

Embargo: jeudi 27 novembre 2008, 17h00

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

La politique de communication des banques centrales à l'épreuve de la crise financière

Exposé de

Jean-Pierre Roth

Président de la Direction générale

de la

Banque nationale suisse

A l'occasion de l'attribution du prix BZ pour le journalisme régional,

Berne, le 27 novembre 2008

27 novembre 2008

2

Au cours des douze derniers mois, un regain d'intérêt s'est manifesté dans la presse pour l'action des banques centrales, et ce au terme d'une dizaine d'années durant lesquelles les autorités monétaires n'avaient guère retenu l'attention des médias. Les projecteurs sont de nouveau braqués sur nous, alors que nous avons précédemment réussi à nous faire oublier. Faut-il penser qu'avec le retour passager de l'inflation, puis les turbulences financières, la politique des banques centrales serait enfin devenue moins ennuyeuse? Ou faut-il, au contraire, penser que la politique de communication bien huilée des banques centrales a été prise en défaut par l'apparition de nouveaux facteurs de perturbation des marchés?

C'est vraisemblablement dans ces deux directions qu'une réponse doit être cherchée: certes, l'intérêt porté sur notre action est plus grand lorsque les temps sont difficiles, mais par ailleurs, il faut bien le reconnaître, notre politique de communication a rencontré ces derniers mois des défis jusqu'ici sous-estimés.

C'est bien entendu sur ce second point que va porter l'essentiel de ma réflexion ce soir. Pour vous montrer dans quelle mesure la crise financière a constitué une épreuve pour la politique de communication des banques centrales, je vous présenterai tout d'abord la stratégie de communication que la Banque nationale applique depuis près de 10 ans maintenant, et aborderai ensuite les problèmes rencontrés dans le cadre de sa mise en œuvre depuis août 2007. Je conclurai enfin par quelques réflexions sur les relations entre la presse et les autorités monétaires.

1. Notre stratégie: la transparence

Si un seul mot devait caractériser notre politique de communication depuis le début des années 2000, c'est celui de «transparence». Le temps où les questions monétaires étaient discutées dans le secret et où les décisions intervenaient par surprise avec l'objectif, si possible, de prendre les «vilains spéculateurs» à contre-pied, est désormais révolu.

27 novembre 2008

3

L'ennemi déclaré était alors le marché, qu'il fallait discipliner à tout prix pour qu'il évolue dans le sens souhaité par les autorités.

Aujourd'hui, les banques centrales ont changé leur fusil d'épaule. Elles n'opèrent plus contre le marché mais avec lui. Il ne s'agit donc plus de l'attaquer par surprise, mais bien plus de le faire évoluer dans un sens favorable à la préservation de la stabilité à moyen terme. Pour prendre une image militaire, nous sommes passés d'une conduite classique des opérations, avec ses confrontations directes, à la guerre psychologique où la politique d'information joue un rôle souvent décisif.

Pourquoi avoir opté pour une stratégie de transparence? Et d'abord, de quelle transparence parlons-nous?

Dans notre approche, la transparence se rapporte aux objectifs et aux moyens de la politique monétaire. Elle porte sur des questions telles que: comment interprétons-nous le mandat de stabilité des prix qui nous est donné par la loi; quel est notre objectif et quelle est la stratégie opérationnelle que nous allons adopter pour l'atteindre?

Je crois qu'au fil des années ces éléments sont devenus clairs pour chacun.

- Notre objectif est la stabilité des prix, mesurée à l'indice des prix à la consommation, sachant qu'une hausse des prix inférieure à 2% peut être assimilée à une situation de prix stables.
- Notre stratégie opérationnelle fait appel à un pilotage du Libor à trois mois en vue de créer les conditions de marché favorables à la préservation de la stabilité des prix à moyen terme.
- Notre mode de réaction est aussi prévisible: nous relevons les taux lorsque la stabilité des prix est menacée à moyen terme, nous les baissions dans le cas contraire.

27 novembre 2008

4

Nous appliquons ce mode opératoire depuis l'année 2000 et les expériences dans ce domaine sont bonnes. Les conditions du marché monétaire ont généralement évolué dans le sens de nos annonces.

Mais pourquoi aspirer à tant de transparence? Est-ce pour la beauté du geste ou pour faire plaisir aux ayatollahs de la bonne gouvernance? Non, la transparence est un élément essentiel de l'efficacité de notre politique monétaire, et ce, pour trois raisons:

- En premier lieu, la transparence permet une formation rationnelle des anticipations des acteurs du marché financier. La transparence permet aux opérateurs de comprendre non seulement quelle est la politique monétaire du moment, mais aussi comment elle est susceptible d'évoluer à l'avenir. Les anticipations des opérateurs se basent alors sur des éléments d'appréciation rationnels et les risques d'erreurs sont limités; ils peuvent donc faire des calculs économiques fondés, exploitant avec logique toutes les informations du moment. La transparence permet ainsi une communication efficace entre la banque centrale et le marché, ceci dans l'intérêt de ce dernier – qui ne sera pas confronté à des surprises – mais également dans l'intérêt de la banque centrale, puisqu'une politique bien comprise a naturellement pour conséquence de stabiliser les taux d'intérêt au niveau souhaité par les autorités monétaires.
- En deuxième lieu, la transparence atténue la volatilité des marchés financiers. Lorsque les objectifs et la fonction de réaction de la banque centrale sont connus, le risque est limité de voir les marchés évoluer dans des directions peu rationnelles. De plus, le marché absorbera de lui-même les conséquences de tout choc inattendu venant perturber une situation d'équilibre. En fait, une bonne transparence permet aux forces du marché de jouer un rôle stabilisateur, allégeant ainsi le fardeau de la banque centrale.
- En troisième lieu, une politique transparente et bien comprise par le public donne à la banque centrale un degré de liberté supplémentaire dans ses opérations à court terme. Si les objectifs, les voies et les moyens de la politique monétaire sont transparents, le

27 novembre 2008

5

risque est limité de voir le marché douter des objectifs de la politique monétaire par la seule observation des opérations au jour le jour de la banque centrale. Cette dernière dispose alors d'une plus grande marge de manœuvre pour la conduite d'opérations à court terme visant à stabiliser les marchés.

Les avantages de la transparence sont donc évidents, et ils le sont même encore plus dans un pays comme la Suisse qui est profondément intégré dans les marchés financiers internationaux et dont la monnaie flotte librement. Nous avons tout intérêt à ce que ces marchés opèrent d'eux-mêmes de la manière la plus rationnelle possible. Vouloir les «domestiquer» par des interventions directes serait une illusion.

La Loi sur la Banque nationale de 2003, fait de la transparence une obligation. Dans son art. 7, elle prévoit que la Banque nationale informe régulièrement le public de sa politique monétaire et de ses intentions en la matière, ce que nous faisons par nos conférences de presse, nos interviews et nos discours. De plus, la loi impose à la Banque de publier de nombreux documents visant la transparence:

- Un *Rapport Annuel*, adressé au Conseil fédéral et à nos actionnaires, assurant la transparence financière de la banque;
- Un *Compte-rendu d'activité*, destiné au Parlement, rendant compte de l'exécution de nos tâches de politique monétaire;
- Un *Bulletin trimestriel* sur la situation économique et monétaire;
- Une *publication hebdomadaire des données importantes de politique monétaire*.

Le législateur voyait dans la transparence non seulement un facteur important d'efficacité monétaire, mais il voulait également en faire le pendant nécessaire à l'indépendance d'action accordée à la Banque nationale. La transparence des comptes et celle des décisions prises sur le plan monétaire donnent au Conseil fédéral et aux Chambres

27 novembre 2008

6

fédérales le moyen de s'assurer que la Banque nationale remplit le mandat qui lui est confié. La publication d'un Bulletin trimestriel et celle de données importantes de politique monétaire visent la transparence de l'action de la BNS dans l'intérêt de la stabilité des marchés.

2. L'épreuve de la crise financière

Les turbulences financières intervenues depuis l'été 2007 ont confronté les banques centrales à de nouvelles circonstances et de nouveaux défis. Elles ont dû agir avec vigueur, souvent au travers de canaux inhabituels, en vue de préserver le fonctionnement des marchés et même, dans la plupart des pays, procéder à des opérations de sauvetage sous la pression des événements et dans le but de sauvegarder la stabilité du système financier. Elles sont ainsi réapparues «à la une» des médias, chacune de leurs déclarations étant disséquée, analysée et placée en perspective. On est loin du ronronnement des années précédentes!

Les événements ont aussi montré que la transparence s'est révélée être une arme à double tranchant. D'un côté, elle est généralement apparue comme synonyme d'efficacité et d'action stabilisante, d'un autre, elle a quelquefois conduit à l'inquiétude, à la paralysie, voire à la panique.

Le fait que les banques centrales aient su répondre rapidement aux besoins des opérateurs pris dans la tourmente financière en menant des actions décidées, flexibles et coordonnées, s'est avéré un point positif. Ainsi, comme la plupart des banques centrales, nous avons adapté les conditions de nos opérations sur le marché monétaire pour permettre à nos banques de se refinancer dans de meilleures conditions, ou du moins dans des conditions moins défavorables que celles qui découlaient de la crise financière. De plus, de concert avec la Réserve fédérale des Etats-Unis et la Banque centrale européenne, nous avons mis en place des mécanismes communs de distribution de liquidités en dollars et en francs sur le marché européen. Même si les conditions de fonctionnement des

27 novembre 2008

7

marchés n'ont toujours pas retrouvé leur niveau d'antan, un certain apaisement est intervenu. L'amélioration prendra du temps; la confiance doit tout d'abord être rétablie.

Dans cet ensemble de mesures, la transparence a joué un rôle positif car elle a contribué à rassurer les opérateurs sur le marché, leur permettant de se raccrocher à quelques certitudes dans un environnement devenu opaque. On peut supposer qu'en agissant de la sorte, les banques centrales ont, pour le moins, réduit la volatilité des marchés, si elles n'ont pas pu assurer leur bon fonctionnement.

Des problèmes de communication sont malgré tout survenus dans la conduite de la politique monétaire ces derniers mois, notamment dans la seconde catégorie d'interventions, à savoir celles destinées à venir en aide aux banques en difficulté.

En ce qui concerne la conduite de la politique monétaire, nous avons dû faire face à une situation de désorientation des marchés. Alors qu'en temps normal, les marchés sont en mesure d'anticiper les actions de la banque centrale en fonction des variables économiques attendues, ils ont beaucoup de peine à le faire lorsque leurs éléments d'appréciation deviennent indéchiffrables en raison des turbulences du moment. Il se peut alors que la banque centrale ait intérêt à opérer par surprise – pour frapper les esprits et influencer les anticipations – plutôt que selon son mode de fonctionnement traditionnel.

C'est la situation dans laquelle nous nous sommes retrouvés la semaine dernière. Nous constatons depuis la mi-septembre que le Libor à trois mois – notre taux de référence – réagissait péniblement à nos injections de liquidités. Pour nous assurer un impact maximum, nous avons décidé d'abaisser massivement notre objectif pour le Libor – une correction de 100 points de base au lieu des 50 points traditionnels – une décision que le marché n'attendait pas. L'effet espéré s'est produit puisque le Libor s'est replié de 60 points de base dans les 24 heures qui ont suivi notre annonce.

Mais les difficultés de communication des banques centrales se manifestent surtout lors de la mise en place d'opérations visant le soutien de banques en difficulté.

27 novembre 2008

8

Il relève de la responsabilité des banques centrales de se préparer au pire. Toutes ont donc dans leurs tiroirs des plans de soutien à des établissements en manque de liquidités ou rencontrant des difficultés importantes. Dans notre cas, les Directives générales de la Banque nationale sur ses instruments de politique monétaire comportent un chapitre consacré aux conditions dans lesquelles des aides extraordinaires sous forme de liquidités pourraient être attribuées. De plus, nous n'avons pas attendu le mois d'octobre dernier pour commencer à réfléchir – à l'interne – aux scénarios possibles de soutien d'une grande banque subissant une crise de confiance.

Les événements des derniers mois ont montré les limites de la transparence lorsqu'on touche aux questions relatives à la stabilité financière. L'expérience la plus douloureuse en la matière a été celle de la Banque d'Angleterre qui a vu un «run» se déclencher sur la banque Northern Rock dès que le marché a appris que cette dernière avait reçu une aide extraordinaire sous forme de liquidités. Pour arrêter l'hémorragie des dépôts, la banque a finalement dû être nationalisée. Aux Etats-Unis, le recours à la fenêtre d'escompte – un instrument réservé aux banques en manque de liquidités – comportait de tels risques de réputation, que les banques refusaient d'en faire usage. Pour contourner la difficulté, la Réserve fédérale a été contrainte de concevoir de nouveaux instruments moins «stigmatisés» aux yeux du marché. Au Royaume-Uni de nouveau, aucune information n'a filtré au sujet des instruments exceptionnels d'échange de titres qui ont été mis sur place en vue de permettre aux banques d'échanger leurs titres peu liquides contre des bons du Trésor. Allant à l'encontre de sa tradition de transparence, la Banque d'Angleterre garde totalement secrets les montants en jeu ainsi que les partenaires concernés. Chez nous enfin, une certaine incompréhension s'est manifestée à l'endroit de la communication des autorités fédérales qui, quelques jours encore avant l'opération de consolidation de l'UBS, rappelaient que les banques suisses sont fortement capitalisées – ce qui est parfaitement exact – et que les autorités fédérales prendraient toutes les mesures nécessaires en cas de difficulté – ce qui s'est révélé exact également. Néanmoins, certains observateurs se sont étonnés de n'avoir pas été prévenus des difficultés que rencontrait la banque. Imaginez le chaos que cela aurait provoqué!

27 novembre 2008

9

Ces anecdotes montrent que les règles de transparence appliquées aux banques centrales ont conduit à une véritable mise hors service de leur palette d'instruments de crise et que, dans certaines circonstances, le silence a dû s'imposer comme seule stratégie possible. On arrive tout naturellement à la conclusion que les règles de transparence, qui sont si utiles à la conduite et à l'efficacité de la politique monétaire, deviennent contre-productives et doivent donc être adaptées lorsque les banques centrales mènent des opérations au titre de la défense de la stabilité financière.

3. Quel juste équilibre entre transparence et stabilité?

Quel est le juste milieu?

Pour éviter que la transparence ne conduise à l'instabilité, les banques centrales peuvent décider de mener leurs opérations d'aide exceptionnelle au travers de canaux différents de ceux de la politique monétaire, donc hors des règles établies de transparence. C'est dans cette direction qu'est allée la Banque d'Angleterre lorsqu'elle a mis sur pied ses opérations spéciales d'échange de titres. L'approche est tentante, et elle était judicieuse dans le cas d'espèce, mais elle ne l'est pas toujours forcément car il n'est pas simple de cacher des opérations exceptionnelles. Et ceci pour deux raisons:

- La première raison tient au fait que des aides extraordinaires sous forme de liquidités en faveur d'une banque obligent le plus souvent une banque centrale à conduire parallèlement, sur le marché, des opérations de stérilisation au titre de la politique monétaire. En effet, si la banque centrale gère les liquidités en circulation, elle va retirer progressivement du marché les liquidités accordées dans le cadre d'une aide extraordinaire. On constate alors qu'une grande discrétion peut entourer l'attribution de l'aide extraordinaire sous forme de liquidités, mais aussi que les règles de transparence monétaire ne manqueront pas de révéler les opérations de stérilisation, ce qui attirera forcément l'attention du public.

27 novembre 2008

10

- La deuxième raison tient à la complexité des opérations financières modernes. En effet, ces dernières n'impliquent pas que la seule banque centrale mais aussi des intermédiaires techniques (centrale de gestion de titres par exemple, plateforme électronique d'exécution des transactions). Il serait vraisemblablement illusoire de croire qu'une opération puisse être gardée totalement secrète tout au long de cette chaîne d'exécution, dont une partie se situe hors du contrôle direct de la banque centrale.

La deuxième manière d'éviter un conflit entre la politique de transparence et la préservation de la stabilité financière peut consister à banaliser les instruments de crédit exceptionnels, de telle sorte que les chiffres qui s'y rapportent deviennent suffisamment volatils pour que des opérations d'aide extraordinaire passent inaperçues. Cette solution présente l'avantage de la simplicité. Elle est certainement adéquate pour de petites opérations, qui se noieraient dans la masse des transactions, mais inappropriée pour des opérations d'envergure car celles-ci entraînent forcément une volatilité exceptionnelle des chiffres, ce qui les rend facilement identifiables.

Une troisième approche, plus radicale, serait de réformer les règles actuelles de transparence. Il s'agirait d'en conserver les aspects utiles pour la politique monétaire, comme le demande le législateur, avec une fréquence de publication peut-être abaissée, et de modifier les règles applicables aux autres opérations. Il y aurait donc deux catégories d'instruments: ceux de la politique monétaire, soumis à des règles de transparence, et ceux visant à la défense de la stabilité financière, où la discrétion s'impose. La distinction est attrayante, mais ici aussi il ne faut pas se faire d'illusion: la banque centrale peut mener à un moment donné une opération d'aide exceptionnelle mais, ce qui est caché à ce moment-là deviendra visible lors de la publication de son bilan (chez nous, cette publication intervient tous les trois mois). Une transparence atténuée aura pour le moins permis aux autorités de disposer d'un temps de réaction approprié pour compléter le dispositif de crise.

27 novembre 2008

11

4. Conclusion

Nos relations avec la presse ces derniers mois ont été quelquefois empreintes d'ambiguïté. D'une part, nous avons poursuivi notre politique active d'information sur les aspects utiles à la compréhension de notre politique monétaire; d'autre part, nous nous sommes imposé une certaine réserve en ce qui concerne les questions relevant de la politique de défense de la stabilité financière. Cette différenciation était d'autant plus justifiée que les responsabilités de la politique monétaire et de la surveillance bancaire sont réparties chez nous entre deux autorités différentes: la Banque nationale et la Commission fédérale des banques. La presse a souvent demandé à la BNS, qui est au front des opérations, de s'exprimer sur des questions relevant de la surveillance et non pas de la politique monétaire. Pour éviter des malentendus, nous avons régulièrement rappelé les limites de nos compétences en matière de surveillance. Mais la confusion des genres était immanquable, ceci d'autre plus que nous avons une longue tradition de communication active, alors que la CFB est, de par la nature de ses responsabilités, plus réservée en la matière.

Nous restons néanmoins confrontés aux problèmes qui découlent du rôle opérationnel de la Banque nationale en cas de crise. La transparence de ses opérations, qui est devenue la norme ces dernières années afin de stabiliser les marchés et d'assurer un contrôle démocratique sur son action, peut s'avérer contre-productive du point de vue de la défense de la stabilité financière.

Dans les temps troublés que nous connaissons, la politique de communication des banques centrales a donc dû relever de nouveaux défis. La stratégie de transparence appliquée depuis des années aux opérations de politique monétaire ne peut être étendue sans autre aux opérations visant la stabilité du système financier, car les risques d'effets contraires sont trop grands. La discrétion reste de mise dans ce domaine mais le secret absolu est exclu. En effet, toute opération importante passant par les livres d'une banque centrale est forcément révélée au moment de la publication de son bilan.

27 novembre 2008

12

Cette conclusion montre que la transparence peut effectivement affaiblir l'efficacité des actions menées en vue de préserver la stabilité du système financier. Mais c'est le prix à payer pour assurer le contrôle démocratique de l'activité d'une banque centrale indépendante. Personne ne peut véritablement le regretter.