

Embargo : Vendredi 23 mai 2008, 12h45

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK 

**Crise des marchés financiers :
Quel rôle pour les banques centrales ?**

Conférence donnée par

Jean-Pierre Roth

Président de la Direction générale

de la

Banque nationale suisse

Au séminaire du Forum suisse de politique internationale

Genève, le 23 mai 2008

23 mai 2008

2

Je suis heureux de répondre à votre invitation de ce jour et d'aborder un sujet qui a beaucoup préoccupé – et occupé – les banques centrales au cours des derniers mois: la réaction appropriée à adopter face aux turbulences qui sont intervenues sur les marchés financiers. L'action des banques centrales a souvent été l'objet de commentaires dans la presse; elle a été quelquefois spectaculaire, voire innovante. Avec un peu de recul nous pouvons essayer aujourd'hui de nous interroger sur les leçons à tirer de ces événements et sur le rôle des instituts d'émission dans des circonstances telles que celles que nous avons vécues.

Pour introduire le sujet, je rappellerai brièvement le déroulement de la crise, comment une perturbation du fonctionnement du marché immobilier américain a ébranlé le système financier et provoqué d'importantes pertes dans les bilans de banques internationales. J'indiquerai ensuite comment les banques centrales ont réagi aux turbulences des marchés en mettant bien entendu l'accent sur l'action de la Banque nationale suisse (BNS). Me basant sur ces faits, je tenterai enfin de tirer un certain nombre d'enseignements pour la conduite de la politique monétaire, celle-ci étant, bien entendu, comprise non seulement comme la volonté de préserver la stabilité des prix mais aussi comme celle de contribuer à la stabilité du système financier.

1. La crise en bref

1.1 Une crise hypothécaire classique ...

En fait, ce qui s'est passé aux Etats-Unis est une crise immobilière classique du type de celle que nous avons vécue au début des années 1990 en Suisse. Après de nombreuses années de croissance continue et accélérée des prix de l'immobilier, le marché américain s'est subitement retourné sous l'influence de facteurs conjoncturels et monétaires défavorables, prenant ainsi la spéculation à contre-pied. En effet, pour la première fois dans l'après-guerre, les prix de l'immobilier ont baissé aux Etats-Unis, une baisse qui se chiffre maintenant à 16% par rapport au niveau record de 2006. Or, dans les deux années ayant précédé le pic, de nombreux crédits hypothécaires avaient été accordés à des

23 mai 2008

3

conditions alléchantes pour attirer de nouveaux débiteurs. Ces nouvelles hypothèques prévoyaient souvent des charges financières initiales relativement faibles, voire nulles, et leurs conditions ne se resserraient qu'à moyen terme. Ces crédits étaient largement placés auprès de débiteurs à revenu faible ou pouvant être menacés en cas de retournement conjoncturel. A l'évidence, le raisonnement des preneurs de crédit était largement spéculatif: ils ne craignaient pas le resserrement progressif des conditions financières prévues par leurs contrats car ils comptaient sur la hausse future des prix de l'immobilier pour leur assurer les gains en capital nécessaires à la couverture de leurs frais de financement.

Nous le savons, aujourd'hui, les événements se sont déroulés différemment.

Jusqu'ici, rien de très différent de la crise spéculative que la Suisse a connue dans l'immobilier il y a un peu moins de 20 ans maintenant. Chez nous aussi, les emprunteurs ont été encouragés à s'endetter et souvent la valeur des prêts accordés dépassait la valeur de marché des immeubles gagés. Chez nous également le pari collectif était que les prix de l'immobilier n'allaient pas reculer, ce qui, apparemment, devait permettre à la spéculation de jouer gagnant à coup sûr.

La particularité de la crise américaine tient au fait que les hypothèques n'ont pas été négociées par des banques, mais par des courtiers spécialisés. Ces derniers ont vendu les contrats hypothécaires à des brokers qui, à leur tour, et après regroupement, les ont placées sous forme de titres négociables (*Mortgage Backed Securities*, MBS) auprès d'investisseurs. Souvent, une seconde titrisation a eu lieu, les MBS étant regroupés à leur tour puis replacés sous la forme de *Collateralized Debt Obligations* (CDO). La dette émise sous forme de MBS et de CDO était elle-même coupée en tranches de qualité et de rendement différents afin de répondre au mieux à la demande des placeurs. La tranche inférieure (*equity tranche*) était supposée absorber les premiers risques alors que la tranche la plus haute (*senior tranche*), qui pouvait être considérée comme hors d'atteinte même en cas de secousse majeure sur le marché immobilier, était classée AAA.

Comme nous le savons aujourd'hui, les faits n'ont pas suivi la théorie; la capacité de résistance de la meilleure des catégories a été inférieure aux attentes des spécialistes de

23 mai 2008

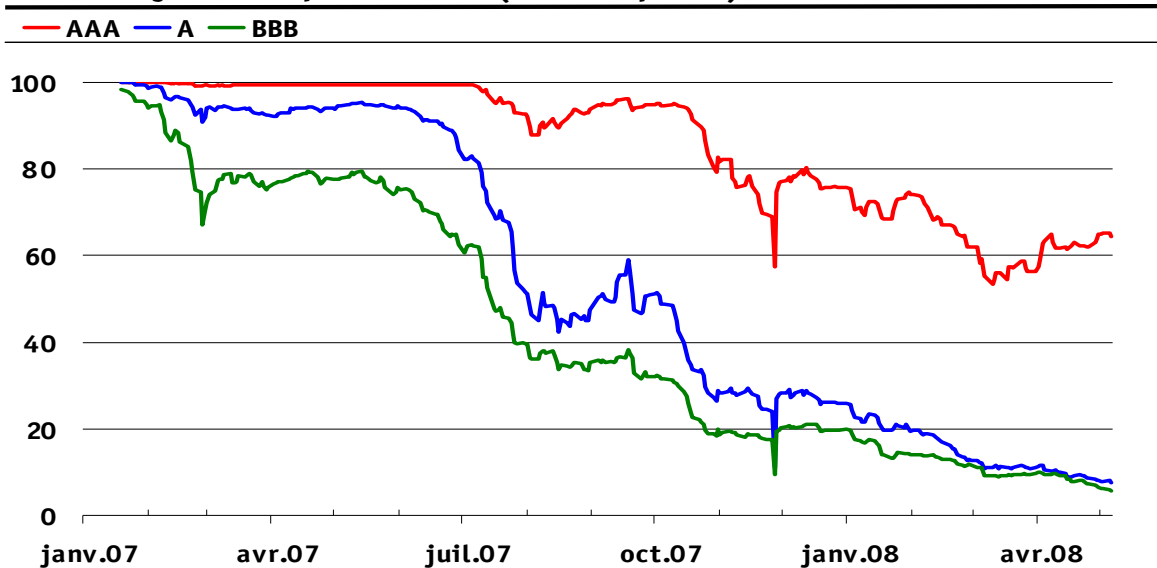
4

la gestion des risques. La Figure 1 montre l'évolution des indices des prix des CDO adossés à des crédits *subprime* depuis le début de 2007. La décote de 40% de l'indice des CDO de qualité AAA depuis août dernier a constitué une surprise car les tranches *senior* semblaient jusque-là être à l'abri de toute turbulence.

On s'explique la chute de prix des MBS et des CDO par une augmentation inattendue des défauts de paiement des emprunteurs *subprime*, par la baisse prononcée des prix immobiliers et par la forte augmentation de la corrélation des faillites. De plus, la forte augmentation de l'aversion au risque des investisseurs – combinée à la difficulté d'évaluer les MBS et CDO – a provoqué une baisse de prix allant au-delà de ce que pourraient justifier les facteurs fondamentaux.

Figure 1: Indice des CDOs

Indices synthétiques "ABX" (CDO subprime)



Il reste néanmoins que les banques ayant investi dans les CDO se sont trouvées être confrontées à deux difficultés majeurs: (a) une perte inattendue de valeur des titres allant bien au-delà de ce que les tests de stress les plus pessimistes avaient pu prévoir et (b) une incapacité de se libérer de ces positions étant donné l'évaporation de la liquidité du marché. Ces circonstances défavorables ont particulièrement frappé les banques qui avaient fait largement place à ces titres, classés AAA jusque-là par les agences de notation.

23 mai 2008

5

C'est ainsi que la crise de l'immobilier américain s'est transformée en crise des marchés financiers internationaux. Et la propagation a été d'autant plus rapide que les banques internationales, dans l'euphorie de l'évolution des marchés financiers depuis 2004, n'avaient cessé de manifester un appétit croissant pour les risques. Leur base en capital était faible en regard des pertes massives auxquelles elles allaient devoir faire face sur leurs engagements américains.

La crise prit alors une nouvelle tournure: celle d'une crise de confiance entre les grands établissements bancaires.

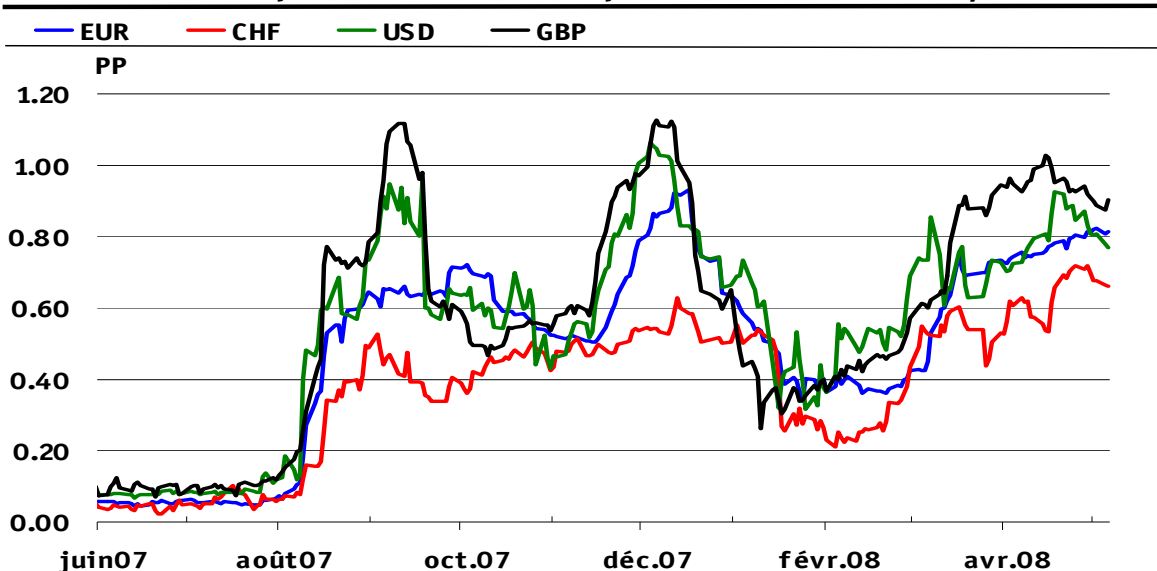
1.2 ... se transforme en crise de confiance entre les banques

Sur le marché interbancaire, les banques s'échangent quotidiennement de la liquidité sous forme de dépôts mutuels non gagés, les conditions de ces dépôts dépendant des échéances et de la qualité des contreparties. Avant la crise des *subprime*, la confiance dans les banques de meilleure qualité était telle que les *spreads* entre les taux des dépôts interbancaires et les taux sur prêt gagés étaient extrêmement faibles.

Lorsque la méfiance s'est glissée dans les relations interbancaires, le fonctionnement du marché monétaire a été profondément altéré. Les banques ne se sont plus montrées disposées à prêter leur liquidité à d'autres banques – dont elles évaluaient mal la véritable situation – et ont préféré la garder pour elles-mêmes étant donné les difficultés qu'elles avaient à évaluer leurs propres besoins. Même le marché des prêts gagés (le marché des *repos*) a rencontré des difficultés car les banques ont commencé à refuser de prendre en pension les titres qui étaient les plus touchés par la crise, comme les MBS.

Figure 2: Spreads entre le taux Libor à trois mois et le taux overnight

Ecart d'intérêt pour les échéances pour 3M Libor et TOIS/OIS



Sous l'effet de cette méfiance généralisée, le marché monétaire s'est asséché et les *spreads* se sont élargis, ce qui a entraîné une forte volatilité des taux d'intérêt interbancaires (voir la figure 2), notamment des taux *Libor*¹, taux représentatifs des conditions du marché interbancaire de Londres et références importantes pour la fixation de nombreux taux commerciaux.

Une nouvelle phase de la crise intervient alors: la déstabilisation du taux d'intérêt *Libor*, et surtout sa montée inattendue, ont transformé la crise des *subprime* en problème de politique monétaire car on a assisté à un renchérissement artificiel des conditions de crédit.

2. La réaction de la Banque nationale suisse

La politique monétaire de la BNS vise à préserver la stabilité des prix tout en tenant compte de l'évolution de la conjoncture. A cet effet, la BNS s'applique à stabiliser le taux d'intérêt à court terme à un niveau créant des conditions favorables à une hausse modeste

¹ London Interbank Offered Rate

23 mai 2008

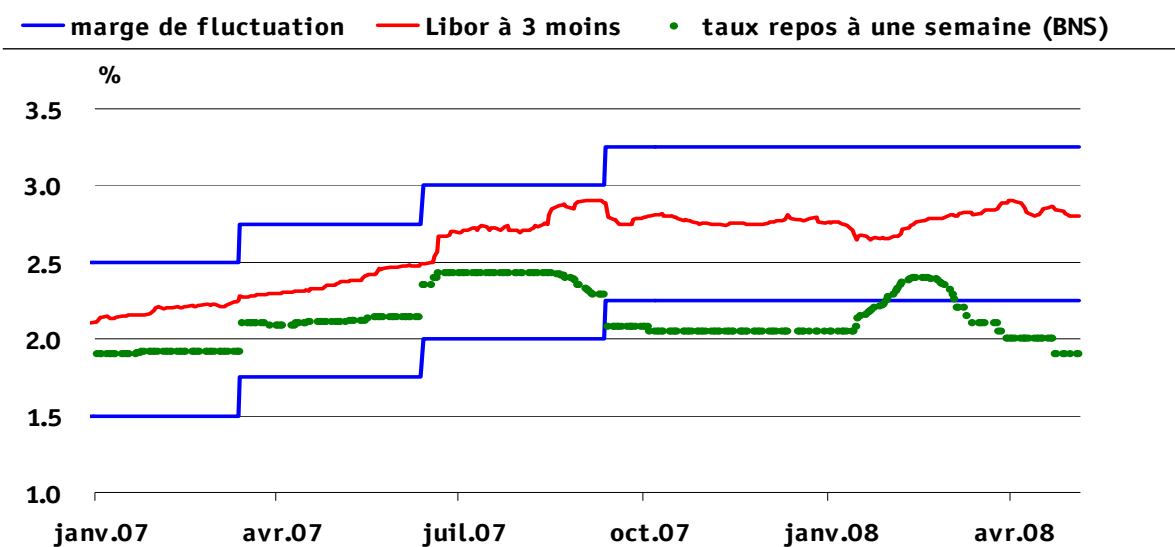
7

des prix (entre 0 et 2%) sur la moyenne période. Les banques centrales des autres pays industrialisés suivent des stratégies similaires.

La montée rapide et inattendue des taux d'intérêt sur le marché monétaire, entraînée par la crise de confiance entre banques, a interféré de plein fouet avec notre politique monétaire. Le taux *Libor* des dépôts à trois mois en francs – le taux de référence pour notre politique – était encore de 2,5% à la fin juin, il atteignait 2,75% à la fin juillet et même 2,9% fin août, une évolution beaucoup trop rapide à nos yeux. Dans la volonté de garder le taux d'intérêt sous contrôle, la BNS a alors relâché les conditions des crédits qu'elle accorde aux banques (les taux des *repos* à une semaine). Le 13 septembre, elle se fixe pour objectif de stabiliser le taux *Libor* à trois mois à 2,75%, soit nettement en dessous des conditions du moment, et elle intervient plus agressivement en vue de ramener les taux du marché au niveau souhaité (voir Figure 3).

Figure 3: Taux d'intérêt *Libor* à trois mois et taux des *repos*

Libor à 3 mois, marge de fluctuation et taux repos à une semaine (BNS)



En tentant d'empêcher la montée du taux à trois mois, la Banque nationale a voulu mettre, autant que possible, l'économie suisse à l'abri des conséquences de la crise financière internationale. Il faut savoir que le taux *Libor* sert chez nous, aussi, de référence à la fixation de taux commerciaux, notamment de taux hypothécaires. Une hausse incontrôlée du *Libor* aurait déclenché un resserrement drastique des conditions

23 mai 2008

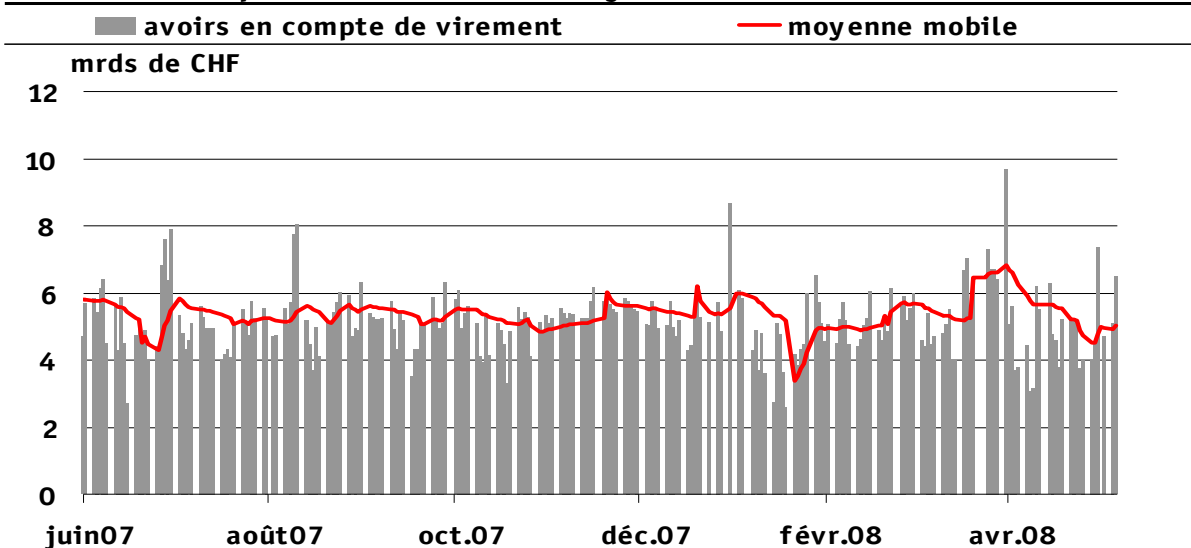
8

monétaires dans notre pays, ce qui n'était pas souhaitable dans les circonstances du moment.

La stabilisation du marché à trois mois s'est révélée d'autant plus difficile que ce segment du marché était justement le plus asséché. En effet, dans l'atmosphère de méfiance qui caractérisait les relations interbancaires à ce moment-là, les opérateurs du marché étaient encore disposés à se faire du crédit à très brève échéance mais ne l'étaient plus pour des périodes de plusieurs mois. Dans ces conditions, nos crédits traditionnels sous forme de repos à 7 jours étaient immédiatement thésaurisés et ne provoquaient pas les effets attendus de détente sur le marché de plus longue durée. La Banque nationale a alors étendu jusqu'à trois mois l'échéance de ses opérations pour alimenter le marché directement là où la demande était la plus forte. Sur l'ensemble de la période, le taux à trois mois a ainsi pu être maintenu relativement stable sans que, pour autant, la liquidité en circulation ait dû être durablement augmentée, ce qui n'aurait pas manqué de comporter des risques inflationnistes (voir la Figure 4).

Figure 4: Evolution des comptes de virement et des crédits de la BNS

avoirs en compte de virement et moyenne mobile



Enfin, comme les tensions sur le marché monétaire en dollars étaient particulièrement fortes, la BNS a participé avec la Banque centrale européenne (BCE) à l'alimentation du

23 mai 2008

9

marché en devises américaines au travers d'enchères périodiques. Les dollars étaient remis à la BNS par la Réserve fédérale américaine par un *swap* puis mis aux enchères par nos soins dans le cercle de nos contreparties traditionnelles. Pourquoi la BNS a-t-elle participé à une telle opération ? Pour la simple raison que les tensions sur le marché du dollar se propageaient – par contagion – au marché du franc: il était ainsi de notre intérêt de contribuer au bon fonctionnement du marché pour la devise américaine.

La période de turbulence que nous avons traversée a donc constitué un défi pour la conduite de la politique monétaire de la BNS puisque les tensions sur le marché monétaire ont menacé d'entraîner une montée indésirable des taux d'intérêt en Suisse. Nous sommes intervenus sur le marché pour les maintenir au niveau que nous jugeons adéquat du point de vue de la préservation de la stabilité des prix à moyen terme dans notre pays.

Mais les interventions des banques centrales sur les marchés monétaires au cours des derniers mois ont également été motivées par leurs responsabilités à l'égard de la stabilité du système financier. En effet, en atténuant les problèmes de liquidité du marché monétaire, les instituts d'émission ont contribué à éviter une aggravation de la situation des banques, ce qui aurait pu comporter le risque de voir des établissements de premier ordre être mis en difficulté.

3. Quels enseignements tirer de cette période agitée?

Les derniers mois ont donc été agités pour les intermédiaires financiers comme pour les autorités. Ils ont constitué un test pour les dispositifs développés préalablement en vue de préserver la stabilité financière. Des défis nouveaux sont aussi apparus. Quels enseignements tirer à ce stade ?

3.1 La politique de défense de la stabilité financière et la politique monétaire ne peuvent être dissociées

La première conclusion que nous tirons des événements récents est que les questions relatives à la stabilité financière et celles qui ont trait à la politique monétaire sont plus fortement liées que ce que l'on imaginait.

Jusqu'ici, la politique monétaire et la politique de stabilité financière avaient des objectifs et des instruments qui leur étaient propres. La doctrine traditionnelle voulait que la politique monétaire vise la stabilité des prix en recourant à des modifications du taux d'intérêt et en assurant l'alimentation en liquidité de l'économie par des opérations de crédit à court terme. La politique de défense de la stabilité financière, de son côté, ne devait pas chercher à influencer les marchés dans leur ensemble mais à soutenir un établissement particulier, d'importance systémique, encore solvable, ne pouvant plus se refinancer sur le marché interbancaire. A cet effet, des aides financières extraordinaires, intégralement couvertes par des garanties, pouvaient lui être accordées à des conditions à fixer de cas en cas.

Notre expérience nous a maintenant montré que cette séparation est artificielle. Deux types d'interférence ont pu être observés:

- D'une part, les perturbations qui ont résulté de la méfiance réciproque des banques, ont entraîné une augmentation générale des *spreads* sur le marché interbancaire, ce qui a poussé les taux d'intérêt à court terme vers le haut. Les conditions du marché du crédit se sont ainsi automatiquement resserrées: un problème de stabilité financière se transformait en problème de gestion monétaire.
- D'autre part, les turbulences financières ont brouillé des indicateurs monétaires considérés jusqu'ici comme relativement fiables. Je veux parler du taux d'intérêt interbancaire *Libor*, un taux qui sert de mesure du degré de restriction de la politique monétaire. Ces derniers mois, la représentativité du *Libor* a été affaiblie par une absence de transaction due à l'assèchement quasi-total du marché interbancaire.

3.2 A court terme, la préservation de la stabilité financière est d'abord une affaire de banque centrale

En situation de crise, seule la banque centrale dispose des instruments permettant une intervention immédiate; les autorités de surveillance ont le pouvoir d'influencer le marché à l'aide de la régulation financière sur la durée seulement. De plus, comme on l'a montré plus haut, il n'est pas possible d'isoler la politique monétaire des problèmes de stabilité financière.

Les banques centrales sont donc naturellement au front lorsque la stabilité financière est ébranlée. Mais elles ne peuvent pas l'être sans une connaissance approfondie de la situation des établissements financiers d'importance systémique. Dans les pays où la banque centrale est en même temps autorité de surveillance, la maîtrise de l'information est assurée; dans ceux qui connaissent une séparation des responsabilités entre autorité monétaire et autorité de surveillance, la collaboration doit être particulièrement bien réglée. Aux Etats-Unis, la Réserve fédérale vient d'obtenir la responsabilité de surveiller les banques d'investissement. En Suisse, la question n'est pas de savoir si l'exercice de la surveillance des marchés financiers doit être confiée à la BNS ou non; elle est du ressort de la Commission fédérale des banques (CFB). Entre la CFB et la BNS la collaboration est pragmatique. Le *Memorandum of Understanding* qu'elles ont conclu en mai 2007 assure à la Banque nationale un accès complet aux informations concernant les établissements d'importance systémique et lui confère le droit d'être entendue en cas de réforme importante de la réglementation bancaire. Il prévoit, en plus, que les états-majors des deux institutions collaborent étroitement dans le suivi des deux grandes banques. Par ailleurs, la BNS a des contacts fréquents avec les principaux responsables des grandes banques. Elle dispose ainsi des informations nécessaires à la constitution de son propre jugement sur la nature et l'ampleur des problèmes rencontrés par un ou plusieurs établissements, ce qui lui permet d'opérer de manière appropriée.

3.3 A l'issue d'une crise systémique: renforcer les exigences en capital des grands établissements

L'action des banques centrales au cours des derniers mois a été appropriée car elle visait – dans l'urgence – à améliorer le fonctionnement des marchés, voire à préserver la stabilité du système financier. Nous ne devons pas négliger, toutefois, qu'en intervenant de la sorte, les instituts d'émission ont atténué les pressions qui s'exerçaient sur des intermédiaires financiers qui avaient pris des risques excessifs. Le danger est alors que ces intermédiaires – et surtout les plus grands – considèrent que l'appui public leur sera toujours accordé en cas de difficulté, ce qui ne les incitera certainement pas à se comporter de manière plus prudente. Pourquoi les grandes banques internationales renonceraient-elles aux rendements élevés de placements hautement risqués en période de haute conjoncture si elles peuvent espérer transférer leurs risques aux banques centrales, ou à l'Etat, lorsque la situation se détériore? Il est donc essentiel que l'intervention accrue des banques centrales au cours des derniers mois soit suivie dès maintenant par la mise en place de mesures visant un renforcement de la capacité de résistance du secteur bancaire international.

La crise a clairement montré que le secteur bancaire avait de grandes difficultés à absorber les conséquences d'une modification abrupte et inattendue de la valorisation de certains de ses actifs car sa dotation en fonds propres et en liquidités était insuffisante. Un renforcement durable de la stabilité du système financier – de sa capacité à absorber des chocs – demande donc que les exigences en matière de capital et de liquidité des banques soient rendues plus sévères, particulièrement pour les établissements d'importance systémique.

Mais il ne s'agira pas simplement de relever les exigences traditionnelles en capital des grands établissements. En effet, ces exigences sont aujourd'hui largement calculées en fonction des risques encourus par les banques. Or, comme nous l'avons constaté ces dernières années, les instruments habituels de mesure des risques ont été pris en défaut. Leur efficacité devient douteuse lorsque les marchés financiers connaissent une longue période de faible volatilité. Les intermédiaires financiers sous-estiment alors l'état effectif de leurs risques et négligent leur couverture en capital, ce qui contribue à les affaiblir et à

23 mai 2008

13

amplifier les bulles financières. Il conviendra de trouver des solutions forçant les banques à limiter leur endettement et à accumuler plus de fonds propres en période de bonne conjoncture financière afin qu'elles soient plus solidement dotées en cas de détérioration inattendue de la situation.

En Suisse, la réglementation des activités bancaires relève de la compétence de la CFB. Nous soutiendrons fermement les initiatives qu'elle prendra en vue de renforcer la capitalisation de nos grandes banques et de limiter leur endettement. Veillons ici de ne pas succomber au chant des sirènes – les banques internationales – qui, une fois la crise passée, ne manqueront pas de rejeter toute nouvelle réglementation, arguant de la nécessité d'assurer leur compétitivité. Elles oublient que, depuis la fin des années nonante, des crises financières se sont succédées tous les cinq ans environ et que leur coût a été croissant. Cette dynamique doit être enrayée maintenant.

3.4 Repenser les instruments destinés à préserver la stabilité financière

3.4.1 Elargir la panoplie des instruments

Les opérations traditionnelles en faveur de la stabilité financière visaient à créer de la liquidité, une liquidité mise à disposition d'une banque en difficulté au travers d'une avance de court terme. Ces derniers mois, les banques centrales se sont trouvées devant des situations complexes qui leur ont demandé de réagir de façon différente.

Tout d'abord, elles ont cherché à répondre aux besoins spécifiques du marché plutôt qu'à augmenter la liquidité en circulation. La méfiance des banques entre elles a conduit naturellement à un assèchement du marché pour les fonds à deux ou trois mois alors que la liquidité était abondante pour les échéances brèves. Les crédits habituels de banque centrale, à une ou deux semaines, n'ont satisfait que le besoin de thésaurisation des banques et n'ont pas pu atténuer les tensions du marché sur les échéances plus longues. Afin d'éviter une augmentation inutile de la liquidité de court terme, qui aurait pu entraîner des risques inflationnistes sur la durée, les autorités monétaires ont préféré allonger jusqu'à trois mois les échéances de leurs opérations. Le volume des liquidités en

23 mai 2008

14

circulation n'a donc pas augmenté de manière significative mais leur mode d'injection a été adapté aux besoins du marché.

Mais la véritable innovation dans le domaine de la préservation de la stabilité financière a été le développement de nouveaux instruments ne visant pas la création de liquidité mais la consolidation du bilan des intermédiaires financiers : les *swaps* de titres.

Bien souvent, les banques centrales sont détentrices d'importants portefeuilles de titres d'excellente qualité qu'elles ont acquis au fil des années au travers de leurs opérations d'*open-market* ou par l'accumulation de réserves de change. En situation de crise financière, elles peuvent convenir d'échanger, pour une durée déterminée, ces titres de premières qualités contre des titres de qualité inférieure – peu liquides – détenus par des intermédiaires financiers fragilisés par les turbulences du moment. Les titres de première qualité permettent ensuite aux intermédiaires financiers de se refinancer sur le marché interbancaire en recourant aux *repos*. L'échange de titres implique naturellement un risque important pour les banques centrales, risque dont il faut tenir juste compte dans les conditions de ce genre d'opérations, notamment au travers de *haircuts* élevés. Si la banque centrale ne dispose pas du volume de titres nécessaire, elle peut aussi envisager de les créer en émettant ses propres papiers-valeur ou en demandant à l'Etat de participer à l'opération en émettant de la dette publique.

C'est dans cette catégorie nouvelle d'opérations visant la préservation de la stabilité financière qu'il faut classer la « *Term Securities Lending Facility* » de la Réserve fédérale américaine et le « *Special Liquidity Scheme* » de la Banque d'Angleterre, deux types d'opérations visant à consolider le bilan des intermédiaires financiers sans créer des liquidités supplémentaires.

3.4.2 Elargir le cercle des contreparties

Traditionnellement, les banques centrales opèrent sur le marché avec les banques uniquement. Cette situation s'explique par le fait que les banques jouent un rôle particulier dans la conduite de la politique monétaire car elles sont situées au cœur du marché du crédit et du processus de création monétaire. Les banques sont ainsi dans la

23 mai 2008

15

situation confortable d'être les interlocuteurs privilégiés de la banque centrale et d'assurer l'allocation des liquidités sur le marché financier.

Les événements des derniers mois ont montré que cette répartition des tâches peut être un handicap si les banques rencontrent elles-mêmes un problème et ne sont plus en mesure d'assumer leur rôle traditionnel de distributeur de liquidité. Par ailleurs, les non-banques sont aussi des acteurs jouant un rôle important dans le fonctionnement des marchés. Si les banques centrales ont pour objectif de contribuer à la préservation de la stabilité financière, elles se doivent d'examiner l'éventualité d'un élargissement du cercle de leurs contreparties. La Réserve fédérale vient de le faire en créant une facilité de crédit pour les *Primary Dealers*.

3.4.3 Relever le défi de la transparence

Au niveau des instruments, la distinction entre instruments « normaux » de politique monétaire et instruments « exceptionnels » en vue de défendre la stabilité monétaire s'est aussi révélée être trompeuse en raison de la transparence des opérations de la banque centrale.

Si cette transparence est souhaitable pour les opérations courantes de politique monétaire, car elle permet au marché de bien comprendre la politique mise en œuvre par les autorités monétaires, elle génère, en revanche, des effets pervers en cas d'aide individuelle de liquidité. Le cas de Northern Rock, la banque anglaise qui s'est trouvée en difficulté, est exemplaire à cet égard: dès que le marché eut connaissance de l'aide d'urgence que cette banque recevait de la Banque d'Angleterre, ses pertes en liquidité se sont accélérées et n'ont finalement pu être stoppées que par l'attribution d'une garantie publique. En fin de compte le recours aux instruments « exceptionnels » stigmatise la banque bénéficiaire et se révèle être plus déstabilisant que stabilisant.

Le Forum pour la Stabilité Financière a identifié ce problème et recommande aux banques centrales de mettre en place des mécanismes d'aide en liquidité qui sont moins exposés au risque de stigmatisme que les instruments actuels.

3.5 La collaboration internationale est une nécessité

La crise globale que nous avons rencontrée ces derniers mois nous montre, s'il fallait encore s'en convaincre, que les questions de stabilité financière ne peuvent plus se régler sur le plan national uniquement. Etant donné l'imbrication des marchés financiers et l'internationalisation des grandes banques, une collaboration étroite des autorités nationales s'impose, au niveau de la surveillance comme au niveau opérationnel. En ce qui nous concerne, c'est évidemment la collaboration Francfort – Londres – New-York – Zurich qui est essentielle, et elle a parfaitement fonctionné dans la tourmente des derniers mois.

En termes de surveillance, la collaboration était déjà bien établie par le passé. Elle devra toutefois s'intensifier, et se formaliser un peu plus à l'avenir, comme le recommande le rapport du Forum pour la Stabilité Financière qui souhaite la mise en place de Collèges de superviseurs pour les grandes banques internationales.

En termes opérationnels, de nouveaux développements sont intervenus ces derniers mois. Tout d'abord, la nécessité d'une plus grande collaboration dans le domaine des instruments de politique monétaire s'est faite jour. Avec des banques internationales qui ont accès au crédit de plusieurs banques centrales, les conditions de crédit peuvent-elles varier d'une place à l'autre ? Peut-il y avoir des politiques différentes en matière de collatéral ? Autant de questions qui comportent le risque d'un arbitrage institutionnel et qui devront encore être réglées. En matière d'approvisionnement en dollars, une coordination efficace a pu être mise sur pied. Pour la première fois de notre histoire nous avons mis régulièrement aux enchères, sur le marché suisse, des dollars qui nous sont transmis par la Réserve fédérale américaine. La collaboration entre banques centrales a été rapide et efficace. Essentiels ici ont été les liens étroits tissés au fil des années entre banquiers centraux au travers de leurs réunions régulières à la Banque des Règlements Internationaux.

3.6 La flexibilité dans l'action est essentielle

Le dernier enseignement qu'il faut tirer des événements des derniers mois est l'importance de la flexibilité dans l'action. Les perturbations engendrées par la crise des *subprime* aux Etats-Unis ont déclenché des difficultés de valorisation, créé des problèmes de liquidité dans certains segments du marché, compromis des modes de financement jusque-là considérés comme sûrs.

Les banques centrales ont cherché à préserver la stabilité du système financier en agissant là où les tensions étaient les plus fortes. Les instruments qu'elles ont développés, les modes d'action qu'elles ont définis ont répondu aux besoins spécifiques de la crise actuelle. Cette réaction « sur mesure » a assuré une certaine efficacité. Il est vraisemblable que la plupart des instruments qu'elles ont développés ces derniers mois disparaîtront de leur panoplie une fois le calme retrouvé. Il est essentiel, toutefois, qu'elles conservent leur capacité de réagir rapidement si la stabilité du système financier était à nouveau menacée.

4. Conclusions

En ce qui concerne la Banque nationale, je tire quatre conclusions de cet exposé :

4.1 Ne pas oublier le mandat fondamental de préservation de la stabilité des prix

Les événements intervenus depuis août 2007 l'ont montré, en cas de crise du système financier, les banques centrales sont amenées à jouer un rôle de premier plan. Elles sont tout naturellement impliquées car leur mandat leur demande généralement de promouvoir la stabilité financière et parce qu'elles disposent de moyens opérationnels adéquats. Toutefois, les événements ont aussi montré que la politique de préservation de la stabilité financière interfère avec la politique monétaire. Cette imbrication demande aux autorités monétaires d'agir avec prudence en veillant à ce que leurs interventions au titre de la stabilité financière ne compromettent pas – ou le moins possible – leurs objectifs en matière de stabilité des prix.

23 mai 2008

18

Ces derniers mois, ces conflits d'objectifs ont été bien présents dans les décisions prises. C'est pourquoi la préférence a été donnée à un allongement des échéances des crédits ainsi qu'à des *swaps* de titres plutôt qu'à des injections supplémentaires de liquidité. La Direction générale de la Banque nationale est bien consciente que la stabilité des prix reste la contribution la plus durable que la BNS puisse apporter à la stabilité du système financier en Suisse.

4.2 Disposer d'un cadre juridique libéral

Les récentes turbulences ont aussi montré combien il est important que les banques centrales disposent d'une importante marge de manœuvre opérationnelle car les mesures à prendre en vue de préserver la stabilité du système financier sont quelquefois peu conventionnelles. Le cadre juridique dans lequel elles opèrent doit être suffisamment large pour leur permettre d'acheter, de vendre ou de prendre en pension une large palette d'actifs, voire d'émettre leur propre dette, et tout ceci à brève échéance. C'est heureusement le cas en Suisse depuis 2004 puisque la loi sur la Banque nationale est relativement libérale à tous ces égards. Heureusement également, nous n'avons jamais eu besoin de recourir à des instruments « non conventionnels » depuis l'introduction de la nouvelle loi.

4.3 Intensifier les contacts avec le secteur financier

Les banques centrales se trouvent naturellement au front en cas de crise du système financier. Il ne suffit pas qu'elles disposent des moyens nécessaires d'intervention pour y faire face, elles doivent aussi s'y préparer. Cela signifie disposer des moyens d'analyse et des sources d'information nécessaires. Pour notre part, nous avons déjà identifié depuis plusieurs années la défense de la stabilité du système financier comme un volet important de nos responsabilités. C'est pourquoi nous avons développé notre capacité d'analyse dans ce domaine et approfondi nos relations avec la Commission fédérale des banques. De plus, nous maintenons traditionnellement d'étroits contacts avec les différents groupes de banques. Ces contacts devront être renforcés à l'avenir et être étendus aux intermédiaires financiers non-bancaires les plus importants.

23 mai 2008

19

4.4 Pouvoir prendre des risques en cas d'urgence

Ma dernière conclusion se rapporte aux responsabilités de la banque centrale dans une situation d'instabilité financière et aux moyens dont elle doit pouvoir disposer pour les assumer.

On s'entend facilement sur le principe qu'il n'appartient pas aux banques centrales de socialiser les pertes du secteur privé. En revanche, on peut attendre d'elles qu'elles soutiennent les banques dans leurs efforts d'assainir leur situation. Leurs opérations chercheront le plus souvent à venir en aide à un établissement en panne de liquidité ou à améliorer le fonctionnement des marchés. Dans des cas exceptionnels, et avec l'approbation des autorités politiques, elles peuvent toutefois être conduites à devoir prendre dans leurs livres, de manière temporaire, des actifs grevant à l'excès les bilans du secteur privé. Pour qu'elles puissent le faire, leur bilan doit être suffisamment étoffé pour leur permettre de supporter les risques qu'impliquent de telles opérations, voire de couvrir d'éventuelles pertes sans devoir faire appel aux caisses publiques.

Cette question est particulièrement importante pour la Banque nationale qui a, en face d'elle, des banques de grande dimension. Il est heureux que la BNS dispose aujourd'hui d'un bilan relativement bien doté en réserves et en capital. L'art. 99 de la Constitution fédérale l'autorise à conserver une partie de ses profits pour alimenter la croissance de ses actifs. Cette règle se révèle être de première importance dans les circonstances présentes. Avec un bilan solide, la Banque nationale est en mesure de pouvoir prendre des risques en cas de menace pour la stabilité financière du pays. En cas de crise, les impératifs de la préservation de la stabilité du système financier l'emportent forcément sur ceux de la préservation de la capacité bénéficiaire d'une banque centrale.

En quelques mois, le rôle des banques centrales à l'égard des questions relatives à la stabilité financière a été fortement mis à l'épreuve. Par le passé, les instituts d'émission étaient perçus avant tout comme les *lenders of last resort* d'établissements en panne de liquidité. Aujourd'hui, ils sont devenus en quelque sorte les gardiens du bon

23 mai 2008

20

fonctionnement des marchés et ont dû développer de nouveaux instruments pour répondre aux défis du moment. Leurs interventions ont été exceptionnelles par leur ampleur et leur diversité. Elles ont donné au secteur bancaire une marge de manœuvre nouvelle afin qu'il puisse redresser sa situation.

Le risque de telles opérations de soutien, dès lors qu'elles sont couronnées de succès, est de ne pas inciter les intermédiaires financiers à une vigilance accrue. Au contraire, ces derniers pourraient être tentés de croire que le secteur public leur viendra de nouveau en aide en cas de crise future. Les interventions des banques centrales doivent donc rester temporaires et être suivies d'un renforcement de la surveillance des établissements financiers, et ceci en dépit du fait que le secteur privé ne manquera pas de condamner toute nouvelle intervention publique une fois la crise passée.

Même si les banques centrales ont acquis ces derniers mois une forte visibilité en matière de stabilité financière, il ne faut pas oublier que ce ne sont pas elles, mais les autorités de surveillance bancaire, qui sont les véritables architectes de la stabilité. Seule une bonne réglementation des activités bancaires permet de garantir la solidité de l'édifice financier à long terme. Les banques centrales qui ne sont pas autorité de surveillance n'ont pas cette responsabilité; leur mission est d'intervenir rapidement sur les marchés ou auprès d'un établissement en cas de menace pour la stabilité financière, un peu comme le feraient des pompiers en cas d'incendie. Ce faisant elles prennent des risques pour la conduite de la politique monétaire ainsi que pour les deniers publics dont elles sont les gardiennes. Il est donc compréhensible, une fois le feu éteint, qu'elles s'engagent vigoureusement en faveur d'un renforcement des normes anti-feu.