

Stratégie du Haut Conseil de stabilité financière

Synthèse

La crise financière globale de 2007-2009 a démontré la nécessité, pour préserver la stabilité financière, de compléter une approche microprudentielle par une approche macroprudentielle visant à prévenir le risque systémique, c'est-à-dire le risque qu'un dysfonctionnement du système financier puisse avoir des répercussions significatives sur l'économie réelle. C'est l'objet de la politique macroprudentielle. Elle s'articule autour de deux dimensions : (i) une dimension temporelle qui vise à prévenir ou à contenir l'apparition du risque au cours du cycle économique, et (ii) une dimension transversale et structurelle, qui prend en compte les interconnexions entre composantes du système financier. Si elles ne sont pas nouvelles, ces préoccupations ont, depuis la crise financière globale, donné lieu à des évolutions institutionnelles qui formalisent l'approche macroprudentielle de la surveillance du secteur financier.

Le Haut Conseil de stabilité financière (HCSF), établi par la loi de séparation et de régulation des activités bancaires du 26 juillet 2013 pour prendre la suite du Conseil de la régulation financière et du risque systémique, est chargé de veiller à la stabilité financière en France et de définir la politique macroprudentielle qu'il convient de conduire pour limiter les risques systémiques. Le HCSF dispose de pouvoirs réglementaires pour mettre en œuvre son mandat. Le champ de la surveillance et de l'action du Haut Conseil englobe l'ensemble des acteurs du secteur financier : banques, assurances, système bancaire parallèle, infrastructures de marché et systèmes de paiement. L'action du HCSF s'inscrit dans le cadre institutionnel européen.

L'objectif final du HCSF est de contribuer au maintien de la stabilité du système financier dans son ensemble. Si les facteurs de risques qui peuvent contribuer à une fragilisation du système financier sont *a priori* nombreux, cinq objectifs intermédiaires participent assez étroitement de la poursuite de cet objectif ultime et guident les décisions de politique macroprudentielle : atténuer et prévenir une expansion du crédit et un effet de levier excessifs ; limiter la dépendance excessive au financement de court terme ou un trop fort degré de transformation et maintenir la liquidité sur les marchés financiers ; limiter la concentration des expositions directes et indirectes ; limiter l'impact systémique d'incitations inappropriées afin de réduire l'aléa moral ; renforcer la résilience des infrastructures financières.

Le HCSF prend ses décisions, notamment celles sur la mise en œuvre d'instruments macroprudentiels, selon le principe du « pouvoir discrétionnaire orienté » : il s'appuie à la fois sur des règles et des indicateurs, tout en exerçant un pouvoir d'appréciation (jugement d'expert) permettant de tenir compte d'autres éléments d'information et d'appréciation de la situation. Il rend publiques ses décisions, dans la mesure où leur publication ne constitue pas un risque pour la stabilité financière. L'efficacité des mesures de politique macroprudentielle adoptées par le Haut Conseil est régulièrement évaluée par ce dernier.

La publication de la stratégie du HCSF doit permettre une meilleure compréhension de son fonctionnement, favoriser l'efficacité de ses interventions et soutenir sa communication, sa transparence et son degré de responsabilité. Cette stratégie pourra être révisée et enrichie à mesure que l'expérience en matière macroprudentielle augmentera.

1. Mandat du HCSF et stratégie de la politique macroprudentielle

Le mandat du Haut Conseil de stabilité financière (HCSF) a été précisé explicitement par la loi de séparation et de régulation des activités bancaires du 26 juillet 2013 qui a transformé le Conseil de la régulation financière et du risque systémique (Corefris) en Haut Conseil de stabilité financière (cf. infra). Le HCSF est ainsi chargé de « la surveillance du système financier dans son ensemble, dans le but d'en préserver la stabilité et la capacité à assurer une contribution soutenable à la croissance économique. »¹

Le HCSF considère la stabilité financière comme caractéristique d'une situation dans laquelle l'allocation des ressources financières et des risques est réalisée efficacement de sorte que l'impact financier et surtout macroéconomique d'événements financiers adverses (événements imprévus, situations de stress ou ajustements structurels) est limité. *A contrario*, l'absence ou l'insuffisance de stabilité financière est généralement associée à une accumulation de déséquilibres et de risques susceptible de dégénérer dans le cadre d'une crise avec des conséquences macroéconomiques et sociales défavorables. Ainsi, la stabilité du système financier est une condition *sine qua non* du financement efficace de l'économie et d'une contribution soutenable à la croissance économique.

Par ailleurs, le HCSF inscrit son action dans une perspective macroprudentielle, complémentaire de l'approche confiée aux institutions en charge de la surveillance microprudentielle d'institutions financières ou de marchés. Le Haut Conseil veille ainsi au renforcement de la stabilité du système financier dans son ensemble et cherche à prévenir l'apparition ou la matérialisation de risques qui ne relèveraient pas strictement de l'une ou l'autre des institutions en charge de la surveillance microprudentielle ou nécessiteraient une action concertée des autorités. À ce titre, il contribue à prévenir et à limiter le risque systémique qui se définit comme le risque de « perturbations majeures dans la fourniture de services financiers ayant des conséquences sérieuses sur l'économie réelle »²). Ce type de risque affecte généralement le système financier dans son ensemble (ou une large part de celui-ci) et peut se manifester au travers des effets de contagion, d'amplification des chocs (par exemple en raison des expositions à un risque commun de plusieurs acteurs du système financier) ou des déséquilibres financiers (comme l'existence de bulles ou une croissance excessive du crédit). La surveillance du HCSF couvre donc un champ potentiellement très large : elle englobe *a priori* l'ensemble des acteurs du secteur financier, des banques et assurances au système financier parallèle (*shadow banking*), en passant par les infrastructures de marché et les systèmes de paiement, etc.

Cette approche macroprudentielle recouvre deux dimensions, impliquant des réponses distinctes³. Elle recouvre d'une part une dimension temporelle, en lien notamment avec l'évolution du risque selon le cycle économique (*i.e.* interactions entre « économie réelle » et le système financier). Cette dimension, qui traite de la procyclicité du système financier, plaide pour la mise en place d'outils contracycliques pour amortir ces évolutions et éviter l'accumulation de déséquilibres⁴. D'autre part, elle inclut une dimension transversale (*cross-section*) et structurelle, qui s'intéresse aux vulnérabilités structurelles dans le système financier qui peuvent provenir d'une trop grande concentration des risques et/ou de la complexité et de l'interconnexion entre les institutions

¹ Article L.631-2-1 du code monétaire et financier

² Committee on the Global Financial System (CGFS), "Operationalising the selection and application of macroprudential instruments", Paper No 48, 2012

³ Cf. Crockett, A. (2000), "Marrying the micro- and macroprudential dimensions of financial stability", BIS Speeches, Borio, C., Furfine, C., Lowe, P. (2001), « Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options », BIS Papers n°1, Borio, C. (2003), "Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?", Working Papers n°128, Borio, C., Drehmann, M. (2009), "Towards an operational framework for financial stability: "fuzzy" measurement and its consequences", Working Papers n°284

⁴ Cependant, traiter la procyclicité du système financier ne doit pas avoir pour but d'éliminer les cycles financiers. C'est le caractère excessif de la volatilité et de l'ampleur de ces cycles qui doit être évité (cf. « Le cadre macroprudentiel : questions clés appliquées au cas français », Débat économique N° 9, Banque de France, 2014).

financières. La surveillance macroprudentielle vise aussi à renforcer la coopération entre les autorités microprudentielles de surveillance financière, dans le respect de leurs indépendance et prérogatives respectives, ce qui constitue un élément essentiel de l'efficacité d'ensemble du cadre de surveillance et de régulation. Cette approche permet de limiter les angles morts de la surveillance en incluant dans son champ plus d'acteurs, ainsi que de mieux prendre en compte les risques liés aux interconnexions entre les différents acteurs/secteurs et aux interactions entre les réglementations. Par exemple, la question des institutions considérées comme « *too big to fail* » ou « *too interconnected to fail* » ou celles des liens entre secteur bancaire et secteur financier parallèle relèvent de cette dimension.

La stratégie du HCSF énonce la manière dont le Haut Conseil entend poursuivre cet objectif. La publication de cette stratégie doit permettre une meilleure compréhension du fonctionnement du HCSF, favoriser l'efficacité de ses décisions et soutenir sa communication, sa transparence et son degré de responsabilité (*accountability*). Cette stratégie se fonde sur une conceptualisation relativement récente de la politique macroprudentielle⁵ et les enseignements tirés d'une mise en œuvre formalisée encore limitée aussi bien en France que dans d'autres économies similaires. Cette stratégie pourra être révisée et enrichie à mesure que l'expérience en matière macroprudentielle augmentera.

2. Cadre institutionnel de l'action du HCSF

Depuis la fin des années 1990, il existe en France un cadre institutionnel pour faciliter la coordination entre les autorités de contrôle : créé en 1999, le Collège des autorités de contrôle des entreprises du secteur financier (CACES) avait pour mission de « faciliter les échanges d'information entre les autorités de contrôle ». Dans le cadre du mouvement de formalisation de la surveillance macroprudentielle intervenu au moment de la prise de conscience généralisée de la nécessité d'instaurer une surveillance financière plus globale, ce collège a été remplacé en 2010 par le Conseil de la régulation financière et du risque systémique. Les missions du Corefris ont été élargies à cette occasion : il devait « veiller à la coopération et à l'échange d'informations entre les institutions que ses membres représentent », « examiner les analyses de la situation du secteur et des marchés financiers et évalue les risques systémiques qu'ils comportent » et « faciliter la coopération et la synthèse des travaux d'élaboration des normes internationales et européennes applicables au secteur financier ».

La loi de séparation et de régulation des activités bancaires a renforcé la surveillance macroprudentielle : elle a transformé le Corefris en Haut Conseil de stabilité financière, précisé le mandat du Haut Conseil (cf. supra) et l'a doté de pouvoirs d'intervention contraignants. La mise en place du HCSF répond par ailleurs aux exigences fixées par la législation de l'Union européenne (directive CRD IV et règlement CRR⁶) et aux recommandations du Comité européen du risque systémique (CERS, ou *European Systemic Risk Board*, ESRB)⁷ qui prévoient que les États membres désignent une autorité macroprudentielle et définissent des pouvoirs juridiquement contraignants dans la perspective de la mise en œuvre d'une politique macroprudentielle.

⁵ Si les premières utilisations (non publiques) des termes de « surveillance macroprudentielle » datent de la fin des années 1970 et les premières discussions publiques de la fin des années 1980 et des années 1990, c'est la crise financière globale survenue en 2007-2009 qui a conduit à une formalisation plus poussée et à une opérationnalisation de cette approche.

⁶ Directive 2013/36/UE concernant l'accès à l'activité des établissements de crédit et la surveillance prudentielle des établissements de crédit et des entreprises d'investissement (CRD IV) et règlement n° 575/2013 concernant les exigences prudentielles applicables aux établissements de crédit et aux entreprises d'investissement (CRR). Le paquet CRR/CRD IV transpose les accords de « Bâle III » en droit de l'UE.

⁷ Recommandation du CERS du 22 décembre 2011 concernant le mandat macroprudentiel des autorités nationales (CERS/2011/3) et recommandation du CERS du 4 avril 2013 sur les objectifs intermédiaires et les instruments de la politique macroprudentielle (CERS/2013/1)

Présidé par le ministre chargé de l'économie et des finances, le HCSF rassemble le gouverneur de la Banque de France, également président de l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR), assisté du vice-président de cette autorité, le président de l'Autorité des marchés financiers (AMF), le président de l'Autorité des normes comptables (ANC) ainsi que trois personnalités qualifiées, choisies en raison de leurs compétences dans les domaines monétaire, financier ou économique. La structure collégiale du HCSF lui permet de rassembler les points de vue de toutes les autorités de surveillance, d'avoir une vision complète du secteur financier dans son ensemble, de disposer d'une analyse externe et de pouvoir mieux anticiper et prendre en compte les interactions avec la politique microprudentielle, la politique monétaire, la politique budgétaire, la fiscalité et la politique économique au sens large (qu'il s'agisse de synergies comme de conflits d'objectifs potentiels entre la politique macroprudentielle et ces autres politiques).

L'action du HCSF s'inscrit dans une architecture européenne prévue pour l'ensemble de l'UE et aménagée, pour les pays de la zone euro⁸, dans le cadre du mécanisme de surveillance bancaire unique (MSU, ou *Single Supervisory Mechanism*, SSM).

A l'échelle de l'UE dans son ensemble, le cadre institutionnel de la surveillance du risque systémique a été mis en place conformément aux recommandations du groupe d'experts de haut niveau présidé par Jacques de Larosière : le CERS, créé en décembre 2010 et installé en 2011, est chargé de la surveillance macroprudentielle au niveau de l'UE et assure, en tant que de besoin, la coordination des interventions des autorités nationales. Par ailleurs, la directive CRD IV et le règlement CRR prévoient que les États membres désignent une autorité macroprudentielle nationale (« autorité désignée » distincte des « autorités compétentes », qui sont généralement les autorités de surveillance microprudentielle). Cette autorité doit être dotée de pouvoirs juridiquement contraignants codifiés par la législation de l'UE (notamment le coussin de capital contracyclique) dont le CERS promeut une mise en œuvre cohérente. Parallèlement, la mise en place du MSU, sous l'égide de la BCE, a nécessité une adaptation des compétences en matière de surveillance et de conduite de la politique macroprudentielle pour les pays ayant rejoint ce dispositif. En effet, si la compétence demeure principalement au niveau national dans la mesure où les autorités macroprudentielles nationales conservent la responsabilité première d'une intervention, la BCE a également la possibilité de durcir les mesures macroprudentielles prises dans les États ayant rejoint le MSU, en coopération étroite avec le HCSF et en respectant un délai d'information suffisant et une prise en compte des spécificités nationales.

Pour la mise en œuvre des instruments macroprudentiels à disposition du HCSF prévues dans la directive CRD IV et le règlement CRR, le Haut Conseil notifie donc, en fonction de l'instrument auquel il a recours, au Parlement européen, au Conseil, à la Commission, au CERS, à l'Autorité bancaire européenne (ABE, ou *European Banking Authority*, EBA) ainsi que, le cas échéant, aux autorités des autres États membres de l'Union européenne ou parties à l'accord sur l'Espace économique européen ou des pays tiers exerçant des fonctions homologues. En outre, dans le cadre du MSU, la BCE est systématiquement avertie avant la mise en œuvre de ces mesures macroprudentielles par le HCSF.

Enfin, le HCSF doit prendre en considération les avertissements et recommandations émis par le CERS à l'attention de la France.

⁸ L'union bancaire est également ouverte à la participation des États membres de l'UE hors zone euro. Cf. article 7 du règlement confiant à la BCE des missions spécifiques ayant trait aux politiques en matière de surveillance prudentielle des établissements de crédit (règlement n° 1024/2013).

3. La conduite et les objectifs de la politique macroprudentielle du HCSF

Le mandat du HCSF se traduit par un objectif ultime de préservation et de renforcement de la stabilité financière. Ce mandat nécessite une surveillance large et une analyse prospective des développements au sein du système financier français et des conséquences potentielles à court et moyen terme en matière de stabilité financière⁹. Il se traduit par la mobilisation raisonnée de l'ensemble de ses moyens d'intervention dans une approche le plus souvent préventive.

La surveillance du système financier et l'analyse des développements susceptibles de présenter un enjeu en matière de stabilité financière s'appuient particulièrement sur « la coopération et l'échange d'information entre les institutions que ses membres représentent »¹⁰. La surveillance macroprudentielle du HCSF vise une complémentarité avec la surveillance microprudentielle : responsable d'un principe de surveillance globale, il s'assure qu'aucune partie du système financier n'échappe *a priori* à la surveillance macroprudentielle et veille à la bonne prise en compte des interconnexions et aux interactions entre différentes parties du système financier comme aux risques systémique qui pourraient résulter d'arbitrages réglementaires.

Dans la poursuite de son objectif ultime, le HCSF dispose d'une capacité d'intervention reposant sur des instruments qui peuvent être mobilisés pour prévenir des développements susceptibles de se traduire par l'apparition de risques systémiques. Les facteurs de risques qui, individuellement ou conjointement, peuvent conduire à une fragilisation du système financier, comprennent notamment :

- i. une expansion du crédit et un effet de levier excessifs au sein du système financier comme au sein des secteurs non financiers;
- ii. un trop fort degré de transformation (de maturité, de liquidité, etc.) opéré par les acteurs financiers ;
- iii. une concentration excessive des expositions directes et indirectes des acteurs financiers ;
- iv. des incitations inappropriées conduisant à un aléa moral, y compris les conséquences potentielles du caractère (individuellement ou collectivement) systémique de certains acteurs ;
- v. le caractère systémique des infrastructures financières.

Ces facteurs de risques conduisent le HCSF à adopter une série de cinq objectifs intermédiaires (non exclusifs)¹¹ qui guident de façon plus opérationnelle l'action macroprudentielle, en accord avec la recommandation du CERS en la matière¹² :

- i. atténuer et prévenir une expansion du crédit et un effet de levier excessifs ;
- ii. limiter la dépendance excessive au financement de court terme ou un trop fort degré de transformation de risque et maintenir la liquidité sur les marchés financiers ;
- iii. limiter la concentration des expositions directes et indirectes (qu'il s'agisse d'interconnexions entre acteurs ou d'exposition d'un certain nombre d'acteur à un facteur de risque commun) ;
- iv. limiter l'impact systémique d'incitations inappropriées afin de réduire l'aléa moral (y compris en visant un renforcement de la résilience des établissements d'importance

⁹ Article L.631-2-1 (2°) du code monétaire et financier

¹⁰ Article L.631-2-1 (1°) du code monétaire et financier

¹¹ Au vu des facteurs de risque particuliers et des caractéristiques structurelles du système financier en France, il ne paraît pas, à ce stade, nécessaire d'ajouter à cette liste d'autres objectifs intermédiaires. Le HCSF se réserve cependant le droit de modifier ces objectifs à mesure que l'expérience en matière macroprudentielle augmentera, et autant que besoin pour répondre aux évolutions des systèmes financiers français, européen et mondial.

¹² Cf. recommandation du CERS du 4 avril 2013 sur les objectifs intermédiaires et les instruments de la politique macroprudentielle (CERS/2013/1)

systémique qui peut être couplé, lorsque cela est pertinent, à la mise en place de dispositifs de liquidation et de résolution ordonnées des défaillances visant à réduire la systémicité de ces institutions) ;

- v. renforcer la résilience des infrastructures financières.

Les quatre premiers objectifs intermédiaires se déclinent vis-à-vis du secteur bancaire mais concernent aussi le système financier au sens large (assurances, système financier parallèle, acteurs ou structures de marché). Le cinquième se distingue davantage en ce qu'il vise des acteurs nécessaires au fonctionnement du système financier ce qui inclut les infrastructures « physiques » (système de paiement, chambres de compensation, infrastructures de règlement, livraison, conservation) mais aussi, dans une acception large, des institutions jouant un rôle plus immatériel comme les agences de notation, les systèmes de garantie des dépôts ou encore la définition des pratiques de marché. La déclinaison opérationnelle de ces objectifs au secteur bancaire est la plus avancée mais une réflexion sur leur déclinaison pour le secteur des assurances, les marchés financiers et le système financier parallèle est encore en cours et pourrait donner lieu à une actualisation de la stratégie présentée ici.

La combinaison de ces objectifs permet à l'action macroprudentielle du Haut Conseil de renforcer la résilience du système financier, c'est-à-dire sa capacité à absorber les chocs financiers ou économiques sans répercussions graves. La politique macroprudentielle doit aussi permettre de réduire la « procyclicité » du système financier conduisant à une amplification des cycles financier et réel. Pour cela, elle doit pouvoir limiter l'accumulation et la sous-évaluation excessives des risques lors de phases d'expansion du cycle dont les retournements sont particulièrement coûteux pour l'économie. De façon symétrique, elle doit faciliter une reprise économique en période de contraction en contribuant à éviter une évolution excessivement négative des risques et à assurer un financement soutenable de l'économie.

La poursuite de ces objectifs cible en particulier les composantes du système financier ayant une capacité individuelle ou collective de déstabilisation du système financier et/ou une forte contribution au financement de l'économie. C'est en particulier le cas des institutions d'importance systémique dont les dysfonctionnements pourraient gravement endommager le financement de l'économie, mais cela peut aussi concerner un ensemble d'acteurs de plus petite taille ayant des comportements corrélés susceptibles d'avoir collectivement un impact systémique.

4. Les instruments macroprudentiels à disposition du HCSF

Le Haut Conseil de stabilité financière dispose d'une gamme étendue d'instruments macroprudentiels pour atteindre ses objectifs. Une typologie de ces instruments permet de distinguer trois types d'intervention : des interventions « douces » (« *soft* » : par exemple, la communication du HCSF), « intermédiaires » (« *intermediate* » : par exemple, les avis et recommandations qu'il peut formuler) ou enfin contraignantes (« *hard* » : les pouvoirs juridiquement contraignants dont il dispose). Ces trois types d'intervention sont complémentaires, et peuvent se combiner pour permettre une politique macroprudentielle efficace : si les interventions contraignantes permettent à l'autorité d'agir rapidement et efficacement, et sont importantes pour asseoir sa crédibilité, les interventions « intermédiaires » ont l'avantage de couvrir un champ très large, et les interventions « douces » permettent d'étendre l'influence de la politique macroprudentielle au-delà des outils prudentiels existants, par exemple en contribuant à fixer les anticipations ou en permettant aux acteurs de découvrir la « zone de confort » de l'autorité au-delà de laquelle elle pourrait être amenée à intervenir. Ces pouvoirs sont également complétés par des pouvoirs d'accès à l'information, nécessaires pour assurer une surveillance du risque systémique.

Même s'ils ne relèvent pas d'une forme d'intervention juridiquement contraignante, la communication du HCSF et son pouvoir de formuler des avis ou d'adresser des recommandations sont essentiels à la mise en œuvre de sa politique macroprudentielle. Ces deux premiers types d'intervention peuvent être utilisés afin d'atteindre chacun des cinq objectifs intermédiaires mais ont également une portée très large en contribuant à une transmission plus efficace de la politique macroprudentielle. En particulier, la communication permet de donner une meilleure compréhension à tous les agents économiques du besoin et de l'importance de cette politique. Elle contribue à contrebalancer les tendances à l'inaction ainsi qu'à légitimer l'action macroprudentielle tout en la responsabilisant. Enfin, la communication du HCSF peut influencer l'ensemble des politiques économiques afin de les orienter dans une direction qui contribue à limiter le risque systémique. En complément, l'émission d'avis et de recommandations constitue un moyen d'intervention pouvant inciter le système financier à développer des pratiques lui permettant de retrouver le chemin de la stabilité et jouer un rôle dans la coordination de l'action des institutions chargées de la régulation et surveillance financière.

Les pouvoirs juridiquement contraignants dont dispose le HCSF sont présentés ci-dessous, en fonction des objectifs intermédiaires qu'ils permettent d'atteindre.

Premièrement, pour atténuer et prévenir une expansion du crédit et un effet de levier excessifs, le Haut Conseil aura la possibilité, à partir de janvier 2016 et sur proposition du gouverneur de la Banque de France, d'imposer aux établissements de crédit, aux sociétés de financement et aux entreprises d'investissement un coussin de capital contracyclique, compris entre 0 et 2,5 % des actifs pondérés en fonction du risque, et pouvant aller au-delà de 2,5 % si l'analyse le justifie¹³ (code monétaire et financier, article L. 631-2-1 4°, transposition des articles 130 et 135-140 de la directive CRD IV). La fixation de ce taux est fondée sur une analyse de la Banque de France qui prendra en compte le ratio du crédit rapporté au PIB par rapport à sa tendance à long terme et d'autres variables pertinentes, mais aussi le jugement d'expert. Par ailleurs, sur la base d'une proposition du gouverneur de la Banque de France, président de l'ACPR, le Haut Conseil pourra imposer aux établissements de crédit, aux sociétés de financement et aux entreprises d'investissement des exigences de fonds propres sectorielles (code monétaire et financier, article L. 631-2-1 4° ter, correspondant à l'article 458 du règlement CRR) dont le respect sera contrôlé par l'ACPR. Afin de contrer les risques pour la stabilité financière venant du secteur de l'immobilier, le Haut Conseil peut également, sur proposition du gouverneur de la Banque de France, déterminer des exigences concernant les ratios prêt-valeur, prêt-revenu ou service de la dette-revenu, et, plus généralement, fixer les conditions d'octroi de crédit par les personnes soumises au contrôle de l'ACPR, en vue de prévenir l'apparition de mouvements de hausses excessives sur le prix des actifs de toute nature ou d'un endettement excessif des agents économiques (code monétaire et financier, article L. 631-2-1 5°). Ces mesures viennent renforcer celles à disposition de l'ACPR permettant d'accroître les exigences en fonds propres des expositions sécurisées par de l'immobilier résidentiel ou commercial.

Deuxièmement, pour limiter la dépendance excessive au financement de court terme ou un trop fort degré de transformation et maintenir la liquidité sur les marchés financiers, le Haut Conseil peut, sur proposition du gouverneur de la Banque de France, président de l'ACPR, ajuster les exigences de liquidité qui s'imposent aux établissements de crédit (code monétaire et financier, article L. 631-2-1 4° ter, correspondant à l'article 458 du règlement CRR). Cependant, il est important de souligner que, dans la mesure où la mise en place des nouveaux ratios de liquidité microprudentiels est encore récente et s'inscrit plutôt dans une logique microprudentielle, une réflexion approfondie

¹³ Le cadre de Bâle III et la législation de l'Union européenne prévoient un régime transitoire en quatre étapes pour le coussin contracyclique (et le coussin de conservation des fonds propres) à partir de 2016, de sorte que le taux plein ne s'appliquera qu'à partir de janvier 2019.

devra être menée dans les prochaines années sur leur éventuelle utilisation à des fins macroprudentielles.

En outre, afin de limiter la concentration des expositions directes et indirectes, le Haut Conseil peut fixer un coussin pour le risque systémique, sur la base d'une proposition du gouverneur de la Banque de France (code monétaire et financier, article L. 631-2-1 4° bis, transposition des articles 133 et 134 de la directive CRD IV). Le taux peut être fixé soit pour toutes les institutions, soit pour un ou plusieurs sous-ensembles ; il peut être fixé à la fois pour les expositions situées en France et pour celles situées dans un autre État. Le Haut Conseil peut également, sur proposition du gouverneur de la Banque de France, président de l'ACPR, moduler temporairement les exigences relatives aux grands risques ou imposer temporairement aux établissements de crédit des exigences additionnelles de fonds propres pouvant être sectorielles (code monétaire et financier, article L. 631-2-1 4° ter, correspondant à l'article 458 du règlement CRR).

Pour ce qui concerne l'objectif de limitation de l'impact systémique d'incitations inappropriées et de réduction de l'aléa moral, quatre types d'instruments peuvent être mis en œuvre. Le HCSF peut décider, sur proposition du gouverneur de la Banque de France, de recourir au coussin pour le risque systémique (code monétaire et financier, article L. 631-2-1 4° bis, transposition des articles 133 et 134 de la directive CRD IV). L'ACPR, en étroite collaboration avec le Haut Conseil, peut mettre en place des exigences de fonds propres supplémentaires pour les établissements financiers d'importance systémique mondiale et les autres établissements financiers d'importance systémique ou pour un ensemble d'établissements présentant un profil de risque similaire (« pilier 2 transversal »). Enfin, toujours dans le cadre de cet objectif intermédiaire, le Haut Conseil a la possibilité, sur proposition du gouverneur de la Banque de France, président de l'ACPR, d'ajuster temporairement les exigences de liquidité qui s'imposent par exemple aux établissements d'importance systémique ou de moduler temporairement les exigences de fonds propres (code monétaire et financier, article L. 631-2-1 4° ter, correspondant à l'article 458 du règlement CRR).

Enfin, afin de renforcer la résilience des infrastructures financières, le Haut Conseil peut, sur proposition du gouverneur de la Banque de France, employer le coussin pour le risque systémique (code monétaire et financier, article L. 631-2-1 4° bis, transposition des articles 133 et 134 de la directive CRD IV). D'autres éléments viennent également concourir à ce dernier objectif intermédiaire (à titre d'exemple : le système de garantie des dépôts¹⁴ et les dispositifs de résolution qui renforcent la capacité de résistance des infrastructures financières en contribuant à empêcher des retraits massifs de fonds et à accroître la confiance dans le système financier, ou encore le règlement EMIR¹⁵ qui prévoit que, lors de l'établissement de décotes et de marges initiales adéquates, les contreparties centrales devraient tenir compte de la liquidité du marché, des effets procycliques et des risques systémiques). Ces mesures, de nature plutôt structurelle, ne peuvent pas relever directement d'une compétence générale du Haut Conseil mais peuvent faire l'objet d'une recommandation du HCSF.

Certains instruments macroprudentiels (nécessitant pour leur mise en œuvre une appréciation individuelle sur certains acteurs) sont du ressort de l'ACPR (par exemple surcharges en capital pour les établissements d'importance systémique ou pondérations plus strictes concernant les expositions sécurisées par de l'immobilier résidentiel ou commercial). La structure collégiale du HCSF, dont

¹⁴ Créé par la loi du 25 juin 1999 sur l'épargne et la sécurité financière, le Fonds de Garantie des Dépôts et de Résolution (FGDR) intervient lorsqu'une banque est en faillite. Il est chargé d'indemniser les déposants dans un délai de 20 jours, jusqu'à 100 000 € par personne et par établissement, si l'établissement auquel ils ont confié leurs avoirs ne peut plus faire face à ses engagements.

¹⁵ Le règlement (UE) n°648/2012 sur les produits dérivés de gré à gré, les contreparties centrales et les référentiels centraux (EMIR), publié au Journal officiel de l'Union européenne le 27 juillet 2012 et entré en vigueur le 16 août 2012, est la déclinaison européenne des engagements du G20 au sommet de Pittsburgh (septembre 2009) concernant les marchés de produits dérivés. Il vise à rendre ces derniers plus sûrs et plus transparents. Il a été complété par des standards techniques, publiés au Journal officiel de l'Union européenne le 23 février 2013 et entrés en vigueur le 15 mars 2013.

l'ACPR est membre, permet une étroite collaboration entre ces deux institutions, dès lors que la mise en œuvre de ces instruments répond aux objectifs de la politique macroprudentielle.

5. Principes régissant la prise de décision du Haut Conseil

La capacité à identifier et à mesurer suffisamment précocement le risque systémique est essentielle pour une mise en œuvre réussie des instruments macroprudentiels. Le Haut Conseil veille donc à développer les méthodes et indicateurs les plus adaptés pour surveiller et évaluer au mieux les contributions des différents acteurs et secteurs au risque systémique ainsi que leurs interconnexions.

Plus généralement, le processus de prise de décision du HCSF est constitué d'un cycle continu de quatre étapes : (i) évaluation du risque systémique, (ii) sélection et calibrage des instruments, (iii) mise en œuvre de la politique macroprudentielle, et (iv) évaluation de la politique.

La première phase est l'évaluation du risque systémique. Le HCSF conduit une surveillance régulière du secteur financier dans son ensemble, à la fois de ses évolutions conjoncturelles, mais aussi des potentielles fragilités structurelles.

Plus précisément, les analyses du Haut Conseil doivent intégrer des indicateurs et analyses appropriés guidant l'activation et le relâchement des instruments disponibles. Le Haut Conseil doit avoir à sa disposition un large éventail d'indicateurs, se rapportant au risque macroéconomique, de crédit, de marché, de liquidité, de solvabilité mais aussi de concentration et d'interdépendance. Des indicateurs macroéconomiques doivent être complétés par des indicateurs microprudentiels, pour permettre une analyse plus granulaire du risque systémique. Des indicateurs fondés sur des modèles peuvent compléter des indicateurs plus bruts. Si des règles de décision automatiques peuvent être utiles pour surmonter d'éventuels biais vers l'inaction ou oppositions politiques, elles ne peuvent pas prendre en compte l'ensemble de l'information disponible, et les changements de nature du risque systémique. C'est pourquoi la prise en compte de ces informations quantitatives doit être complétée par un jugement plus qualitatif sur la situation de la stabilité du secteur financier et sur une éventuelle exacerbation du risque systémique. Les décisions du HCSF se font donc selon une approche de « pouvoir discrétionnaire orienté » (*guided discretion*), dans laquelle un ensemble de règles et d'indicateurs signalent quels ajustements pourraient être nécessaires, la décision finale relevant d'une appréciation discrétionnaire prenant en compte toute l'information disponible.

À la suite d'une analyse des vulnérabilités et dans le cas où le risque systémique se trouve avéré, le HCSF sélectionne alors un ou plusieurs instruments dont il dispose afin d'y répondre¹⁶. Dans cette démarche, le HCSF s'attache à vérifier la pertinence de l'instrument choisi vis-à-vis de la vulnérabilité identifiée et analyse le calibrage de son intensité qui doit être cohérent avec l'évaluation du niveau du risque. Conformément à l'approche de « pouvoir discrétionnaire orienté » adoptée par le HCSF, la sélection et le calibrage des instruments s'appuieront sur des règles, mais relèveront *in fine* du jugement discrétionnaire du Haut Conseil.

La troisième étape consiste en la mise en œuvre de la politique macroprudentielle déterminée précédemment. Le HCSF communique alors clairement les raisons de son action, notamment la source du risque systémique, les instruments choisis ainsi que leur mécanisme de transmission et leur impact. Dans la mise en œuvre de la mesure macroprudentielle, le HCSF accorde une attention particulière à la fenêtre temporelle de mise en œuvre afin de s'assurer de son efficacité maximale.

¹⁶ Conformément à l'article R.631-8 du décret n° 2014-1310 du 31 octobre 2014 relatif aux missions du Haut Conseil de stabilité financière, les décisions relatives à la publication des avis et recommandations sont adoptées à la majorité des membres présents. En cas de partage égal des voix, celle du président est prépondérante. Les décisions concernant les pouvoirs contraignants du HCSF (cousin de capital contracyclique, cousin pour le risque systémique, mesures prévues à l'article 458 du règlement CRR et conditions d'octroi de crédit) sont adoptées à condition qu'au moins quatre membres aient émis un vote favorable. Cette disposition vise à s'assurer qu'il existe un relatif consensus autour de la mobilisation de ces pouvoirs, même si certains membres sont absents.

En effet, la mesure peut potentiellement produire des effets inattendus et indésirables si cette dernière entre en vigueur au mauvais moment : trop tôt (en particulier, une intervention trop anticipée peut conduire à une risque de contournement) ou trop tard (dans ce cas, les risques identifiés peuvent s'être déjà consolidés rendant la mesure moins efficace).

La dernière étape du processus de prise de décision du HCSF s'attache à évaluer la politique macroprudentielle mise en œuvre. Il s'agit alors de vérifier *ex post* que la mesure a eu les effets escomptés en termes de diminution du risque systémique, et le cas échéant, l'ajuster si besoin. Le HCSF veille notamment à détecter les éventuelles « fuites » provoquées par sa politique à travers lesquelles l'octroi de financement s'opère par exemple, suite à un resserrement, via des zones du secteur financier hors de la portée de l'instrument activé. Il en va de même pour les « fuites » passant par des secteurs financiers étrangers. Si la présence de telles « fuites » est avérée, le HCSF s'attache à déterminer le meilleur moyen d'en corriger les effets, *via* une coordination avec d'autres autorités si nécessaire. Cette étape contribue ainsi à assoir la crédibilité du HCSF et le responsabilise dans sa capacité à contenir le risque systémique.

Enfin, d'une manière générale, le Haut Conseil réexaminera régulièrement l'efficacité et l'efficience des instruments macroprudentiels, mis en œuvre ou envisagés, y compris en tenant compte des expériences d'autres États, notamment celles des États membres de l'Union européenne. Il fera part au Gouvernement de son analyse au cas où une modification du cadre juridique apparaissait nécessaire pour intégrer de nouveaux instruments macroprudentiels.

6. Communication externe et transparence

La communication externe du HCSF doit permettre de soutenir la politique macroprudentielle menée par le HCSF, en fournissant au public des informations et des explications sur les mesures prises, en organisant des consultations avec les experts et les parties prenantes afin d'améliorer la prise de décision, et en rendant compte de ses décisions devant le Parlement.

Dans l'exercice de son mandat, le HCSF formule tout avis ou recommandation de nature à prévenir le risque systémique et les menaces à la stabilité financière. Il publie sur son site internet ses avis ou recommandations, dans la mesure où leur publication ne constitue pas un risque pour la stabilité financière. La publication des avis et des recommandations du HCSF contribue à une meilleure compréhension et à une plus grande transparence de la politique macroprudentielle. De façon générale, ses avis et ses recommandations doivent comporter d'une part une description de la mesure adoptée et de son champ d'application et des effets attendus et d'autre part une justification de la nécessité de la mesure. Le HCSF peut également publier des analyses afin d'éclairer le public sur son appréciation actuelle de la situation macro-financière et l'orientation de sa politique.

En outre, le HCSF publie au Journal officiel de la République française, ainsi que sur son site internet, l'ensemble de ses décisions relatives au coussin contracyclique, au coussin pour le risque systémique, aux mesures prévues à l'article 458 du règlement CRR et aux conditions d'octroi de crédit.

Le HCSF peut organiser des consultations avec les experts et les parties concernées afin de nourrir ses réflexions en matière de stabilité financière. Il peut également mener des études d'impact au sujet des mesures macroprudentielles qu'il envisage de prendre.

Le HCSF rend compte de ses décisions devant le Parlement en lui remettant un rapport annuel public. Le président du Haut Conseil de stabilité financière peut également être entendu, à leur demande, par les commissions des finances de l'Assemblée nationale et du Sénat ou peut demander à être entendu par elles.

7. Politique de réciprocité

Afin d'accroître l'efficacité des mesures macroprudentielles et de limiter les opportunités d'arbitrage transfrontière, le HCSF s'attache à appliquer le principe de réciprocité dès lors qu'il s'avère nécessaire. Le principe de réciprocité consiste à « reconnaître » des mesures macroprudentielles prises dans d'autres États. Une telle reconnaissance permet d'appliquer la mesure macroprudentielle prise par l'autorité d'un État étranger à des expositions localisées dans cet État mais qui ne seraient pas concernées d'office par la mesure, car elles sont celles de succursales de groupes français ou de banques implantées en France et ayant des expositions transfrontalières. En cas de reconnaissance par le HCSF d'une mesure macroprudentielle prise dans un État étranger, les établissements agréés et surveillés en France ayant des expositions dans un autre État doivent alors appliquer les exigences déterminées dans cet autre État pour leurs expositions qui y sont situées.

La réciprocité, formalisée par le Comité de Bâle et la CRD IV, est obligatoire dans l'Union européenne pour des taux de coussin de capital contracyclique allant jusqu'à 2,5 % de fonds propres de base de catégorie 1 et facultative au-delà. Le HCSF a la possibilité de reconnaître les mesures prises par d'autres États membres concernant le coussin pour le risque systémique, ainsi que les mesures prises dans le cadre de l'article 458 du règlement CRR.

Le HCSF peut adresser au CERS une demande d'application du principe de réciprocité, dans le cas où une mesure macroprudentielle mise en œuvre en France ne serait pas reconnue par les autorités macroprudentielles des pays dont les établissements de crédit ont des expositions en France. Dans ce cas, le CERS peut émettre une recommandation en direction du pays concerné.

8. Révision de la stratégie du HCSF

La publication de la présente stratégie doit favoriser la prise de décision, la communication, la transparence et la responsabilité de la politique macroprudentielle en France. Cette stratégie pourra être révisée et enrichie à mesure que l'expérience en matière macroprudentielle augmentera et en fonction des évolutions réglementaires.

Annexe : Principaux instruments macroprudentiels à la disposition des autorités nationales

Instrument	Autorité en charge	Base légale Union européenne	Base légale France
Coussin de capital contracyclique	autorité désignée (HCSF), sur proposition du gouverneur de la Banque de France	Art. 130 et 135-140 CRD IV	art. L. 631-2-1 CMF
Coussin pour le risque systémique	autorité désignée (HCSF), sur proposition du gouverneur de la Banque de France	Art. 133 et 134 CRD IV	art. L. 631-2-1 CMF
« <i>flexibility package</i> » : mesures nationales plus strictes en termes d'exigences de fonds propres, d'exigences relatives aux grands risques, d'exigences de publication d'information, de niveau du coussin de conservation de fonds propres, d'exigences de liquidité, de pondérations de risque pour faire face aux bulles immobilières et d'expositions au sein du secteur financier	autorité désignée (HCSF), sur proposition du gouverneur de la Banque de France, président de l'ACPR	Art. 458 CRR	Applicabilité directe
Fixation des conditions d'octroi de crédit (incluant ratios prêt/valeur, prêt/revenu ou service de la dette/revenu)	autorité désignée (HCSF), sur proposition du gouverneur de la Banque de France		art. L. 631-2-1 CMF
Exigences de fonds propres supplémentaires pour les établissements financiers d'importance systémique : coussins EISm et autres EIS	autorité compétente (ACPR)	Art. 131 CRD IV	Art. L. 612-1 CMF
Pondérations plus strictes concernant les expositions sécurisées par de l'immobilier résidentiel ou commercial	autorité compétente (ACPR)	Art. 124 CRR	Applicabilité directe
Relèvement des valeurs minimales de LGD prévues pour des expositions garanties par un bien immobilier résidentiel ou commercial	autorité compétente (ACPR)	Art. 164 CRR	Applicabilité directe
Exigences de fonds propres supplémentaires au titre du Pilier 2 « transversal »	autorité compétente (ACPR)	Art. 103 CRD IV	Article L.511-41-1-C CMF