

## Comprendre les liens entre réglementation macroprudentielle, stabilité financière et croissance \*

Pierre-Richard AGÉNOR

→ Pierre-Richard AGÉNOR est Professeur en macroéconomie et en économie du développement à l'Université de Manchester et Senior Fellow Ferdi.

Les effets de la volatilité financière sur la croissance et les moyens de les atténuer ont été largement absents des discussions récentes sur les répercussions de la crise financière mondiale sur la réforme du système financier. Cependant, la compréhension des effets à long terme de la réglementation financière est essentielle en raison de la corrélation négative potentielle liée au fait que les politiques de réglementation, destinées à réduire la procyclicité et le risque de crise financière, pourraient bien être nuisibles à la croissance économique à long terme du fait de leur incidence sur la prise de risque et les incitations à emprunter et à prêter, et ce en dépit du fait qu'elles contribuent à un environnement plus stable dans lequel les acteurs peuvent évaluer les risques et les retours associés à leurs décisions d'investissement. Tout en revenant sur une récente contribution analytique, ce document d'orientation soutient que la politique macroprudentielle, en particulier dans les pays à faible revenu, devrait intégrer cette corrélation négative.

Le cas des réserves obligatoires est abordé, compte tenu de l'importance de cet instrument dans ces pays.

\* Ce document d'orientation est basé sur Agénor (2016), dont la contribution s'inscrit dans le cadre d'un projet de recherche qui a bénéficié du soutien financier du Programme DFID-ESRC de recherche sur la croissance, dans le cadre de la subvention n°ES/Lo12022/1. Le document, ainsi que d'autres contributions au projet, peuvent être téléchargés à l'adresse suivante : <http://www.ferdi.fr/fr/programme-projet/volatilit%C3%A9-financi%C3%A8re-et-croissance>



## ► Introduction

La crise financière mondiale a conduit à un nouveau débat sur la nature et l'efficacité de la réglementation financière. Selon le consensus qui s'en est dégagé, pour contenir les risques systémiques et préserver la stabilité macroéconomique et financière, il est essentiel d'aller au-delà d'une approche *microprudentielle*, axée uniquement sur la réglementation des institutions individuelles, et d'adopter au contraire une perspective *macroprudentielle*, sous forme de dispositions réglementaires visant à accroître la résilience du système financier face aux risques systémiques et à limiter les perturbations de l'offre de services financiers qui peuvent avoir de graves conséquences négatives pour l'économie réelle. Dans le même temps, le surcroît d'attention accordé aux risques systémiques et aux vulnérabilités financières a suscité un vaste débat dans les milieux universitaires et politiques sur la façon dont la réglementation macroprudentielle peut contribuer à atténuer la procyclicité du système financier, en empêchant les expansions de crédit non durables ainsi que l'accumulation de bulles de prix d'actifs. Les normes bancaires internationales actuelles, établies par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2011), comprennent un certain nombre d'instruments destinés à résoudre ce problème.<sup>1</sup>

Le centrage des récentes discussions sur les conséquences de la volatilité financière pour la stabilité économique à court terme et sur les avantages à court terme de la réglementation financière est justifié, compte tenu du coût des crises économiques et financières. Toutefois, les effets de la volatilité financière sur la croissance et les moyens de les atténuer ont été largement absents de ces discussions. Or, la compréhension des effets à plus long terme de la réglementation financière est essentielle en raison de la corrélation négative potentielle liée au fait que les politiques de réglementation, destinées à réduire

la procyclicité et les risques de crise financière, pourraient bien être nuisibles à la croissance économique, du fait de leur incidence sur la prise de risques et les incitations à emprunter et à prêter. Cette corrélation négative existe en dépit du fait que ces politiques peuvent également favoriser la croissance de manière indirecte, en contribuant à un environnement plus stable dans lequel les acteurs peuvent évaluer les risques et les rendements associés à leurs décisions d'investissement.

Dans les pays à faible revenu, où le maintien d'un taux de croissance élevé est essentiel afin d'accroître le niveau de vie et d'échapper à la pauvreté, la compréhension des éléments de cette corrélation est particulièrement importante. Ces pays sont souvent caractérisés par un système financier officiel peu développé et donc par des possibilités limitées d'emprunter et d'atténuer l'impact des chocs lorsqu'ils surviennent<sup>2</sup>. Les effets réels de la volatilité financière sur les entreprises et les individus peuvent donc être non seulement importants mais aussi très persistants, en ce sens qu'ils se traduisent non seulement par des reculs transitoires de la production mais aussi par des répercussions négatives sur la croissance<sup>3</sup>. Dans ces conditions, les avantages des mesures réglementaires destinées à promouvoir la stabilité financière pourraient être assez conséquents. Pourtant, si les contraintes réglementaires ont un effet persistant sur les incitations des intermédiaires financiers à prendre des risques, ou plus généralement si elles limitent leur capacité de prêt, elles peuvent se traduire par des écarts de taux d'intérêt importants, des niveaux sous-optimaux d'emprunt pour les entrepreneurs

2. Cf., par exemple, Mecagni et al. (2015) pour une analyse de l'état des services bancaires en Afrique sub-saharienne.

3. Ces effets indésirables sur la croissance concordent avec les éléments d'information démontrant que la contribution de la libéralisation financière à la stimulation de la croissance peut être limitée (dans la mesure où elle s'accompagne d'une plus grande volatilité financière) ; cf., par exemple, Misati et Nyamongo (2012) et la synthèse de Fowowe (2013). Cette dernière étude, en particulier, souligne la nécessité de renforcer la réglementation prudentielle afin d'accroître les avantages de la libéralisation financière. Toutefois, les effets négatifs potentiels de la réglementation prudentielle ne sont pas abordés.

1. Cf. Caruana et Cohen (2014) pour une analyse des éléments clés de la politique macroprudentielle.

souhaitant financer leurs investissements et des réorientations d'activité vers des intermédiaires financiers moins réglementés, ce qui pourrait avoir une incidence négative sur la croissance et la prospérité. Des changements pourraient intervenir dans les incitations à prendre des risques si, par exemple, les contraintes réglementaires induisent des modifications structurelles de la composition du portefeuille des banques, sous la forme d'un délaissement des actifs risqués au profit de placements sûrs. L'une des principales questions qui se posent concerne donc le paramétrage des outils macroprudentiels de telle manière qu'ils intègrent cette corrélation. En outre, du fait que l'environnement institutionnel des pays à faible revenu est souvent faible, se pose également la question connexe de savoir quel type d'instrument réglementaire financier devrait être mis en place.

### ► Faire le lien entre réglementation macroprudentielle et croissance économique

Un article récent d'Agénor (2016) contient l'une des rares études analytiques portant sur le lien entre réglementation macroprudentielle et croissance économique<sup>4</sup>. Dans le modèle étudié, la croissance est endogène et dépend non seulement des technologies et des préférences, mais aussi des politiques. L'analyse met l'accent sur les réserves obligatoires – un instrument pru-

dentiel qui a été largement utilisé dans les pays en développement, tant à faible revenu qu'à revenu intermédiaire<sup>5</sup>. Comme dans l'analyse de Holmström et Tirole (1997), l'investissement et la production du capital sont soumis à un problème de double aléa moral : tout d'abord, les entrepreneurs, qui ont besoin de fonds externes pour financer leurs projets d'investissement, peuvent être tentés de choisir des projets moins productifs (phénomène de dérobaie) avec des rendements non vérifiables plus élevés. Deuxièmement, bien que la surveillance bancaire atténue le problème de l'aléa moral associé au comportement des entrepreneurs, le fait que les banques utilisent les dépôts des ménages pour financer leurs prêts crée une incitation à se dérober lorsque la surveillance est onéreuse. De plus, les ménages ne peuvent pas prêter directement aux producteurs ; il n'existe donc que des financements intermédiés par les banques. Cette hypothèse est tout à fait appropriée dans un environnement à faible revenu, où les marchés financiers sont sous-développés, voire totalement absents. Troisièmement, l'intensité de la surveillance bancaire, qui affecte les rendements privés en raison du phénomène de dérobaie, est déterminée de manière endogène.

Les principaux enseignements de l'analyse sont les suivants. Lorsque les coûts de surveillance auxquels les intermédiaires financiers doivent faire face sont exogènes, une augmentation du taux de réserves obligatoires – motivée par le désir de limiter la capacité des banques à prêter, de réduire le ratio de financement du secteur privé et d'atténuer le risque systémique – a des effets clairement négatifs sur l'investissement et la croissance économique<sup>6</sup>. Le fait de vouloir

4. Van den Heuvel (2008) a été l'un des premiers à étudier les effets de la réglementation macroprudentielle (sous la forme d'exigences d'adéquation des fonds propres des banques) dans le cadre d'une croissance standard. Il a soutenu que les exigences de fonds propres impliquent une corrélation négative entre l'efficacité des banques et la sécurité financière. En effet, même si ces exigences incitent les banques à détenir des portefeuilles moins risqués (atténuant ainsi la probabilité d'une crise financière), cela peut aboutir à un délaissement des projets d'investissement risqués, mais plus productifs, au profit de projets plus sûrs, mais moins productifs (entravant ainsi la croissance). Toutefois, ce document contient une limitation essentielle en ce sens que, du fait que la croissance est exogène, les répercussions de cette corrélation sur la croissance à long terme, et la mesure dans laquelle la politique peut l'intégrer, ne peuvent pas être pleinement explorées.

5. Cf. Agénor et Pereira da Silva (2016) et les références qui y figurent. Les réserves obligatoires ont été récemment intégrées aux directives relatives aux exigences de liquidités dans le cadre du nouvel accord de Bâle (cf. Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2013)).

6. Dans ce cadre, une augmentation du taux de réserves obligatoires peut en effet être motivée par la volonté de ralentir l'expansion du crédit ou de réduire tous les ratios d'endettement des emprunteurs privés, en limitant la capacité de prêt des banques, et d'augmenter ainsi la résilience du système financier. D'une manière plus conventionnelle,

rendre les banques plus sûres en les obligeant à mettre de côté une fraction des dépôts qu'elles reçoivent réduit l'offre de fonds prêtables. Cela tend également à réduire les investissements et la croissance car un taux de réserves obligatoires plus important a pour effet d'élever le niveau de richesse en-deçà duquel un entrepreneur ne peut pas emprunter. Toutefois, lorsque l'intensité de la surveillance est déterminée de manière endogène, une augmentation du taux de réserves obligatoires a des effets contradictoires sur l'investissement, la croissance et la prospérité. La raison en est que lorsque l'intensité de la surveillance est endogène, l'effet négatif sur les prêts peut être compensé par le fait qu'un taux de réserves obligatoires plus élevé atténue également les incitations des banques à surveiller. Cela tient par ailleurs au fait que lorsque la surveillance est déterminée de manière endogène, le fait qu'un taux de réserves obligatoires plus élevé ait tendance à faire baisser directement l'investissement (comme mentionné précédemment), et donc les revenus escomptés des emprunteurs, cela appelle également à une réduction de l'intensité de la surveillance afin d'augmenter le bénéfice privé non vérifiable que les emprunteurs sont susceptibles d'obtenir lorsque leurs projets réussissent. Cette réduction de l'intensité de la surveillance se traduit par des coûts de surveillance inférieurs, ce qui libère des ressources pour accroître les prêts et atténue ainsi l'effet négatif direct d'un taux de réserves obligatoires plus élevé sur les prêts. Les décideurs politiques peuvent intégrer ce compromis entre volonté de garantir la stabilité financière (réserves obligatoires élevées) et volonté de stimuler la croissance économique (réserves obligatoires peu élevées) en choisissant de façon optimale le taux de réserves obligatoires.

En outre, il semble y avoir une relation inverse entre le taux optimal de réserves obliga-

toires et l'efficacité de la surveillance; l'économie est en meilleure situation si les décideurs politiques imposent aux banques des ratios élevés de réserves obligatoires lorsque leur capacité à surveiller les emprunteurs est faible. Ce résultat corrobore les éléments d'information suggérant que les réserves obligatoires continuent d'être largement utilisées dans les pays en développement et beaucoup moins dans les pays industrialisés.

### ► Enseignements relatifs aux politiques

L'analyse qui précède suggère que le compromis entre stabilité financière et croissance économique auquel les décideurs politiques sont généralement confrontés lors du paramétrage d'instruments macroprudentiels peut, du moins en principe, être corrigé par un paramétrage de ces instruments de telle sorte qu'ils équilibrent les effets positifs et négatifs sur la croissance et la prospérité. Bien que l'analyse ait porté sur un instrument particulier – les réserves obligatoires destinées à réduire la capacité de prêt des banques, ainsi que l'endettement du secteur privé, et à atténuer les risques financiers systémiques – il est fort probable que des résultats similaires puissent également caractériser le choix d'autres outils macroprudentiels, tels que les exigences de fonds propres des banques et les provisions pour créances douteuses.

Néanmoins, plus concrètement, il y a deux aspects importants à prendre en compte concernant la faisabilité de ces solutions « optimales ». Le premier concerne le fait que, en principe, un modèle doit être utilisé pour les calibrer; mais bien que l'analyse ait mis l'accent ici sur le long terme, les avantages à court terme de la réglementation financière (sous forme de fluctuations plus faibles du crédit, de la production et des prix) devraient également être pris en compte pour obtenir une vision complète des avantages et des coûts liés à l'utilisation de chaque instrument. Cela exige un cadre plus détaillé que celui

cette politique peut également être considérée comme une tentative de la part du régulateur financier d'atténuer le risque de panique bancaire ou de fournir aux épargnants une garantie partielle de leurs dépôts, en forçant les banques à détenir des réserves liquides plus élevées qu'elles ne le feraient autrement.

évoqué ici. Dans un environnement où la capacité est faible (comme c'est le cas de nombreux pays à faible revenu), le développement de ces modèles peut s'avérer irréalisable. Cependant, même si des calibrations précises ne sont pas disponibles, il est important que les décideurs politiques gardent à l'esprit les effets à plus long terme des politiques de réglementation lors du paramétrage de leurs instruments. C'est toujours mieux que d'ignorer purement et simplement ces effets.

Le second aspect concerne la possibilité qu'un paramétrage (optimal) des instruments à des niveaux trop élevés ou trop bas puisse modifier les comportements et entraîner des distorsions. En effet, dans le cas présent, si les réserves

obligatoires sont fixées (de façon optimale) à des niveaux prohibitifs, elles peuvent encourager une désintermédiation au détriment du système bancaire officiel et au profit de canaux moins réglementés, ce qui peut fausser les marchés, affaiblir la stabilité financière et réduire les investissements et la croissance. Le risque de désintermédiation (ou d'arbitrage réglementaire) signifie donc que la surveillance financière peut également avoir besoin d'être renforcée, et le périmètre de la réglementation élargi, lorsque des politiques macroprudentielles plus agressives sont mises en œuvre. Cela constitue également un message important à destination des décideurs politiques.

## ► Bibliographie

- **Agénor, P.-R.**, “Growth and Welfare Effects of Macroprudential Regulation”, Document de travail n°218, Centre for Growth and Business Cycle Research (février 2016).
- **Agénor, P.-R.**, et **L. Pereira da Silva**, “Reserve Requirements and Loan Loss Provisions as Countercyclical Macroprudential Instruments”, Document d’orientation n°IDB-PB-250, Banque Interaméricaine de Développement (février 2016).
- **Comité de Bâle sur le contrôle bancaire**, “Basel III: A Global Regulatory Framework for more Resilient Banks and Banking Systems”, Rapport n°189 (révisé en juin 2011).
- ———, *Bâle III: The Liquidity Coverage Ratio and Liquidity Risk Monitoring Tools*, Rapport n°238 (janvier 2013).
- **Caruana, J.**, et **B.H. Cohen**, “Five Questions and Six Answers about Macro-prudential Policy”, *Revue de la stabilité financière*, Banque de France, n°18 (avril 2014), 15-23.
- **Fowowe, B.**, “Financial Liberalization in Sub-Saharan Africa: What do we Know?”, *Journal of Economic Surveys*, 27 (mars 2013), 1-37.
- **Holmström, B.**, et **J. Tirole**, “Financial Intermediation, Loanable Funds, and the Real Sector”, *Quarterly Journal of Economics*, 112 (septembre 1997), 663-91.
- **Mecagni, M.**, **D. Marchettini**, et **R. Maino**, “*Evolving Banking Trends in Sub-Saharan Africa: Key Features and Challenges*”, Publications du FMI (Washington DC: 2015).
- **Misati, R.N.**, et **E.M. Nyamongo**, “Financial Liberalization, Financial Fragility and Economic Growth in Sub-Saharan Africa”, *Journal of Financial Stability*, 8 (septembre 2012), 150-60.
- **Van den Heuvel, S.J.**, “The Welfare Cost of Bank Capital Requirements”, *Journal of Monetary Economics*, 55 (mars 2008), 298-320.



Créée en 2003, la **Fondation pour les études et recherches sur le développement international** vise à favoriser la compréhension du développement économique international et des politiques qui l'influencent.



### **Contact**

[www.ferdi.fr](http://www.ferdi.fr)

[contact@ferdi.fr](mailto:contact@ferdi.fr)

+33 (0)4 73 17 75 30

n° ISSN : 2275-5055

