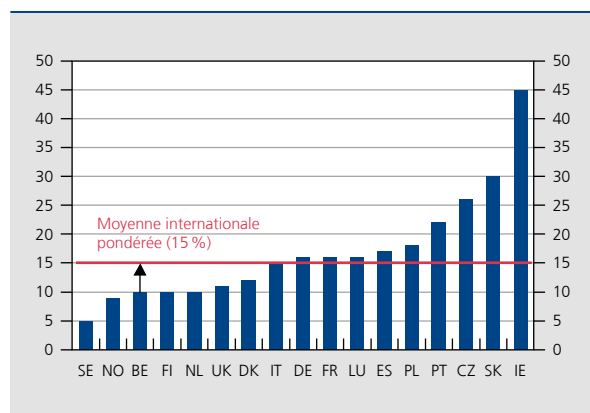
Dans la zone euro, la politique monétaire – qui vise à sauvegarder la stabilité des prix dans l'union monétaire dans son ensemble – n'est pas bien armée pour corriger

ces déséquilibres propres aux pays respectifs, et ce qu'ils soient la conséquence de chocs asymétriques ou de disparités structurelles. De plus, vu que l'action de la politique monétaire ciblerait par exemple les États dont le marché du crédit est en surchauffe, la correction de ces déséquilibres ne résoudrait pas l'hétérogénéité entre les pays, cette politique étant susceptible de s'avérer trop restrictive pour les autres États membres.

Dans un tel environnement, non seulement une politique macroprudentielle (spécifique au pays) est indiquée pour préserver la stabilité financière, mais elle pourrait également éviter que la politique monétaire unifiée n'aggrave certains déséquilibres. En outre, la politique macroprudentielle offre l'avantage de permettre de procéder de manière plus ciblée, par exemple en imposant, en matière de crédits hypothécaires, un ratio LTV plus restrictif s'il s'avérait que le crédit n'est en forte croissance que sur ce segment.

La question reste de savoir si ce type de mesures macroprudentielles (nationales) auraient suffi pour couvrir complètement, durant la première décennie de la troisième phase de l'UEM, les risques qui pesaient sur la stabilité financière dans les pays sous programme (ou l'ayant été), et pour rapprocher leur cycle financier de la moyenne de la zone euro. Néanmoins, ex post, on peut estimer que le CCB – qui est l'un des fers de lance de la nouvelle politique macroprudentielle dans la zone euro – aurait pris de l'ampleur dans ces pays compte tenu de la vive expansion du crédit. Cela aurait a priori limité la croissance du crédit à un stade plus précoce

GRAPHIQUE 6 CRÉDITS HYPOTHÉCAIRES PONDÉRÉS PAR LES RISQUES: COMPARAISON INTERNATIONALE⁽¹⁾
(pourcentages)



Sources: ABE, BNB.

- (1) Pondération des risques utilisée par les banques recourant à un modèle NI (fondé sur les notations internes) pour calculer leurs exigences de fonds propres réglementaires. Données telles que publiées dans le Fourth report on the consistency of risk weighted assets (EBA, juin 2014).

et/ou les conséquences d'une récession subséquente pour la stabilité financière⁽¹⁾.

Les déséquilibres sectoriels peuvent eux aussi justifier l'utilisation d'instruments macroprudentiels ciblés. Ainsi, la Banque a estimé en 2013 que les marchés belges du logement et des prêts hypothécaires présentaient des risques potentiels, en raison notamment de l'envol des prix des logements et de l'octroi des crédits hypothécaires durant la dernière décennie, ainsi que de la tendance à assouplir les critères d'octroi de crédits (échéances plus éloignées, quotités de crédit en hausse).

Pour accroître la résilience des banques face à un éventuel choc négatif sur le marché hypothécaire, la Banque a jugé opportun, à la fin de 2013, de mettre en œuvre pour la première fois un nouvel instrumentaire macroprudentiel.

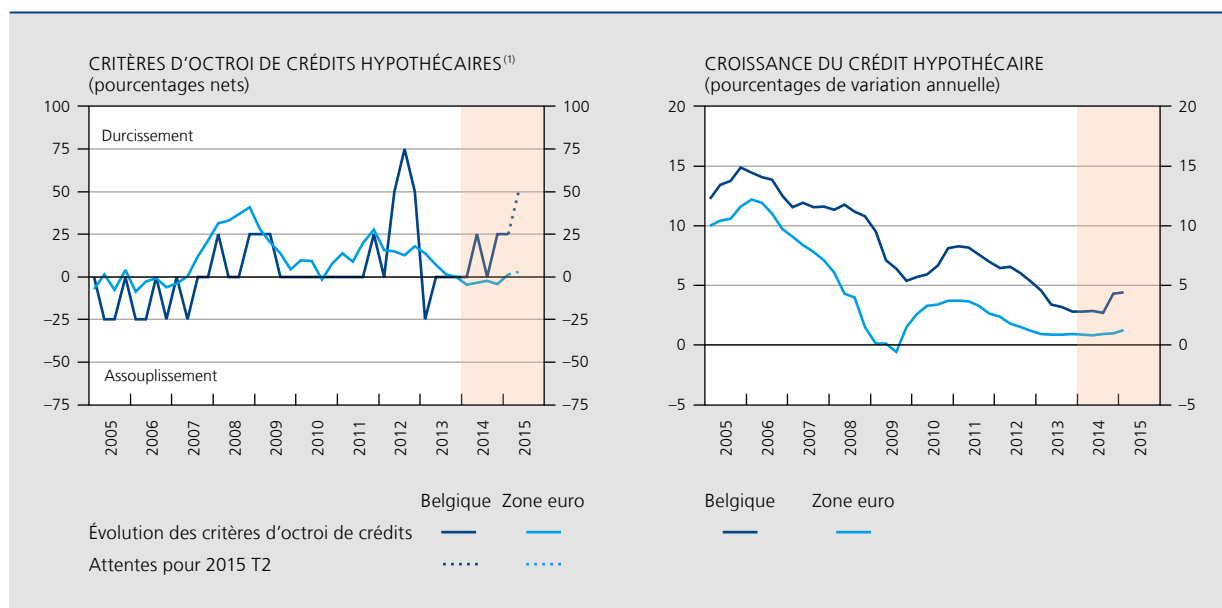
- (1) Ainsi, Jiménez et al. (2012) ont constaté qu'en Espagne, où un CCB avait été mis en place en 2000 et amendé en 2005 et en 2008, la mesure a quelque peu modéré le cycle du crédit.
- (2) Selon la Banque, l'exigence de capital supplémentaire résultant de la mesure se serait élevée à 600 millions d'euros (cf. NBB, 2015). En pratique, toutefois, cette mesure n'a pas entraîné d'augmentation effective du capital des banques, parce que le capital nécessaire était déjà présent. Ainsi, une réduction limitée du ratio des fonds propres a été opérée. Cela indique donc que les banques ont réalisé l'essentiel de l'ajustement du côté du passif et non en se défaisant d'une partie des actifs pondérés par les risques.
- (3) Ainsi, aux Pays-Bas, les trois plus grandes banques se sont vu imposer un coussin de capital systémique supplémentaire de 3% du total des actifs pondérés par les risques (et un coussin de 1% pour la quatrième plus grande banque). Selon la Nederlandsche Bank, les trois premières banques du pays couvrent plus de 80% du marché (DNB, 2012). Il faut noter que cette mesure vise à couvrir le risque systémique et ne peut dès lors être directement comparée directement à la mesure qui cible le crédit hypothécaire en Belgique.

Plus spécifiquement, il a été prévu, par la voie de l'arrêté royal du 8 décembre 2013, d'augmenter de 5 points de pourcentage la pondération du risque appliquée par les banques aux prêts hypothécaires. La mesure est applicable aux banques recourant à un modèle fondé sur les notations internes (NI) et adapte les pondérations du risque pour les prêts hypothécaires belges utilisées dans ces modèles pour les rapprocher de la moyenne d'un groupe de pays européens (en les faisant passer de 10 à 15%).

Sur la base de l'encours du portefeuille des prêts hypothécaires à la fin de 2013 (165 milliards d'euros), cela implique une augmentation des actifs pondérés par les risques de 8,2 milliards d'euros. En supposant que les banques souhaitent conserver par exemple l'exigence minimum de 8% de fonds propres pour ces actifs, cela se traduit par une exigence de capital supplémentaire d'environ 700 millions d'euros, soit 0,2% du PIB. Les banques peuvent toutefois plutôt décider de réduire leurs actifs pondérés par les risques (pas nécessairement sur le segment hypothécaire) pour répondre aux exigences de fonds propres renforcées⁽²⁾.

Il n'est pas simple de procéder à une évaluation de l'incidence macroéconomique de cette mesure. On peut toutefois signaler que son ampleur est relativement modeste par rapport à celle de certaines mesures macroprudentielles qui ont été prises dans d'autres pays⁽³⁾. Aussi l'évolution des critères d'octroi de crédits hypothécaires

GRAPHIQUE 7 ÉVALUATION DE LA MESURE MACROPRUDENTIELLE SUR LE MARCHÉ DU CRÉDIT HYPOTHÉCAIRE EN BELGIQUE



Sources: BCE, BNB.

(1) Pourcentages nets des réponses des banques faisant état d'un durcissement des critères d'octroi de crédits par rapport au trimestre précédent (enquête sur la distribution du crédit bancaire).

des banques (incidence sur la stabilité financière) et la progression de la croissance du crédit (incidence macro-économique) peuvent constituer un bon indicateur.

Depuis l'instauration de la mesure à la fin de 2013, les banques belges ont, selon l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, durci leurs critères d'octroi de crédits pour les prêts hypothécaires, s'écartant ainsi de la tendance observée dans la zone euro, où un certain relâchement à ce niveau a été constaté. Le resserrement du crédit hypothécaire contraste également avec l'assouplissement des critères d'octroi de crédits aux entreprises opéré par les banques belges au cours de cette période.

Néanmoins, à la fin de 2014, le taux de variation annuelle du crédit hypothécaire a augmenté à nouveau. La politique monétaire accommodante (qui a entraîné une nouvelle baisse des taux hypothécaires) et, à la fin de 2014, l'anticipation d'un traitement fiscal moins favorable des nouveaux prêts hypothécaires en Flandre à partir de 2015, ont joué un rôle dans cette évolution.

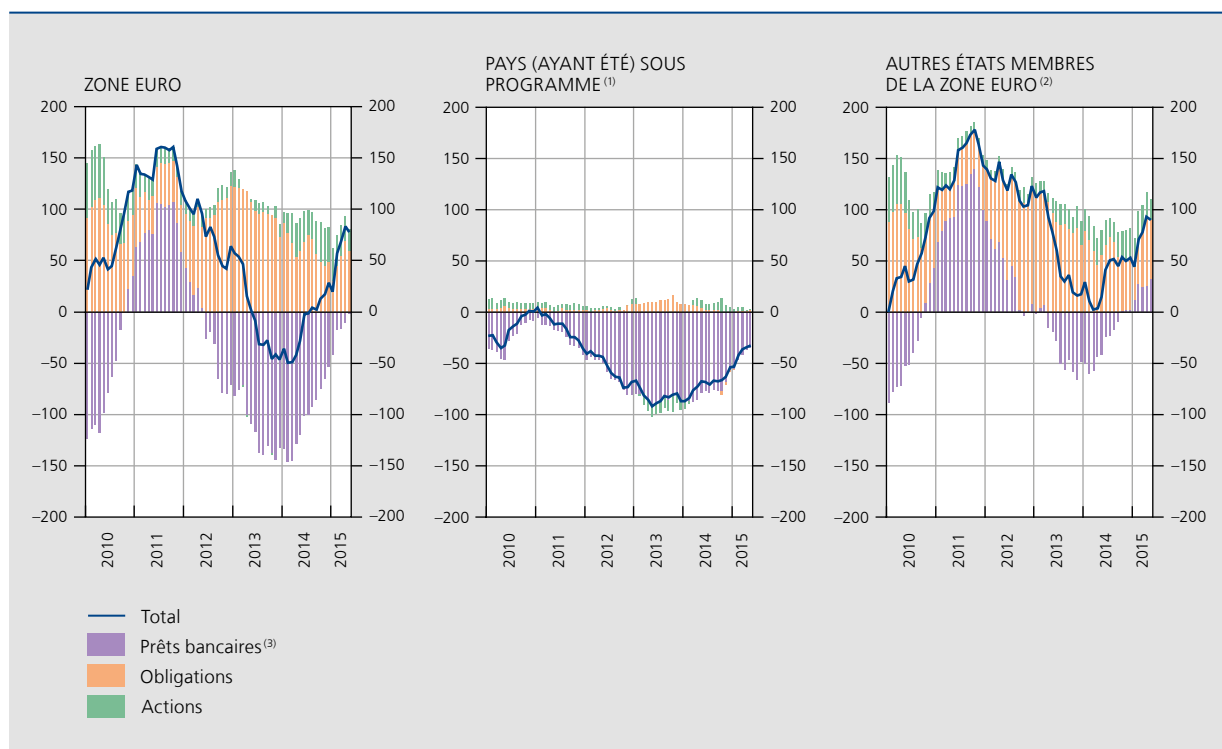
3.3 Efficacité des instruments macroprudentiels

Pour déterminer l'opportunité d'une politique monétaire de *leaning against the wind*, il convient par ailleurs, parallèlement à la question de savoir si les déséquilibres sont généralisés ou plutôt spécifiques à certains secteurs ou pays, de voir si les autorités macroprudentielles disposent des outils appropriés pour lutter contre le risque systémique. On peut en effet nourrir des doutes quant à l'efficacité des instruments qu'on souhaite mettre en œuvre, surtout si ceux-ci n'ont jamais été utilisés auparavant, ou seulement dans une mesure limitée. L'expérience belge de la modification des pondérations de risque sur le crédit hypothécaire semble positive, mais, dans l'ensemble, il est prématuré de procéder à une évaluation des mesures macroprudentielles, la plupart d'entre elles n'ayant été prises que depuis la crise.

Il se peut par ailleurs que l'incidence des instruments se modifie au fil du temps, les marchés financiers cherchant perpétuellement à contourner la réglementation. La flexibilité et la vigilance des autorités de contrôle constituent

GRAPHIQUE 8 SOURCES DE FINANCEMENT EXTERNE DES SOCIÉTÉS NON FINANCIÈRES DANS LA ZONE EURO

(milliards d'euros, flux cumulés sur douze mois)



Source : BCE.

(1) Chypre, Espagne, Grèce, Irlande et Portugal.

(2) À l'exception de la Lituanie.

(3) Corrigés pour la titrisation, sauf pour la Belgique et l'Italie.

dès lors des aspects essentiels d'une lutte efficace contre le risque systémique.

Dans le cas d'une politique prudentielle incertaine et peu efficace, il peut en effet être utile que la politique monétaire « aille à contre-courant » : si les mesures prudentielles s'avèrent peu efficaces, la politique monétaire peut intervenir pour aider à atténuer le cycle financier. Pour rappel, une augmentation du taux sans risque – l'instrument par excellence de la politique monétaire et le point de départ de la détermination des prix des actifs et du crédit – influence l'ensemble du système financier, y compris les secteurs sur lesquels la réglementation prudentielle a moins facilement prise, comme le système bancaire parallèle (*shadow banking*) (« *it gets in all the cracks* », selon l'expression utilisée par Jeremy Stein, ancien membre du Conseil de la Réserve fédérale, dans un discours en 2013).

L'efficacité de la politique macroprudentielle est menacée en particulier par les éventuels glissements des secteurs réglementés vers des secteurs aux règles moins strictes. Un exemple potentiel de ces « fuites » qui diminueraient l'efficacité de la réglementation macroprudentielle est l'importance croissante du financement de marché par rapport au financement bancaire pour les entreprises de la zone euro⁽¹⁾.

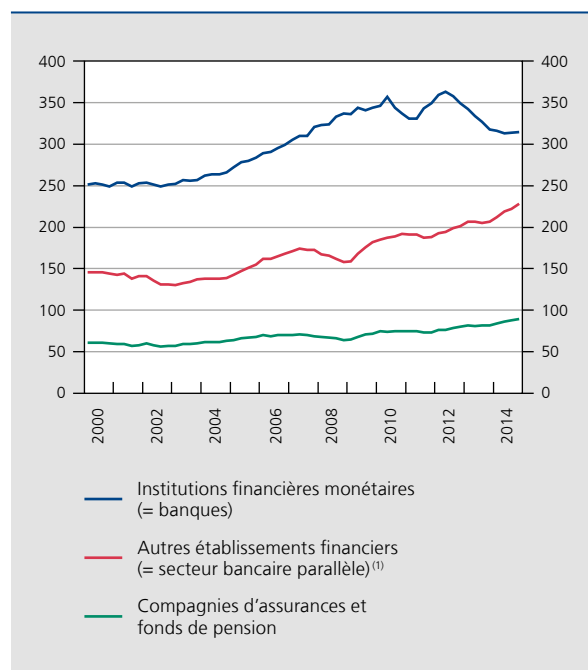
En effet, depuis la crise, le recours au financement de marché s'est fortement accru, compensant en grande partie la contraction de l'offre de crédit bancaire dans certains pays de la zone euro. Ce développement est allé de pair avec une expansion du secteur financier non bancaire (en ce compris le *shadow banking*).

D'une part, la croissance des secteurs financiers non bancaires a permis de diversifier les sources de financement, dans un paysage d'intermédiation financière fortement dominé par les banques. Cette expansion des marchés de capitaux pourrait ainsi contribuer à rendre le système financier plus stable dans la zone euro.

Toutefois, d'autre part, cette évolution pourrait éveiller des craintes au niveau macroprudentiel concernant la croissance de secteurs non bancaires d'intermédiation financière⁽²⁾, dans la mesure où le secteur bancaire, par rapport à d'autres secteurs financiers, est strictement réglementé et surveillé (a fortiori depuis la crise). Dès lors, le risque peut émerger que les vulnérabilités financières

(1) Certains auteurs (Herman et al., 2015) ont toutefois noté qu'un tel glissement pouvait également se produire lors d'une modification des taux par la politique monétaire, dont l'incidence diffère en fonction du secteur financier considéré (bancaire versus non bancaire).
(2) À cet égard, la Financial Stability Review de la BCE publiée en mai 2015 désigne la croissance rapide du *shadow banking* comme l'un des risques-clés pesant sur la stabilité financière.

GRAPHIQUE 9 ACTIFS DU SECTEUR FINANCIER DANS LA ZONE EURO
(pourcentages du PIB)



Sources : BCE, BNB.

(1) Définis ici comme les fonds de placement non monétaires, les autres intermédiaires financiers, les auxiliaires financiers et les « institutions financières captives et prêteurs non institutionnels ».

se déplacent vers des institutions moins supervisées. Dans ce contexte, et comme mentionné ci-dessus, en l'absence d'outils de réglementation permettant de faire face à un tel risque, la politique monétaire peut contribuer à endiguer une bulle potentielle par une augmentation des taux d'intérêt qui sera transmise à tous les secteurs de l'économie et à tous les segments des marchés financiers. Pour cette raison, il s'avère important d'étendre les prérogatives en matière de politique (macro)prudentielle des autorités compétentes aux secteurs financiers non bancaires, et en particulier au *shadow banking*.

4. La politique monétaire menée actuellement au sein de la zone euro constitue-t-elle une menace pour la stabilité financière ?

Dans la dernière partie du présent article, nous examinons l'arbitrage qui est opéré aujourd'hui entre, d'une part, la préservation de la stabilité des prix et, d'autre part, celle de la stabilité financière dans la zone euro. Pour pouvoir continuer de garantir la stabilité des prix, l'Eurosystème mène actuellement une politique monétaire résolument accommodante. Après

que les taux directeurs eurent atteint leur étiage en septembre 2014, une campagne d'achats de titres adossés à des actifs (ABS) et d'obligations sécurisées a été lancée dès l'automne de 2014. En janvier 2015, le Conseil des gouverneurs a décidé d'intégrer ces programmes à un programme étendu d'achats d'actifs (APP) prévoyant d'acquérir principalement des obligations d'État. Les achats mensuels cumulés s'élèvent à 60 milliards d'euros. Ils devraient être effectués au moins jusqu'en septembre 2016, et en tout cas jusqu'à ce que le Conseil des gouverneurs observe un ajustement durable de l'évolution de l'inflation conforme à son objectif de taux inférieurs à, mais proches de, 2 % à moyen terme. L'annonce et le lancement de ces achats ont pesé sur les taux d'intérêt courts et longs, et ce en termes tant nominaux que réels, c'est-à-dire après correction des anticipations d'inflation. Qui plus est, cet incitant monétaire s'est également étendu aux ménages et aux entreprises, puisque les taux d'intérêt appliqués aux nouveaux emprunts se sont mis à baisser sensiblement dès la mi-2014, après plusieurs mois de relative stabilité.

Par ailleurs, on voit également poindre certains signes de risques pour la stabilité financière. Il n'est pas exclu que ceux-ci soient liés aux mesures de politique monétaire entreprises, lesquelles prévoient une injection massive de liquidités dans le système financier, une démarche qui exerce une lourde influence sur les taux du marché. Ainsi, les cours boursiers se sont vivement appréciés, les primes de risque sur les marchés obligataires sont très faibles et certaines institutions, telles que le FMI (IMF, 2015), mais également la BNB (NBB, 2015), mettent en garde contre le risque que le bas niveau des taux d'intérêt nominaux ne vienne peser sur la rentabilité des banques et des assureurs.

L'incidence sur les marchés financiers du programme d'achats d'actifs s'opère le plus souvent au travers de trois canaux de transmission. Tout d'abord, l'annonce d'un tel instrument de politique monétaire sans précédent constitue un signal fort indiquant que la banque centrale prend très au sérieux son mandat de garante de la stabilité des prix. Cela renforce sa crédibilité et contribue à ancrer les anticipations d'inflation aux alentours de l'objectif. Ensuite, outre par ce canal de transmission universel, les achats exercent une pression haussière directe sur les prix des actifs achetés, qui comprime le taux d'intérêt nominal à long terme. Enfin, les intervenants de marché vont être amenés à procéder à des réaménagements de portefeuille puisque les revendeurs individuels d'actifs vont généralement consacrer les réserves de banque centrale ou les dépôts bancaires qu'ils ont reçus en échange de

ces actifs à couvrir de nouveaux investissements (*portfolio rebalancing effect*, ou effet de rééquilibrage des portefeuilles).

Par ces trois canaux de transmission, la politique monétaire accommodante favorise la stabilité macroéconomique: le taux d'intérêt réel recule, en raison de l'effet direct, qui entraîne le taux nominal à la baisse, et de l'effet de signal, qui stabilise les anticipations d'inflation. Le rééquilibrage des portefeuilles fait augmenter la valorisation des actifs risqués, de sorte que des agents économiques dont la qualité de solvabilité est moindre parviennent eux aussi à se financer. En revanche, les canaux de transmission décrits – et en particulier la pression baissière exercée directement sur le taux d'intérêt nominal et les réaménagements de portefeuille – peuvent également comporter des risques pour la stabilité financière, par exemple lorsqu'ils induisent une quête de rendement (*search for yield*) exagérée ou que des objectifs fixes en matière de rendement nominal fragilisent les agents économiques – tels les assureurs-vie, qui se sont engagés à fournir un rendement minimal donné.

4.1 Trois éléments cruciaux dans l'analyse de l'arbitrage actuel

Trois réflexions préliminaires s'imposent pour appréhender l'arbitrage actuel entre stabilité des prix et stabilité financière.

Le premier élément va de soi. L'objectif premier de la politique monétaire dans la zone euro est de garantir la stabilité des prix, et il ne fait guère de doute que les risques pesant sur la stabilité des prix étaient orientés à la baisse à la mi-janvier 2015: l'inflation s'était repliée plus qu'escompté durant les mois précédents, entraînant dans son sillage les anticipations d'inflation, y compris à plus long terme. Avec des taux directeurs au plus bas, la politique monétaire non conventionnelle, c'est-à-dire le recours actif au bilan de banque centrale comme instrument de politique monétaire, constituait la prochaine étape logique.

Le deuxième élément est plus subtil. De prime abord, le programme d'achats comporte en effet des risques pour la stabilité financière. Cependant, il s'agit de comparer ces risques avec ceux qui surgiraient si la politique monétaire n'offrait pas d'incitant supplémentaire, si la tendance à la désinflation s'accroissait et si un processus de déflation s'amorçait. Cela aurait des répercussions défavorables sur la stabilité financière puisque les revenus nominaux (tant ceux du travail que ceux du capital ou du patrimoine) seraient alors mis sous pression et que, partant, les dettes

nominales s'alourdiraient. Il en résulterait un phénomène de « déflation par la dette », avec pour conséquence possible de plus nombreux défauts de paiement. En outre, la persistance d'une inflation basse induirait également des taux nominaux faibles permanents. Cela implique donc non seulement des effets néfastes pour la stabilité financière (cf. infra), mais également que la politique monétaire ne peut plus être utilisée pleinement pour stabiliser l'économie (les taux nominaux étant au plus bas). Une telle situation pose problème, y compris pour la stabilité financière, qui a tout intérêt à ce que la macroéconomie soit moins volatile.

Ces retombées positives sur la stabilité financière, par voie de stabilisation macroéconomique, ne sont toutefois pas visibles immédiatement : elles soutiennent la stabilité financière de manière indirecte. Il en va tout autrement des effets clairement identifiables de l'assouplissement de la politique monétaire sur la valorisation de certaines catégories d'actifs. De fait, si la politique monétaire influence positivement la stabilité financière grâce à la stabilisation macroéconomique, son incidence sur les marchés financiers, sur le secteur bancaire ainsi que sur le secteur financier non bancaire (en ce compris le *shadow banking*), doit faire l'objet d'un suivi attentif.

À cet égard, un troisième et dernier élément est à épinglez : bien que les valorisations sur certains marchés se soient sensiblement appréciées, l'octroi de crédits dans la zone euro reste plutôt apathique et le processus de renforcement des bilans se poursuit, et ce tant dans le secteur bancaire que dans le secteur privé non financier. Qui plus est, les risques résiduels qui seraient identifiés par ailleurs peuvent être gérés à l'aide d'instruments (macro)prudentiels ciblés. Or, contrairement à la situation qui prévalait avant la crise, tout a été mis en place pour pouvoir mobiliser ces instruments plus facilement et plus rapidement. Dans la section qui suit, nous illustrons les considérations évoquées ci-avant en examinant un secteur qui est souvent cité comme la grande victime de la politique monétaire accommodante, à savoir celui des assureurs(-vie).

4.2 Risques liés à une inflation trop faible, politique monétaire et secteur des assureurs(-vie)

Sous l'effet de l'APP, le taux d'intérêt nominal à long terme est retombé à des niveaux planchers à la mi-avril

2015 et ne s'est redressé que modérément depuis lors. C'est dans ce contexte que sont souvent évoqués les assureurs, dont la rentabilité se comprime si une telle situation perdure.

Deux éléments revêtent de l'importance pour pouvoir juger de la vulnérabilité des compagnies d'assurances en pareille situation. Les entreprises présentant une plus grande inadéquation entre la durée des actifs et celle des passifs (la durée des premiers étant plus courte que celle des seconds) et disposant d'un portefeuille plus fourni de contrats (passifs) à haut rendement nominal sont plus fragiles en période prolongée de taux d'intérêt faibles (cf. ECB, 2015).

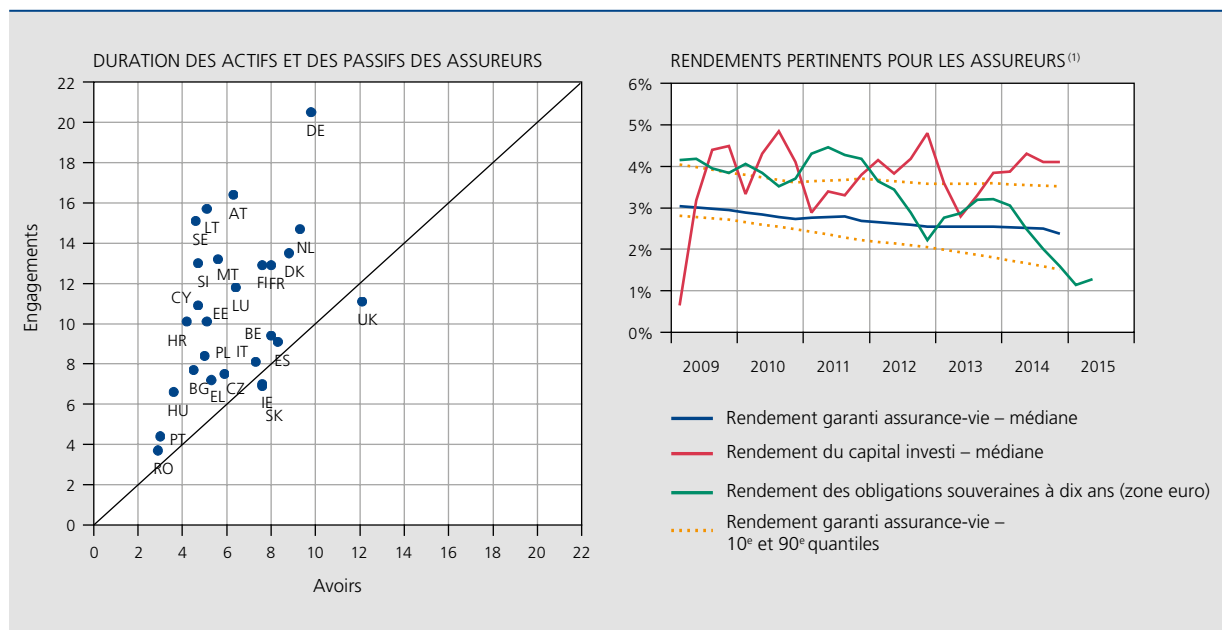
Lorsque les durées des actifs et des passifs ne présentent pas d'inadéquation, l'influence du repli des taux sur la revalorisation des positions bilancielles ne pèse pas sur la rentabilité des entreprises d'assurance : d'un point de vue économique, la valeur nette escomptée augmente de manière équivalente des deux côtés du bilan, et l'établissement n'accuse pas de déficit de fonds propres. En effet, la baisse des taux accroît non seulement la valeur actuelle des engagements futurs, mais aussi celle du portefeuille d'actifs détenus à long terme⁽¹⁾.

Mais, le plus souvent, la durée des actifs des assureurs est plus courte que celle de leurs passifs. Des données de l'AEAPP (EIOPA, 2014) font en outre apparaître que cette inadéquation est traditionnellement plus marquée dans les pays septentrionaux de la zone euro (comme l'Allemagne, l'Autriche, les Pays-Bas et la Finlande). Cela indique que les éventuelles retombées négatives de la politique monétaire actuelle sur la stabilité financière sont non seulement liées aux secteurs, mais également plus prononcées pour un secteur bien déterminé dans certains pays.

Le fait que la durée des actifs soit plus courte que celle des passifs dans plusieurs pays constitue un défi pour ces établissements, qui se voient contraints, à l'échéance des actifs, de les réinvestir à un taux inférieur. Ce problème est d'autant plus criant lorsque les engagements sont assortis de rendements garantis élevés, tels qu'ils ont été octroyés antérieurement sur la base du taux d'intérêt nominal, plus élevé, qui était alors en vigueur. Le volet droit du graphique 10 montre que les rendements garantis sont actuellement supérieurs aux rendements des emprunts publics dans la zone euro, ce qui place les assureurs face à un défi. Il ressort par ailleurs du graphique que les rendements des placements ont grimpé ces dernières années, sous l'effet notamment de la hausse des cours boursiers et des prix des obligations. La politique monétaire

(1) Cf. également IMF (2015), p. 22 : « In the past three years, European life insurers' equities have paid one of the most attractive dividends, outperforming on the back of waning euro area fragmentation risk, high capital gains on bond holdings, and the release of excess capital due to lower claims inflation. »

GRAPHIQUE 10 LA FAIBLESSE DES TAUX D'INTÉRÊT ET LES ASSUREURS



Sources : AEAPP, BCE.

(1) Les chiffres présentent les taux garantis annuels pour les sociétés où lesdites garanties sont d'application.

accommodante stimule donc aussi ces rendements via la réalisation de plus-values.

Bien que cela soit quelque peu paradoxal, l'environnement actuel de taux d'intérêt extrêmement bas présente également les conditions les plus propices pour continuer de préserver à l'avenir la santé financière des assureurs, précisément parce que la politique de faibles taux d'intérêt fera augmenter ces derniers si elle parvient à induire un rétablissement de l'économie et à faire repartir l'inflation à la hausse. Ainsi, il est donc intéressant d'examiner les forces motrices qui sous-tendent le bas niveau des taux d'intérêt nominaux.

Le graphique 11 présente la composition du taux d'intérêt à dix ans sur les emprunts publics notés AAA dans la zone euro : le taux d'intérêt nominal à long terme comprend la compensation pour les anticipations d'inflation (mesurées ici par le taux des swaps d'inflation à dix ans) et le taux d'intérêt réel implicite (mesuré ici comme la différence entre le taux d'intérêt nominal et le taux des swaps d'inflation). L'exercice ne permet pas d'identifier explicitement le rôle des primes de risque (qui offrent par exemple

une compensation pour les risques liés à la longueur de l'échéance des instruments ou à leur liquidité).

Durant la période 2005-2007 (avant la crise), le taux d'intérêt à long terme avoisinait 3,8 % et se décomposait en une compensation pour l'inflation de l'ordre de 2,2 % et un taux d'intérêt réel de 1,6 %. Ce dernier correspondait à peu de choses près à la croissance potentielle de l'économie⁽¹⁾, ce qui est logique puisque le taux d'intérêt réel est étroitement lié, à long terme, au potentiel de croissance d'une économie.

En décembre 2014, soit juste avant l'annonce de l'APP, le taux d'intérêt nominal à dix ans était revenu à 75 points de base. Le taux d'intérêt réel implicite était devenu légèrement négatif, sous l'effet de l'assouplissement déjà entamé de la politique monétaire ainsi que de l'anticipation du lancement imminent d'un programme étendu d'achats d'actifs. Ce faisant, le taux d'intérêt réel était tombé sous le niveau de la croissance potentielle, ce qui constitue un incitant monétaire. Toutefois, les anticipations d'inflation s'étaient elles aussi sensiblement repliées, les marchés financiers tablant, en décembre 2014, sur une inflation moyenne d'à peine 1,2 % pour les dix années suivantes, soit un niveau largement en deçà de l'objectif de l'Eurosystème ainsi que de la compensation d'inflation de 2,2 % qui avait été observée en 2005-2007⁽²⁾. En d'autres termes, les anticipations

(1) Selon les estimations de l'OCDE.

(2) La compensation d'inflation de 2,2 % observée pendant la période antérieure à la crise n'est pas nécessairement incohérente par rapport à l'attente d'une inflation « inférieure à 2 %, mais proche de ce niveau », dans la mesure où des primes de risque (comme les primes de liquidité) influent également sur le prix de ces swaps d'inflation. La présente étude ne les identifie pas explicitement.

d'inflation en berne ont elles aussi contribué à la faiblesse du taux d'intérêt nominal à long terme.

Quelques mois après le lancement de l'APP, en juillet 2015, le taux d'intérêt nominal à long terme affichait un niveau légèrement supérieur à celui qui était le sien en décembre 2014 (88 points de base). La composition de ce taux d'intérêt nominal était cependant clairement plus favorable à la croissance qu'en décembre : le redressement des anticipations d'inflation implique en effet un taux d'intérêt réel ex ante plus bas, ce qui renforce le stimulus monétaire.

Ce faisant, l'APP réduit donc considérablement le risque de voir s'enliser le taux dans un scénario « à la japonaise », caractérisé par une situation de déflation et par des taux proches de zéro pendant des dizaines d'années, en ce compris les taux à long terme. Un scénario « à la japonaise » s'interprète ici comme une politique monétaire « passive » qui ne combattrait pas activement le recul de l'inflation. Cela revient à « tolérer » la désinflation, ce qui signifie que l'économie peut échouer dans une situation « permanente » d'inflation faible, voire négative, avec pour corollaire des taux d'intérêt nominaux bas. Dans le cadre de ce scénario, on pourrait voir se mettre en place un nouvel « équilibre », dans le cadre duquel le taux d'intérêt nominal serait nul, tandis que les prix baisseraient à un rythme impliquant un taux d'intérêt réel équivalent à la croissance potentielle de l'économie ⁽¹⁾ (le taux d'intérêt

réel n'exercerait donc aucun effet, ni stimulant ni restrictif, sur la croissance). Cette éventualité est décrite par Bullard (2010) et est analysée par Boeckx et al. (2015).

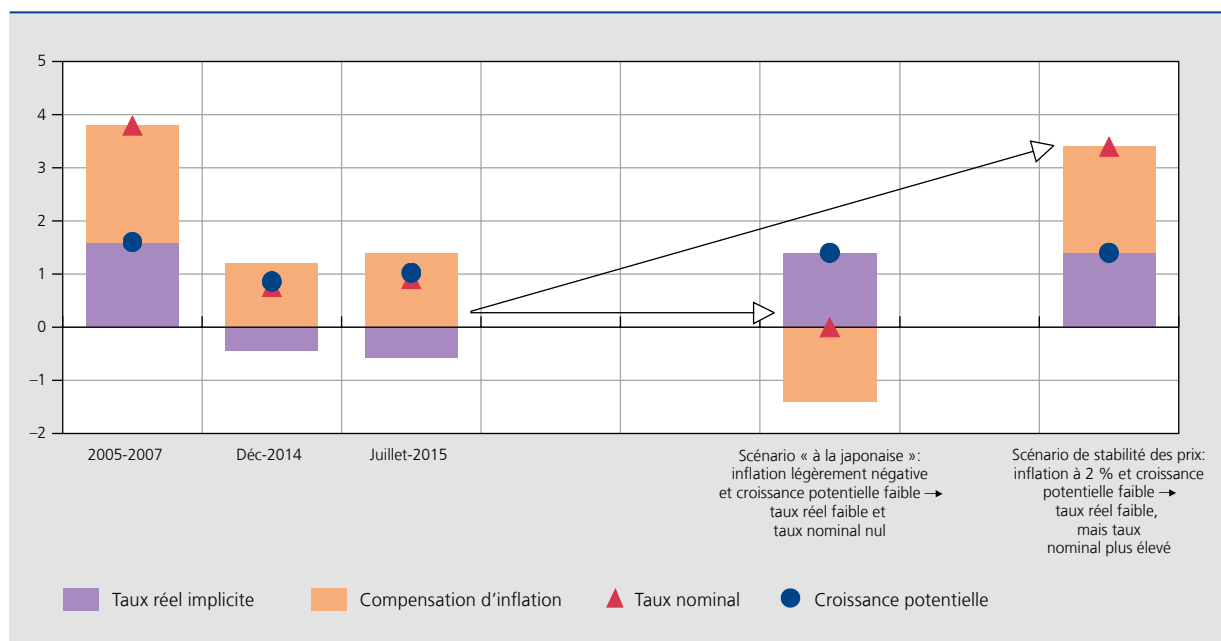
L'APP vise précisément à éviter un scénario de ce type en exerçant une pression baissière sur le taux d'intérêt réel, stimulant ainsi l'économie et gonflant l'inflation. Le taux d'intérêt nominal repartirait lui aussi à la hausse à plus long terme : les anticipations d'inflation avoisineraient 2 %, tandis que le taux d'intérêt réel se rapprocherait du taux de la croissance potentielle.

Ce qui précède montre que l'APP contribue à écarter la menace que fait peser le bas niveau du taux nominal sur les assureurs, notamment en stabilisant la composante de l'inflation. La politique monétaire n'exerce en revanche aucune emprise sur l'évolution à plus long terme du taux d'intérêt réel, vu le lien étroit que ce dernier entretient avec la croissance potentielle. Cette dernière dépend en effet de facteurs extérieurs à la politique monétaire, comme les progrès technologiques, la démographie et la politique du marché du travail.

Si, pour des raisons diverses, la croissance potentielle continuait de s'établir à des niveaux inférieurs à ceux

(1) La détermination du taux d'intérêt réel « d'équilibre » s'opère sur la base de la croissance potentielle de la zone euro prévue par l'OCDE.

GRAPHIQUE 11 DEUX SCÉNARIOS À LONG TERME POUR LE TAUX D'INTÉRÊT NOMINAL À DIX ANS
(pourcentages)



Sources : Bloomberg, CE, BCE.

qu'elle affichait dans le passé (ce que suggèrent d'ailleurs les prévisions des institutions internationales), la politique prudentielle pourrait avoir un rôle à jouer en incorporant cette nouvelle réalité, par exemple en matière de fixation des rendements garantis des assurances-vie. En outre, il serait souhaitable, a fortiori dans le contexte actuel de faiblesse des taux, que l'autorité de contrôle vérifie activement si les entreprises mènent (et continuent de mener) une politique adéquate de gestion des avoirs et engagements et si elles ne se laissent pas appâter par une recherche exagérée d'actifs à plus haut rendement (comme évoqué ci-dessus) ou par la vente « précipitée » d'obligations à gros coupons, assorties d'un prix relativement élevé en raison du bas niveau des taux.

La Banque (NBB, 2015) explique plus en détail les mesures prudentielles liées au secteur des assurances qu'elle a adoptées en sa qualité d'autorité de contrôle. Dans le cadre de la loi relative aux assurances, elle soumet au ministre compétent une proposition d'adaptation du mécanisme des taux d'intérêt maximums appliqués aux contrats individuels d'assurance-vie à long terme. La Banque a également recommandé aux entreprises d'assurance de n'envisager qu'avec prudence la réalisation de plus-values, compte tenu de l'environnement de faibles taux d'intérêt. Enfin, la décision prise en 2013 concernant la constitution de réserves dites « clignotantes » à titre de provisions pour le risque de taux d'intérêt reste intégralement d'application.

Conclusion

Selon la règle de Tinbergen, pour mener une politique économique efficace, le nombre d'instruments doit être au moins égal à celui des objectifs. Le fait que la BCE se soit vu confier, dans le cadre du MSU, des missions macroprudentielles afin de préserver la stabilité financière s'intègre dans ce cadre de réflexion. L'objectif (macro)prudentiel de la BCE est toutefois distinct de celui de garantir la stabilité des prix.

Il n'en demeure pas moins que, même lorsque certains chocs surviennent, il est possible que, outre des synergies, des arbitrages s'opèrent entre les objectifs macroéconomiques et financiers. Aussi les interactions entre ces deux domaines sont-elles inévitables.

Bien que la politique monétaire n'ait pas de visée macroprudentielle, il pourrait parfois s'avérer souhaitable de mener une politique à contre-courant (*leaning against the wind*), comme lorsque les déséquilibres financiers sont généralisés ou que les instruments prudentiels efficaces viennent à manquer.

Dans le contexte actuel, la politique monétaire très expansionniste semble se justifier dans la mesure où les comportements à risque ne sont pas largement répandus, où la politique monétaire influe positivement sur la stabilité financière par la voie de la stabilisation macroéconomique et où des instruments macroprudentiels ciblés sont disponibles pour gérer les risques éventuels.

Bibliographie

Adrian T. et H.S. Shin (2010), « The changing nature of financial intermediation and the financial crisis of 2007-2009 », *Annual Review of Economics*, 2, 603-618.

Bean C. (2003), « Asset prices, financial imbalances and monetary policy: Are inflation targets enough ? », in Richards and Robinson (eds.), *Asset prices and Monetary policy*, Reserve Bank of Australia, 48-76.

BCE (2014a), Décision BCE/2014/1 de la Banque centrale européenne du 22 janvier 2014 modifiant la décision BCE/2004/2 portant adoption du règlement intérieur de la Banque centrale européenne.

BCE (2014b), Décision BCE/2014/39 de la Banque centrale européenne du 17 septembre 2014 relative à la mise en œuvre de la séparation des fonctions de politique monétaire et de surveillance prudentielle de la Banque centrale européenne.

Bernanke B. (2007), *The financial accelerator and the credit channel*, Remarks at the Conference on the Credit Channel of Monetary Policy in the Twenty-First Century, Federal Reserve Bank of Atlanta.

Bernanke B. (2011), *The effects of the Great Recession on central bank doctrine and practice*, Speech at the 56th Economic Conference, Federal Reserve Bank of Boston.

Bernanke B. et M. Gertler (1995), « Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission », *Journal of Economic Perspectives*, 9 (4), 27-48.

Bernanke B. et M. Gertler (2001), « Should central banks respond to movements in asset prices ? », *American Economic Review*, vol. 91, 253-257.

Bernanke B., M. Gertler et S. Gilchrist (1999), « The financial accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework », *Handbook of Macroeconomics*, vol. 1, chapter 21, 1341-1393.

Boeckx J., P. Butzen, N. Cordemans et S. Ide (2015), « Déflation au Japon, Abenomics et leçons pour la zone euro », BNB, *Revue économique*, juin, 101-125.

Borio C. et P. Lowe (2002), *Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus*, BIS Working Papers, n° 114.

Borio C. et H. Zhu (2008), *Capital regulation, risk-taking and monetary policy: A missing link in the transmission mechanism ?*, BIS Working Papers, n° 268.

Borio C. (2011), *Central banking post-crisis: What compass for uncharted waters ?*, BIS Working Papers, n° 353.

Bullard J. (2010), « Seven faces of 'The Peril' », *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, September/October, 92 (5), 339-352 : <http://research.stlouisfed.org/econ/bullard/pdf/SevenFacesFinalJul28.pdf>.

Cecchetti S., H. Genberg, J. Lipsky et S. Wadhvani (2000), *Asset prices and central bank policy*, Geneva Reports on the World Economy, 2, International Centre for Monetary and Banking Studies and Centre for Economic Policy Research.

Constâncio V. (2014), *The ECB and macroprudential policy: From research to implementation*, Speech at the Third Conference of the Macroprudential Research Network, Frankfurt-am-Main, 23 June.

Cordemans N. et S. Ide (2012), « La politique monétaire aux États-Unis et dans la zone euro durant la crise », BNB, *Revue économique*, juin, 39-64.

De Grauwe P. (2008), « The risks of being Chairman in the Age of Turbulence », *International Finance*, 11 (1), 109-115.

DNB (2012), *Jaarverslag*.

EBA (2014), *Fourth report on the consistency of risk weighted assets*, June.

ECB (2007), « The impact of short-term interest rates on bank risk-taking », *Financial Stability Review*, December, 163-167.

ECB (2015), *Financial Stability Review*, May.

EIOPA (2014), *EIOPA Insurance stress test 2014*, November.

Gambacorta, L. (2009), « Monetary policy and the risk taking channel », *BIS Quarterly Review*, December, 43-53.

Gelain P. et P. Ilbas (2014), *Monetary and macroprudential policies in an estimated model with financial intermediation*, NBB Working Paper Research, n 258.

Grande, M. (2014), *Integrating macro- and micro-prudential supervision at the ECB*, Presentation to the Ninth High Level Meeting on Global Banking Standards and Regulatory and Supervisory Priorities in the Americas, Lima, 4-5 November.

Herman A., D. Igan et J. Solé (2015), *The macroeconomic relevance of credit flows: An exploration of U.S. Data*, IMF Working Paper, IMF/15/143.

IMF (2015), *Global Financial Stability Review*, April.

Jiménez G., S. Ongena, J.-L. Peydró et J. Saurina (2012), *Macroprudential policy, countercyclical bank capital buffers and credit supply: Evidence from the Spanish dynamic provisioning experiments*, NBB Working Paper Research series n°231, October.

JOCE, Protocole (n° 4) sur les statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne du 26/10/2012, C 326, 230.

Knot K. (2014), « La gouvernance de la politique macroprudentielle », Banque de France, *Revue de la stabilité financière*, n° 18, avril.

Mishkin, F.S. (2001), *The transmission mechanism and the role of asset prices in monetary policy*, NBER Working Paper, n° 8617.

Moniteur belge (2014), Loi du 25 avril 2014 établissant les mécanismes d'une politique macroprudentielle et précisant les missions spécifiques dévolues à la Banque nationale de Belgique dans le cadre de sa mission visant à contribuer à la stabilité du système financier.

NBB (2015), *Financial Stability Report*, June.

Reinhart C. et K. Rogoff (2009), *This time is different: Eight centuries of financial folly*, Princeton University Press.

Smets F. (2014), « Financial stability and monetary policy: How closely interlinked? », *International Journal of Central Banking*, vol. 10 (2), 263-300, June.

Stein J. (2013), *Overheating in credit markets: Origins, measurement, and policy responses*, Speech at the Research Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of St Louis, February.

Svensson, L. (2012) « Inflation targeting and 'Leaning Against the Wind' », *International Journal of Central Banking*, June, 103-114.

UE (2010), Règlement (UE) n° 1092/2010 du Parlement européen et du Conseil du 24 novembre 2010 relatif à la surveillance macroprudentielle du système financier dans l'Union européenne et instituant un Comité européen du risque systémique.

UE (2013a), Directive 2013/36/UE du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement, modifiant la directive 2002/87/CE et abrogeant les directives 2006/48/CE et 2006/49/CE.

UE (2013b) Règlement n° 575/2013 du Parlement européen et du Conseil du 26 juin 2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012.

UE (2013c), Règlement n° 1024/2013 du Conseil du 15 octobre 2013 confiant à la Banque centrale européenne des missions spécifiques ayant trait aux politiques en matière de surveillance prudentielle des établissements de crédit.

Woodford M. (2011), *Inflation targeting and financial stability*, mimeo.