

Réinventer le rôle des banques centrales en matière de stabilité financière

Domenico Lombardi, Centre pour l'innovation dans la gouvernance internationale, et Lawrence Schembri, Banque du Canada

- Les banques centrales ont toujours joué un rôle important dans la promotion de la stabilité financière, surtout par leur fonction de prêteur de dernier ressort. Toutefois, la crise financière mondiale de 2007-2009 a donné lieu à un réexamen de ce rôle.
- Les banques centrales peuvent contribuer de manière importante à réduire le risque de tensions et de crises financières. Leurs efforts seraient renforcés par la coordination avec d'autres organismes nationaux dans le contexte d'un régime de stabilité financière bien structuré qui intègre la réglementation et la surveillance microprudentielles et macroprudentielles de même qu'un cadre de gouvernance clairement défini.
- Les banques centrales sont bien placées pour repérer, évaluer et communiquer les vulnérabilités et les risques financiers et pour appliquer des tests de résistance de concert avec d'autres organismes prudents, en raison de leur perspective et de leur compréhension macrofinancières systémiques, de leur capacité d'analyse et de leur indépendance.

Historiquement, de nombreuses banques centrales, et surtout celles qui ont été établies au XX^e siècle, trouvent leur origine dans les efforts déployés pour promouvoir la stabilité financière par la fonction de prêteur de dernier ressort¹. Prenons l'exemple éloquent de la Réserve fédérale américaine, créée au départ en 1914 pour fournir une source centrale de liquidités en cas d'urgence et combler ainsi une lacune stratégique mise en lumière par la crise bancaire de 1907. Durant l'après-guerre, les banques centrales ont toutefois délaissé leur mission de maintien de la stabilité financière pour s'occuper plutôt de la conduite de la politique monétaire, en mettant l'accent sur la stabilité macroéconomique. Or, la crise financière mondiale de 2007-2009 a donné lieu à un réexamen du rôle des banques centrales, surtout parce que la crise avait mis en relief le fait que la stabilité macroéconomique est nécessaire, mais non suffisante, pour assurer la stabilité financière (et vice versa).

Les banques centrales sont bien placées pour offrir une perspective systémique de la stabilité financière étant donné leur orientation macrofinancière. Les efforts visant à intégrer une perspective systémique à la

¹ Voir Bagehot (1873).

réglementation et à la surveillance financières ont commencé au lendemain de la crise financière asiatique (1997-1998), d'origine macrofinancière². La crise financière mondiale a toutefois précipité cette évolution, surtout à l'échelle du G20³. Les graves séquelles économiques de la crise ont provoqué un regain d'intérêt pour les risques systémiques pesant sur la stabilité financière et l'élaboration de cadres de conduite des politiques financières. Avant tout, ces cadres améliorent les normes internationales minimales de réglementation et de surveillance en vue de soutenir la résilience du système financier et de chercher à prévenir ou à limiter l'accumulation des vulnérabilités ou des déséquilibres financiers. L'établissement de régimes de surveillance du système financier à l'échelle nationale se poursuit actuellement pour mettre en œuvre ces politiques mondiales. Il faudra peut-être adapter les régimes en fonction des circonstances particulières de chaque pays pour obtenir les résultats prudentiels souhaités à l'échelle nationale, et pour promouvoir en parallèle la stabilité financière internationale et l'intégration financière et économique mondiale.

Les banques centrales jouent un rôle essentiel dans l'élaboration et la mise en œuvre de ces nouveaux cadres de conduite des politiques qui visent à réduire les risques systémiques pesant sur la stabilité financière. Reinhart et Rogoff (2013, p. 48) parlent d'un « retour de balancier, qui redonne de l'importance au mandat initial de maintien de la stabilité financière » [traduction]. Bien que l'ampleur de ce mouvement de balancier reste à voir, le rôle des banques centrales dans la promotion de la stabilité financière, et surtout au chapitre de la prévention des crises financières, demeure un domaine actif de recherche et de débat.

Le présent article contribue à cette analyse en synthétisant et en approfondissant les discussions qui se sont déroulées entre les responsables des politiques et les universitaires à l'occasion de l'atelier de mai 2016 organisé conjointement par la Banque du Canada, le Centre pour l'innovation dans la gouvernance internationale, le Peterson Institute for International Economics et le Fonds monétaire international⁴. Il présente un survol critique de la réflexion actuelle sur le rayon d'action et les fonctions appropriés des banques centrales dans les régimes de stabilité financière et une analyse de l'évolution possible du rôle des banques centrales.

La poursuite de la stabilité financière

Le système financier joue un rôle indispensable au soutien de l'économie réelle en canalisant l'épargne vers l'investissement, et en assurant la diversification et la couverture des risques. Un système financier efficace contribue à de forts taux de formation de capital fixe et favorise l'emploi et la croissance économique à long terme.

Le risque systémique est un risque qui menace de porter atteinte au système financier dans son ensemble et de mettre à mal la prestation des services financiers essentiels, ce qui peut avoir de graves conséquences pour l'économie réelle. Les événements qui ont conduit à la crise et ses suites ont montré que l'accroissement des vulnérabilités financières qui provoquent

² Voir Crockett (2000) pour une analyse de l'importance croissante qui a été accordée à la stabilité financière dans la politique économique et financière au tournant du siècle. Crockett reconnaît également que, lorsqu'il s'agit de comprendre comment aborder la stabilité financière, « le voyage vient probablement tout juste de commencer » [traduction].

³ Voir Lane (2013) pour une analyse des effets macroéconomiques appréciables de la crise.

⁴ L'atelier conjoint, *Re-Inventing the Role of Central Banks in Financial Stability* (« Réinventer le rôle des banques centrales en matière de stabilité financière ») a eu lieu à Ottawa les 5 et 6 mai 2016. Une version antérieure de l'essai de Tucker (2016) avait été préparée pour cette occasion.

l'instabilité du système financier peut générer deux vastes types de coûts pour la société : 1) la mauvaise affectation des ressources en période de boom financier (laquelle entraîne des investissements excessifs dans un ou plusieurs secteurs, souvent le marché de l'habitation, et une montée indue de l'endettement et du levier financier) et 2) les graves récessions causées et exacerbées par les tensions et les crises financières⁵.

Un régime de stabilité financière offrant une protection contre ces risques supposera dans bien des cas un arbitrage entre la résilience du système et son efficacité pour ce qui est de soutenir la croissance économique. Les politiques doivent donc mettre en balance les coûts sociaux de l'instabilité financière et les avantages sociaux d'un système financier qui fonctionne bien.

◀ *Les politiques doivent mettre en balance les coûts sociaux de l'instabilité financière et les avantages sociaux d'un système financier qui fonctionne bien.*

Le système financier est dynamique; de nouveaux marchés, de nouveaux instruments et de nouvelles institutions voient constamment le jour. La plupart de ces innovations améliorent l'efficacité du système financier, mais d'autres — en particulier celles qui sont motivées par l'arbitrage réglementaire — peuvent créer de nouvelles vulnérabilités financières potentiellement déstabilisantes⁶. Il est difficile de distinguer d'avance les innovations qui améliorent l'efficacité du système financier de celles qui créent de nouvelles vulnérabilités⁷.

La prochaine section expose le cadre conceptuel d'un régime qui vise à renforcer la résilience du système financier face à des chocs, à assurer la mise en place de mécanismes appropriés pour gérer les crises et à définir une approche plus prospective en vue d'atténuer la mauvaise affectation des ressources.

Définition du régime de stabilité financière

Les efforts fournis pour contrer le risque systémique et accroître la résilience du système financier touchent plusieurs domaines, notamment la surveillance et la réglementation microprudentielles, la politique macroprudentielle, l'octroi de liquidités, la gestion du bilan national et d'autres domaines connexes, comme le régime de change et la politique fiscale. Ces efforts supposent donc la collaboration des gouvernements, des banques centrales et des autorités de surveillance et de réglementation financières⁸.

Tucker (2016) expose les détails d'un régime favorisant la résilience du système financier, ou régime de stabilité financière, comme nous l'appellerons dans le présent article, composé de cinq éléments :

1. une définition claire de la « norme de résilience »;
2. la réglementation et la surveillance microprudentielles;
3. la surveillance macroprudentielle;
4. la réglementation macroprudentielle;
5. les outils et les politiques de gestion des crises.

⁵ Voir Tucker (2016).

⁶ L'arbitrage réglementaire se produit lorsque les participants au système financier innovent essentiellement dans le but de contourner les règlements existants, ce qui crée des lacunes réglementaires.

⁷ Bien entendu, certains procédés qui améliorent l'efficacité peuvent également accroître les risques pesant sur la stabilité financière. En effet, les nouveaux instruments ou marchés financiers qui augmentent au départ l'efficacité peuvent évoluer et revêtir des formes plus vulnérables, par exemple le papier commercial et le papier commercial adossé à des actifs (illiquide).

⁸ Pour la stabilité, Tucker (2016) envisage un cadre consistant en quatre régimes : un régime de stabilité macroéconomique intertemporel qui accorde la priorité à la stabilité monétaire intérieure; un régime de gestion du bilan national ayant pour but d'éviter le surendettement et d'autres mauvaises affectations des ressources; un régime d'équilibre macroéconomique mondial qui vise à accroître la stabilité des soldes du compte courant afin de soutenir une affectation plus efficace de l'épargne et de l'investissement à l'échelle du globe; un régime de stabilité financière, qui fait l'objet du présent article.

Définir une « norme de résilience » explicite à l'égard du système financier constitue un bon point de départ pour établir un régime de stabilité financière efficace sur le plan opérationnel, car une telle norme énonce l'objectif de stabilité financière fondamental que les autorités doivent chercher à atteindre. La désignation claire et nette de la tolérance au risque de crise du pays concerné se situe au cœur de cette norme. La norme de résilience détermine le solde global des coûts et des avantages qui convient pour le système financier. La tolérance aux crises du pays devrait de préférence être établie par des processus démocratiques. L'analyse de la banque centrale peut toutefois éclairer ces processus. De plus, une fois la norme définie, l'analyse de la banque centrale peut contribuer à deux autres éléments indispensables pour exposer clairement la norme au grand public : 1) illustrer les processus de transmission des chocs dans le système financier et 2) déterminer les pertes initiales attribuables à ces chocs⁹.

Dans ce cadre, les quatre autres composantes du régime de stabilité financière sont les outils servant à surveiller et à repérer les risques émergents, à réagir à ces risques et à gérer les tensions financières qui se produiraient si les risques se concrétisaient. Étant donné sa perspective macrofinancière systémique et son rôle de prêteur de dernier ressort, la banque centrale est la mieux placée pour contribuer aux trois dernières composantes du régime¹⁰. Traditionnellement, le rôle de la banque centrale en matière de stabilité financière consistait avant tout à gérer les tensions financières à titre de prêteur de dernier ressort, mais ce rôle s'est élargi au cours des dernières décennies pour inclure également la prévention des tensions ou des crises.

La surveillance macroprudentielle suppose l'analyse du système en vue de déterminer les principaux liens et effets de rétroaction comportementaux au sein des marchés financiers et des intermédiaires financiers ainsi qu'entre eux. La surveillance aide ainsi à découvrir les participants aux marchés financiers qui se livrent à un comportement risqué ou à un arbitrage réglementaire (ce que Tucker [2016] décrit comme des « actions cachées » [traduction]) nuisibles à la stabilité de l'ensemble du système et à l'activité économique.

La réglementation macroprudentielle suppose l'élaboration de mesures et de stratégies particulières au titre des politiques afin de limiter l'accumulation des déséquilibres qui créent des risques excessifs pour la stabilité du système financier, comme les booms du crédit et la mauvaise affectation des ressources, durant les périodes de forte expansion économique.

La crise financière a révélé de graves lacunes dans le cadre microprudentiel de plusieurs pays. Par exemple, des institutions non bancaires qui pratiquaient certaines formes d'intermédiation du crédit à fort effet de levier n'étaient pas réglementées ni surveillées efficacement. En outre, la plupart des pays n'avaient pas d'autorité macroprudentielle efficace (un seul

◀ *Traditionnellement, la banque centrale a joué le rôle de prêteur de dernier ressort, mais ce rôle s'est élargi pour inclure la prévention des tensions ou des crises.*

⁹ Il convient de souligner qu'un élément important — mais absent — de cette norme est la manière dont les choix concernant l'affectation des coûts et des avantages du système financier sont faits dans les divers segments de la société. Bien qu'il s'agisse d'une considération essentielle, il vaut mieux laisser aux décideurs élus le soin de se pencher sur cette question.

¹⁰ Bien qu'une réglementation et une surveillance microprudentielles efficaces soient indispensables au bon fonctionnement du régime de stabilité financière, la question de savoir s'il convient de conférer des responsabilités microprudentielles, réglementaires ou de surveillance à la banque centrale ne fait pas consensus. Voir Goodhart (2000) et Nier et autres (2011) pour un aperçu de ce débat qui se poursuit.

organisme ou un comité interorganisme) chargée d'exercer une surveillance pour repérer les risques systémiques et y réagir tout en étant habilitée à prendre des mesures pour remédier à ces risques¹¹.

La dernière composante du régime de stabilité financière — la gestion des crises — s'enclenche quand les mesures mises en place pour repérer ou atténuer les principaux risques émergents sont inadéquates, ou quand la norme de résilience qui a été adoptée n'est pas respectée et qu'une crise financière s'ensuit.

Le cadre de gouvernance de la stabilité financière

Les dispositions décrites ci-dessus définissent et distinguent nettement les éléments essentiels d'un régime de stabilité financière efficace, mais il n'existe aucune approche de gouvernance universelle en la matière. De fait, les rôles exacts du gouvernement (y compris le ministère des Finances), de la banque centrale et des autorités prudentielles varieront selon le pays en raison de la diversité des structures institutionnelles, des cadres juridiques et des caractéristiques du système financier. En pratique, différentes configurations institutionnelles ont été dégagées en vue d'assurer la stabilité financière. L'expérience restreinte à ce jour donne à penser que l'efficacité d'un régime par rapport à un autre dépend du contexte, aucun cadre n'étant idéal pour tous les pays (Lombardi et Siklos, 2016).

En définitive, un régime de stabilité financière efficace comporte deux éléments primordiaux, peu importe la configuration institutionnelle particulière. Premièrement, les organismes responsables de chacune des fonctions du régime doivent avoir des mandats clairs et disposer de moyens d'intervention suffisants pour exécuter ces mandats¹². Négliger d'attribuer et de délimiter clairement les responsabilités à l'égard de la stabilité financière, notamment en ce qui concerne la mise en œuvre d'un cadre de politique macroprudentielle, entravera la capacité d'un régime donné d'atteindre l'objectif de stabilité financière et pourrait également placer la banque centrale dans une position difficile, car le public comprendra peut-être mal le rôle qu'elle joue dans la promotion de la stabilité financière¹³. Deuxièmement, de multiples gouvernements et organismes sur la scène nationale et internationale jouent des rôles importants et souvent complémentaires dans la promotion de la stabilité financière au sein du système financier international actuel, car le système est fortement intégré à l'échelle internationale et englobe une vaste gamme d'institutions et de marchés financiers. Compte tenu de cette intégration, et de la possibilité d'arbitrage réglementaire, les diverses parties doivent collaborer pour surveiller les vulnérabilités émergentes, et pour élaborer et mettre en œuvre avec cohérence des normes mondiales minimales de réglementation et de surveillance. La

¹¹ Depuis 2009, les dirigeants et les décideurs du G20 élaborent et mettent en œuvre un vaste programme de réforme de la réglementation à l'échelle mondiale pour traiter de ces questions de stabilité dans l'ensemble du système financier (Knight, 2014 et 2015). Les décideurs ont accéléré leurs efforts afin d'établir des autorités responsables en raison des pressions exercées pour que la responsabilité à l'égard de la stabilité financière soit clairement attribuée (Lombardi et Moschella, 2016; Lombardi et Siklos, 2016).

¹² Des mandats clairs assortis d'une obligation de rendre compte suffisante sont indispensables pour réduire le biais d'inaction lorsque des mesures appropriées sont prises en vue d'atteindre la stabilité financière. Le biais d'inaction s'explique essentiellement par le fait que les coûts des mesures prises pour limiter l'accumulation des déséquilibres financiers ont des conséquences défavorables à court terme qui sont très apparentes, tandis que les avantages des gains économiques à long terme découlant du maintien d'une stabilité financière soutenue sont moins facilement perceptibles. Négliger de mettre en œuvre les moyens d'intervention nécessaires parce qu'ils pourraient augmenter les coûts ou diminuer l'accessibilité du crédit est un exemple de biais d'inaction (Houben, 2016).

¹³ Voir Goodfriend et King (2015) pour une analyse de ce type de circonstances dans le cas de la Banque de Suède de 2010 à 2015.

prochaine section présente les caractéristiques et les fonctions existantes des banques centrales qui font que celles-ci sont bien placées pour jouer un rôle névralgique dans le régime de stabilité financière.

L'évolution du rôle des banques centrales

La poursuite de la stabilité financière est au cœur même des mandats et des fonctions des banques centrales. Plus particulièrement, elles agissent naturellement comme prêteurs de dernier ressort en cas de tensions financières, et la responsabilité générale à l'égard de la surveillance et du fonctionnement de l'infrastructure de paiement et de règlement leur est habituellement dévolue. En outre, compte tenu de leur perspective macroéconomique, les banques centrales sont généralement chargées de surveiller les risques systémiques et d'en faire rapport. Certaines banques centrales, comme la Banque d'Angleterre ou la Réserve fédérale américaine, ont des responsabilités plus vastes en matière de réglementation et de surveillance prudentielles. Comme nous le verrons ci-dessous, les questions de stabilité financière interviennent également dans les processus décisionnels, car elles touchent les objectifs et l'efficacité de la politique monétaire¹⁴.

Plusieurs raisons font que les banques centrales sont également en bonne position pour contribuer de manière importante au régime de stabilité financière. Pour commencer, elles ont une perspective systémique, et leur analyse des cycles économiques et financiers tient compte des liens macrofinanciers. De plus, elles ont d'importantes capacités techniques et capacités de modélisation en ce qui concerne leurs objectifs de stabilité macroéconomique. Plusieurs caractéristiques opérationnelles des banques centrales viennent aussi accroître leur capacité de contribuer à l'objectif de stabilité financière. Par exemple, les banques centrales acquièrent des renseignements sur les marchés dans le cadre des opérations qu'elles mènent sur les marchés financiers afin de mettre en œuvre la politique monétaire, de gérer leur bilan et, dans certains cas, de mener des opérations de change et des opérations financières gouvernementales. En outre, dans la mesure où elles sont indépendantes des pressions politiques, il est permis de croire que les banques centrales sont plus objectives lorsqu'elles analysent les risques et recommandent des politiques correctives. Enfin, les banques centrales sont à même d'échanger activement des renseignements sur la surveillance et l'atténuation des vulnérabilités financières avec une vaste gamme de participants au système financier des secteurs public et privé et de les consulter à cet égard, et ont souvent l'autorisation légale d'acquérir les données pertinentes (Duffie, 2016; He, 2016; Mosser, 2016)¹⁵.

Cela dit, la réputation et la crédibilité d'une banque centrale pourraient être menacées si celle-ci était la seule responsable (ou si le grand public la considérait comme la principale responsable) du maintien de la stabilité financière. En particulier, les banques centrales ne contrôlent généralement qu'un petit ensemble d'outils permettant d'atténuer les vulnérabilités et les risques systémiques et ne sauraient être tenues pour responsables, dans tous les cas, d'une défense inadéquate contre l'accumulation des déséquilibres financiers. Par ailleurs, l'expérience porte à croire que certains systèmes financiers peuvent être particulièrement exposés à l'instabilité et aux crises en l'absence de volonté politique d'établir un

◀ *Les banques centrales sont en bonne position pour contribuer de manière importante au régime de stabilité financière.*

¹⁴ Pour une analyse approfondie de l'interaction entre les mandats au titre de la stabilité des prix et de la stabilité financière et du rôle de la politique monétaire dans la poursuite de la stabilité financière, voir FMI (2015).

¹⁵ Normalement, il vaut toutefois mieux laisser à d'autres organismes indépendants le soin de recueillir et de construire les données.

régime de stabilité financière efficace. Conférer à une banque centrale l'entière responsabilité de la stabilité financière dans de telles circonstances pourrait contribuer à l'insatisfaction du public, ce qui éroderait plus largement la crédibilité de l'institution (Johnson, 2016) et minerait par conséquent la stabilité financière et économique, si la situation n'était pas corrigée.

L'élargissement des rôles traditionnels

Les banques centrales jouent traditionnellement un rôle important dans la gestion des crises financières en agissant comme prêteurs de dernier ressort. Après plus d'un siècle, les objectifs et les principes définis par Walter Bagehot demeurent au centre de la fonction de prêteur de dernier ressort. Cependant, l'étendue et l'application de cette fonction ont évolué avec la création de nouveaux produits financiers et la mise au point de nouvelles façons d'émettre des instruments financiers. Les leçons retenues de la crise financière donnent à penser qu'il conviendrait d'examiner plusieurs prolongements possibles de la fonction de prêteur de dernier ressort. Les décideurs devraient, par exemple, envisager d'octroyer des liquidités à une gamme élargie d'institutions financières réglementées et à des infrastructures de marchés financiers (IMF), et d'étendre aussi l'éventail des garanties acceptables. Bon nombre de banques centrales ont fini par créer de nouvelles facilités de liquidités pendant la crise, et ont par la suite adapté leurs cadres de conduite des politiques en vue d'offrir à l'ensemble du marché un accès exceptionnel aux liquidités en cas de graves tensions¹⁶. La Banque du Canada, par exemple, a récemment modifié ses politiques de prêteur de dernier ressort selon le modèle décrit ci-dessus; la Banque exige dorénavant que les institutions financières aient mis en place un cadre de redressement et de résolution crédible pour être admissibles à l'aide d'urgence, et les IMF désignées sont désormais admissibles à une telle aide (Banque du Canada, 2015). Bien que la capacité de prêteur de dernier ressort soit une composante fondamentale du régime de gestion des crises, elle demeure strictement, comme son nom l'indique, une politique de dernier ressort.

La politique monétaire — et plus particulièrement son rôle dans la promotion de la stabilité financière — constitue une autre responsabilité des banques centrales qui a été revue à la lumière des leçons tirées de la crise financière. Le débat sur la question de savoir si la politique monétaire devrait avoir comme rôle de prévenir ou de guérir lorsqu'il s'agit de gérer les vulnérabilités financières a été supplanté par une approche plus nuancée. Selon cette approche, la politique monétaire est un instrument trop peu nuancé pour pouvoir atténuer seul ces vulnérabilités. La politique monétaire devrait plutôt demeurer centrée sur la réalisation de son objectif au regard de la cible d'inflation, et compléter toutefois la politique macroprudentielle pour ce qui est de gérer les vulnérabilités financières en ajustant l'horizon fixé pour l'atteinte de sa cible d'inflation¹⁷. Par exemple, dans son processus décisionnel en matière de politique monétaire, la Banque du Canada

◀ *L'étendue et l'application de la fonction de prêteur de dernier ressort ont évolué avec la création de nouveaux produits financiers et la mise au point de nouvelles façons d'émettre des instruments financiers.*

¹⁶ Voir BRI (2014) pour une analyse du réexamen de la conception et de l'application de la fonction de prêteur de dernier ressort après la crise.

¹⁷ De même, la politique monétaire ne devrait pas être considérée comme la dernière ligne de défense contre les risques pesant sur la stabilité financière, mais comme un élément d'une approche globale visant à atténuer les vulnérabilités financières et à réduire le risque d'instabilité financière. Voir Schembri (2016).

a adopté une approche de gestion des risques qui intègre à la fois les risques pesant sur l'inflation et ceux pesant sur la stabilité financière en vue d'atteindre son objectif principal en matière d'inflation¹⁸.

Le renforcement de la communication et de l'analyse des risques systémiques

Comme nous l'avons vu plus tôt, la plupart des banques centrales sont déjà chargées de surveiller les vulnérabilités et les risques financiers systémiques et de communiquer leurs évaluations à d'autres organismes nationaux et au public. Les banques centrales ont différentes façons d'élargir le champ de ces activités et de contribuer plus amplement au maintien de la stabilité financière (au-delà des responsabilités microprudentielles pouvant leur être conférées). Plus précisément, comme l'a exposé Schembri (2016), les banques centrales peuvent :

1. inciter les emprunteurs et les prêteurs à la prudence en publiant les évaluations des vulnérabilités et des risques financiers;
2. renforcer la discipline des marchés en faisant preuve d'une transparence accrue à propos des vulnérabilités et des risques financiers, entre autres en fournissant les données pertinentes, de sorte que les participants aux marchés puissent mieux évaluer et gérer les risques;
3. aider à raffermir la réglementation et la surveillance financières en participant à des tests de résistance macroprudentiels visant le système bancaire et en analysant l'efficacité de la réglementation et ses possibles conséquences inattendues pour le fonctionnement du système financier;
4. contribuer à l'élaboration et à la mise en œuvre de politiques macroprudentielles, notamment en analysant les effets de ces politiques, en cherchant à savoir comment l'innovation financière se répercute sur la stabilité financière et en détectant l'arbitrage réglementaire.

Toutes ces fonctions sont liées à la surveillance macroprudentielle. Dans le cas des deux premières, il s'agit expressément de communiquer les évaluations des vulnérabilités et des risques pour renforcer l'autodiscipline en sensibilisant davantage le public et en réduisant les externalités informationnelles touchant les participants aux marchés financiers. Toutefois, s'il est important de communiquer les évaluations des risques, cette importance ne se traduit pas par le seul fait de donner plus de renseignements sur les vulnérabilités et les risques financiers. La responsabilité à l'égard de l'exactitude de ces évaluations augmente lorsque celles-ci sont rendues publiques, ce qui incite encore plus à améliorer la qualité des données dans un cercle vertueux. La sensibilisation accrue du public contribue aussi à mobiliser des appuis en faveur de la mise en œuvre de politiques ayant pour objet d'atténuer l'instabilité financière (He, 2016).

La communication publique des évaluations des risques joue donc un rôle fondamental à l'appui du régime de stabilité financière en conférant à ce dernier le pouvoir de contrer l'accumulation des déséquilibres. Voici un exemple. Afin d'exploiter les avantages d'une communication accrue, la Banque centrale européenne (BCE) a récemment publié son premier bulletin macroprudentiel semestriel, qui met en évidence la mission de la BCE à l'égard de la politique macroprudentielle, avec comme objectifs d'améliorer la transparence de son analyse et de mieux faire connaître les politiques macroprudentielles nationales et européennes (Constâncio, 2016a).

¹⁸ Voir Poloz (2015).

Cependant, communiquer les évaluations des risques comporte son lot de difficultés. Pour commencer, définir clairement l'objectif de stabilité financière est une tâche ardue, car il s'agit d'un phénomène à long terme dont les coûts et les avantages sont difficiles à déterminer et à quantifier d'avance. En outre, communiquer les risques d'une manière facile à comprendre pour le public constitue un exercice laborieux : les risques pesant sur le système financier mettent en jeu des processus complexes devant être traduits en profils de risque approfondis, mais intuitifs (Mosser, 2016).

La communication des risques au public comporte aussi certains coûts potentiels. Premièrement, le public et les participants aux marchés financiers pourraient nourrir des attentes irréalistes envers la capacité de la banque centrale de prédire à quel moment les risques se concrétiseront. En effet, ce sont des événements extrêmes fort improbables : les vulnérabilités peuvent persister un certain temps avant qu'un choc ne déclenche la concrétisation du risque connexe. Avec le temps, la divergence entre les attentes du public et les capacités de la banque centrale pourrait miner la crédibilité de l'institution. Deuxièmement, la communication des risques pourrait déclencher le risque par suite d'une réaction excessive des marchés en période d'aversion au risque ou de tensions élevées. Troisièmement, il faut préserver la confidentialité des données financières des institutions individuelles ou de petits groupes d'institutions (He, 2016).

Les rôles à jouer dans la politique macroprudentielle

Les banques centrales peuvent jouer des rôles importants en éclairant l'élaboration des politiques microprudentielle et macroprudentielle. Parce qu'elles ont la perspective systémique et les capacités techniques nécessaires, et qu'elles possèdent aussi les caractéristiques institutionnelles énoncées au début de la présente section, les banques centrales sont en mesure de contribuer grandement à la mise au point et au déploiement de tests de résistance macroprudentiels. Les tests de résistance sont un outil important pour quantifier les risques systémiques, transposer les scénarios de crise en chocs quantitatifs, créer des prévisions conditionnelles et découvrir les failles dans le but d'aider à prévenir et à gérer les crises futures (He, 2016).

Les tests de résistance d'ordre financier ont habituellement pour objectif de vérifier si les institutions individuelles ont suffisamment de fonds propres et de liquidités pour résister à divers chocs économiques et financiers. Les tests de résistance macroprudentiels vont au-delà de ces évaluations individuelles et portent sur les réactions des banques aux scénarios; l'interaction bidirectionnelle entre les banques et l'économie réelle, les effets de contagion entre les institutions financières (y compris les institutions non bancaires), les marchés financiers et l'infrastructure financière; et l'analyse des interactions avec d'autres secteurs non financiers qui revêtent de l'importance pour la gestion des risques des banques (Constâncio, 2016b).

Les tests de résistance macroprudentiels peuvent aussi constituer un outil de surveillance active dans le cadre du régime de stabilité financière, car ils ne se résument pas à des évaluations statiques et essentiellement qualitatives, mais construisent des scénarios de risques macroéconomiques quantifiables comportant des déclencheurs explicites pour déterminer le degré de résilience que doivent maintenir les institutions financières. Les tests de résistance peuvent donc servir à repérer les vulnérabilités et à éclairer les discussions stratégiques engagées en vue de traiter ces vulnérabilités. Le fait que les tests de résistance portent sur la résilience des institutions vient

toutefois estomper la démarcation entre surveillance microprudentielle et macroprudentielle. À cet égard, Tucker (2016) juge que « les initiatives de surveillance microprudentielle et de surveillance à l'échelle du système sont tout simplement dénuées de sens — elles sont incohérentes — en tant qu'activités indépendantes » [traduction]. Toutes les composantes du régime de stabilité financière devraient donc, de préférence, être coordonnées plutôt que de fonctionner séparément.

◀ *Toutes les composantes du régime de stabilité financière devraient de préférence être coordonnées plutôt que de fonctionner séparément.*

Le travail pratique de réglementation macroprudentielle est une activité dynamique qui consiste à repérer et à évaluer ces risques et ces vulnérabilités, puis à prendre les mesures d'atténuation qui s'imposent. Tucker (2016), par exemple, avance que la transmission des chocs et la concrétisation des risques qui génèrent des pertes sont susceptibles de se produire dans toute phase du cycle financier, que le système soit en mode normal, exubérant ou déprimé. En période d'exubérance, par exemple, lorsque le recours au crédit et l'effet de levier augmentent rapidement, une réglementation macroprudentielle plus rigoureuse, qui comprend la mise en œuvre de volants de fonds propres contracycliques, sera probablement nécessaire pour accroître la résilience financière et limiter l'accumulation des déséquilibres financiers.

Conclusion

Le système financier est, par nature, en constante évolution. Un régime de stabilité financière efficace doit donc être dynamique. Il doit conjuguer vigilance et souplesse afin de repérer et d'évaluer les nouvelles vulnérabilités dès qu'elles se profilent, et d'y réagir. Le régime doit progresser à mesure que la compréhension des interactions entre le système financier et l'économie réelle s'approfondit, que les capacités d'analyse et de modélisation avancent et que la qualité des données s'améliore. En travaillant de concert avec d'autres organismes, les banques centrales peuvent apporter d'importantes contributions au régime de stabilité financière, en raison de leur perspective macrofinancière systémique et de leur capacité d'analyse.

Comme il reste du travail à accomplir en vue d'élaborer et d'instaurer des régimes de stabilité financière dans divers pays et autres entités, il faut réaliser d'autres recherches sur certains domaines prioritaires pour mieux comprendre la façon de mettre en œuvre la politique macroprudentielle et le rôle que devraient jouer les banques centrales dans ce processus. Premièrement, il sera souhaitable de définir le plus clairement possible la norme de résilience dans chaque pays ou autre entité. Deuxièmement, pour avoir une idée plus nette des canaux de rétroaction financière et économique, y compris la contagion, il faudrait élargir le cadre de politique macroprudentielle en appliquant les tests de résistance non seulement aux banques réglementées, mais aussi aux autres secteurs du système financier. Enfin, une plus ample réflexion est nécessaire afin d'établir des approches concertées efficaces entre les autorités publiques pour surveiller les actions cachées, échanger des renseignements à ce sujet et atténuer (ou prévenir) ces actions, notamment l'innovation ou la mutation financière et l'arbitrage réglementaire, surtout lorsqu'elles traversent les frontières.

Ouvrages et articles cités

- Bagehot, W. (1873). *Lombard Street: A Description of the Money Market*, Londres (Royaume-Uni), Henri S. King and Co. Publié en français sous le titre *Lombard Street ou Le marché financier en Angleterre*, Paris (France), Librairie Germer Baillière, 1874.
- Banque des Règlements Internationaux (BRI) (2014). *Re-Thinking the Lender of Last Resort*, coll. « BIS Papers », n° 79.
- Banque du Canada (2015). *Prêteur de dernier ressort* (et documents de politique connexes). Internet : <http://www.banqueducanada.ca/grandes-fonctions/systeme-financier/prets-de-dernier-ressort>.
- Constâncio, V. (2016a). *The New ECB Macprudential Bulletin*, voxeu.org, 25 avril (consulté le 18 mai 2016). Internet : <http://voxeu.org/article/new-ecb-macprudential-bulletin>.
- (2016b). *Governance of Macprudential and Monetary Policy*, discours prononcé à l'atelier conjoint organisé par la Banque du Canada, le Fonds monétaire international, le Centre pour l'innovation dans la gouvernance internationale et le Peterson Institute for International Economics, et intitulé « Re-Inventing the Role of Central Banks in Financial Stability », Ottawa (Ontario), 6 mai.
- Crockett, A. (2000). *Marrying the Micro- and Macro-Prudential Dimensions of Financial Stability*, discours prononcé à la 11^e conférence internationale des organismes de surveillance bancaire, Bâle (Suisse), 20 et 21 septembre.
- Duffie, D. (2016). *Identifying and Communicating Systemic Risk: The Role of Central Banks*, discours prononcé à l'atelier conjoint organisé par la Banque du Canada, le Fonds monétaire international, le Centre pour l'innovation dans la gouvernance internationale et le Peterson Institute for International Economics, et intitulé « Re-Inventing the Role of Central Banks in Financial Stability », Ottawa (Ontario), 6 mai.
- Fonds monétaire international (FMI) (2015). *Monetary Policy and Financial Stability*, document d'orientation, août.
- Goodfriend, M., et M. King (2015). *Review of the Riksbank's Monetary Policy 2010-2015*, Stockholm (Suède).
- Goodhart, C. A. E. (2000). *The Organisational Structure of Banking Supervision*, Financial Stability Institute, coll. « Occasional Papers », n° 1.
- He, D. (2016). *Central Banks and Financial Stability Analysis*, discours prononcé à l'atelier conjoint organisé par la Banque du Canada, le Fonds monétaire international, le Centre pour l'innovation dans la gouvernance internationale et le Peterson Institute for International Economics, et intitulé « Re-Inventing the Role of Central Banks in Financial Stability », Ottawa (Ontario), 6 mai.
- Houben, A. (2016). Observations du commentateur dans le cadre de l'atelier conjoint organisé par la Banque du Canada, le Fonds monétaire international, le Centre pour l'innovation dans la gouvernance internationale et le Peterson Institute for International Economics, et intitulé « Re-Inventing the Role of Central Banks in Financial Stability », Ottawa (Ontario), 6 mai.

- Johnson, S. (2016). Observations du commentateur dans le cadre de l'atelier conjoint organisé par la Banque du Canada, le Fonds monétaire international, le Centre pour l'innovation dans la gouvernance internationale et le Peterson Institute for International Economics, et intitulé « Re-Inventing the Role of Central Banks in Financial Stability », Ottawa (Ontario), 6 mai.
- Knight, M. D. (2014). *Reforming the Global Architecture of Financial Regulation: The G20, the IMF and the FSB*, Centre pour l'innovation dans la gouvernance internationale, coll. « CIGI Papers », n° 42.
- (2015). *Completing the G20's Program to Reform the Global Architecture of Financial Regulation*, Centre pour l'innovation dans la gouvernance internationale, coll. « CIGI Papers », n° 55.
- Lane, T. (2013). *La stabilité financière dans un seul pays?*, discours prononcé devant le Weatherhead Center for International Affairs à l'Université Harvard, Cambridge (Massachusetts), 11 février.
- Lombardi, D., et M. Moschella (2016). « The Symbolic Politics of Delegation: Macroprudential Policy and Independent Regulatory Authorities », *New Political Economy*, 23 juin, p. 1-17.
- Lombardi, D., et P. Siklos (2016). « Benchmarking Macroprudential Policies: An Initial Assessment », *Journal of Financial Stability*, vol. 27, décembre, p. 35-49.
- Mosser, P. C. (2016). *Central Banks and Financial Stability Analysis*, discours prononcé à l'atelier conjoint organisé par la Banque du Canada, le Fonds monétaire international, le Centre pour l'innovation dans la gouvernance internationale et le Peterson Institute for International Economics, et intitulé « Re-Inventing the Role of Central Banks in Financial Stability », Ottawa (Ontario), 6 mai.
- Nier, E. W., J. Osinski, L. I. Jácome et P. Madrid (2011). *Institutional Models for Macroprudential Policy*, Fonds monétaire international, coll. « IMF Staff Discussion Notes », n° 11/18.
- Poloz, S. S. (2015). *Prendre en compte la stabilité financière dans la politique monétaire*, discours prononcé devant l'Institute of International Finance, Lima (Pérou), 10 octobre.
- Reinhart, C. M., et K. S. Rogoff (2013). « Shifting Mandates: The Federal Reserve's First Centennial », *The American Economic Review*, vol. 103, n° 3, p. 48-54.
- Schembri, L. (2016). *La prévention des tensions : les banques centrales et la stabilité financière*, discours prononcé à l'atelier conjoint organisé par la Banque du Canada, le Fonds monétaire international, le Centre pour l'innovation dans la gouvernance internationale et le Peterson Institute for International Economics, et intitulé « Re-Inventing the Role of Central Banks in Financial Stability », Ottawa (Ontario), 6 mai.
- Tucker, P. (2016). *The Design and Governance of Financial Stability Regimes: A Common-Resource Problem that Challenges Technical Know-How Democratic Accountability and International Co-ordination*, Centre pour l'innovation dans la gouvernance internationale, coll. « CIGI Essays on International Finance », vol. 3.