

Embargo: mardi, 24 novembre 2009, 18h30

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

La crise financière s'éloigne:

Leçons pour l'action future des banques centrales

Conférence donnée par

Jean-Pierre Roth

Président de la Direction générale

de la

Banque nationale suisse

au Centre International d'Etudes Monétaires et Bancaires,

Genève, le 24 novembre 2009

L'orateur remercie Jean-Marc Natal, sous-directeur du service de la Recherche de la BNS, pour ses utiles commentaires.

© **Banque nationale suisse, Zurich 2009**

24 novembre 2009

2

Je suis très heureux de participer une nouvelle fois au programme de conférences du Centre International d'Études Monétaires et Bancaires et de me retrouver dans cet Institut qui fait beaucoup pour promouvoir la recherche dans les domaines monétaire et financier. En 2003 j'avais choisi de traiter le thème «Qu'attendre de la politique monétaire?» et concluais mon exposé avec une réponse de Normand: «La politique monétaire peut beaucoup s'il s'agit d'assurer le maintien de la stabilité des prix dans la longue durée. Elle ne peut pas grand chose en matière de réglage fin des cycles économiques». Je reste convaincu de la justesse de mon jugement, mais je souhaite aborder de nouveau le thème de la politique monétaire car bien des événements sont survenus depuis lors, événements que l'on ne pouvait imaginer à l'époque: la plus grave crise financière depuis les années 1930, la disparition de certains établissements d'importance et des mesures publiques de soutien conjoncturel et financier d'une ampleur sans précédent. Des idées généralement admises par le passé sont désormais remises en question. L'action des banques centrales n'y a pas échappé, même si leur gestion de la crise a été largement saluée. Un certain nombre d'interrogations se pose à l'égard de la politique monétaire d'après-crise:

- Faut-il demander aux banques centrales de poursuivre non seulement un objectif de stabilité des prix mais aussi un objectif de stabilité financière?
- L'incertitude qui entourait l'action des banques centrales en matière de stabilité financière a maintenant été levée: elles voleront au secours des établissements d'importance systémique; quelles sont les conséquences de cet abandon?
- Quelle est la véritable portée de l'indépendance des banques centrales en cas de crise financière?

Permettez-moi de vous faire part de mes réflexions sur ces différents sujets.

1. Stabilité des prix et stabilité financière: quel mandat?

Stabilité monétaire et stabilité systémique sont étroitement liées

Le premier enseignement 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 l'on ne l'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. 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, une aide financière extraordinaire, intégralement couverte par des garanties, pouvait lui être accordée à des conditions définies au cas par cas. Bien évidemment, on a toujours su que des aides en liquidités données au titre de la

24 novembre 2009

3

défense de la stabilité financière pourraient avoir un impact sur le marché monétaire mais cette contagion était considérée comme peu problématique.

L'expérience des deux dernières années a montré que cette appréciation était optimiste, voire irréaliste. Dès l'instant où une banque centrale doit venir en aide à un établissement d'importance systémique, elle est confrontée à un problème de dimension macro-économique plus que micro-économique, car la stabilité de l'ensemble du système financier est ébranlée. Nous l'avons vécu: la crise financière a entraîné une forte préférence pour la liquidité et les banques centrales ont été contraintes d'étendre leur crédit et de dilater leur bilan pour garder les taux d'intérêt sous contrôle. De plus, la confiance entre banques s'est évaporée. Il en a résulté une augmentation générale des *spreads* sur le marché interbancaire, ce qui a poussé encore plus les taux d'intérêt vers le haut. Ainsi, les conditions sur le marché du crédit se sont fortement resserrées: un problème de stabilité financière s'est transformé en problème de gestion monétaire; une situation d'autant plus difficile à gérer que les instruments traditionnels de politique monétaire ont vu leur efficacité affaiblie par les dysfonctionnements des marchés.

L'approche traditionnelle doit donc être amendée: dès qu'un établissement d'importance systémique est en difficulté, l'objectif de la banque centrale doit viser non seulement la stabilisation de la banque en question mais aussi le fonctionnement ordonné des marchés. Les risques de contagion au sein du secteur financier sont ainsi limités, et les conditions de financement de l'économie, donc l'économie réelle, préservées au mieux. Stabilité monétaire et stabilité systémique sont donc étroitement liées.

Dans l'urgence, seule les banques centrales peuvent agir

Le second enseignement que nous tirons de la crise est que seules les banques centrales disposent des instruments permettant une intervention immédiate. Les autorités de surveillance ne peuvent influencer le marché à l'aide de la régulation financière que sur la durée.

Chez nous, comme à Francfort, à Londres et à New-York, l'alarme a sonné le 9 août 2007, au matin, lorsque les banques ont commencé à rechercher frénétiquement de la liquidité. Nous avons immédiatement élargi nos opérations *repos* et, dans les semaines qui ont suivi, nous avons réagi pragmatiquement dans le but d'éviter une asphyxie du marché interbancaire, une raréfaction du *collateral* de bonne qualité, une augmentation des *spreads* et une distribution déséquilibrée de la liquidité. Pour faire face à ces différents problèmes, nous avons dû engager de nouveaux instruments ou modifier les conditions d'instruments utilisés jusque-là. Nous avons commencé à accorder des crédits en dollars, à faire distribuer des francs par la BCE, à injecter des liquidités au moyen de swaps contre devises, à allonger les échéances de nos pensions de titres (crédits *repos*). Les banques centrales sont donc naturellement les premières au front lorsque la stabilité financière est ébranlée. Dans l'urgence, elles sont les seules à pouvoir agir.

24 novembre 2009

4

Banques centrales: serviteurs de deux maîtres?

Les interférences entre la politique monétaire et la politique de défense de la stabilité monétaire sont évidentes. Mais qu'en est-il de la primauté traditionnelle de l'objectif de la stabilité des prix? La stabilité monétaire n'est-elle pas menacée aujourd'hui alors que les institutions d'émission ont dû injecter massivement des liquidités pour atténuer les effets de la crise financière? Les banques centrales sont-elles devenues les serviteurs de deux maîtres?

Cette question préoccupe beaucoup les milieux académiques qui y voient un affaiblissement possible du contrôle monétaire. Le débat est loin d'être clos mais voyons les choses sous un angle pragmatique en distinguant les conflits potentiels résultant de la résolution des crises de ceux qui découlent de leur prévention:

La résolution des crises

C'est le cas que nous vivons actuellement. La liquidité a été considérablement augmentée au moment de la crise, les taux d'intérêt ont été ramenés au plus bas niveau, et des mesures de relance budgétaires mises en place. Nous observons depuis quelques mois des signes de redressement conjoncturel et l'impression se généralise que les conditions-cadre de crise devront bientôt être corrigées afin de préserver la stabilité des prix à moyen terme. La difficulté est de définir le moment approprié pour négocier ce virage.

Nous nous trouvons dans la situation classique qui se présente au sortir d'une récession ou d'un tassement conjoncturel. Une telle situation est toujours délicate, car les autorités monétaires pourraient hésiter à résorber les excédents de liquidités en raison d'un secteur financier affaibli ou en raison d'une dégradation persistante des conditions sur le marché du travail. Elles sont toujours prises entre deux feux: si elles agissent trop rapidement, l'autoallumage de la conjoncture risque de ne pas avoir lieu, si elles tardent à prendre des décisions elles pourraient être confrontées à un problème d'inflation à l'horizon de 18 à 24 mois. En fait une telle situation n'a rien d'original, aujourd'hui, si ce n'est l'ampleur de la création de liquidités et la brutalité de l'accident conjoncturel survenu à l'automne de 2008.

La prévention des crises

Les débats sur les conflits potentiels entre politique monétaire et politique de sauvegarde de la stabilité financière portent avant tout sur la prévention des crises. Les banques centrales doivent-elles se laisser guider par la seule recherche de la stabilité des prix ou doivent-elles aussi viser la stabilité financière?

Tout d'abord on peut identifier de nombreux cas où la défense de la stabilité des prix et celle de la stabilité macro-financière sont des objectifs convergents, car les facteurs qui menacent les prix sont aussi à l'origine de l'instabilité financière. Prenons l'exemple d'une croissance rapide des crédits bancaires, facteur qui peut être annonciateur d'un dérapage ultérieur des prix à la consommation, mais aussi d'une prise excessive de risques de la part

24 novembre 2009

5

des intermédiaires financiers. Ce cas d'école nous est familier: les crédits font partie depuis toujours des variables retenues par la BNS dans le calcul de sa prévision trimestrielle d'inflation.

Mais les indicateurs peuvent aussi être contradictoires. Par exemple, en 2006, lorsque l'inflation moyenne était de 1,1 % en Suisse et que les crédits croissaient à un rythme qui n'était pas préoccupant, la Banque nationale aurait-elle dû mener une politique plus restrictive afin de freiner l'euphorie des marchés boursiers? En aurait-elle eu les moyens? Une action de politique monétaire purement nationale aurait-elle été efficace alors qu'il s'agissait de domestiquer des marchés financiers globalisés? Une chose est certaine, une telle politique aurait freiné la conjoncture et poussé l'inflation encore plus vers le bas de la fourchette allant de 0 à 2% que nous assimilons à la stabilité des prix. Une réaction de ce type aurait rencontré une large incompréhension des marchés, car les situations d'euphorie financière malsaine ne sont guère identifiables, et elle aurait brouillé la perception de notre objectif de stabilité des prix, un élément essentiel de notre politique. A vouloir servir deux maîtres, nous aurions couru le risque de nuire aux intérêts des deux.

Il n'est donc pas encore démontré qu'une action sur le taux d'intérêt soit le moyen approprié pour prévenir des situations comportant des risques pour la stabilité financière. L'engagement à cet fin d'un autre instrument est aujourd'hui largement débattu: une utilisation plus flexible des ratios en capital des banques. L'idée est d'éviter un emballement du crédit en forçant les banques à accumuler du capital durant les phases positives du cycle, lorsque les risques diminuent, et d'alléger leur fardeau en capital lorsque la situation se renverse.

Ne sous-estimons pas, ici également, la difficulté de définir des indicateurs permettant d'identifier les phases d'expansion ou de ralentissement excessif. Des travaux sont à l'étude à ce sujet dans le cadre du Comité de Bâle qui devrait être en mesure de pouvoir présenter des solutions vers la fin de cette année. Nul doute, toutefois, qu'aucune solution mécanique n'interviendra et qu'une place importante devra être faite au jugement des autorités de surveillance bancaire. Nul doute aussi que ce thème sera l'objet d'un dialogue étroit entre les banques centrales et les autorités de surveillance. Dans l'Union européenne, un Comité de stabilité financière comprenant les banques centrales et les autorités européennes de supervision va être créé en 2010. En Suisse, la collaboration entre la BNS et la FINMA sera renforcée dans ce domaine.

A mon sens, l'engagement prioritaire de la politique des taux d'intérêt en vue de préserver la stabilité des prix restera la règle au cours des prochaines années. C'est bien ainsi car seules les banques centrales qui sont crédibles en matière de lutte contre l'inflation peuvent dilater les liquidités en cas de crise financière sans prendre de risque excessif. Les questions relevant de la stabilité financière demanderont, de leur côté, une coopération encore plus étroite à l'avenir entre banques centrales et autorités de surveillance bancaire.

24 novembre 2009

6

La concentration des pouvoirs régulateurs dans les banques centrales?

Dans ce contexte, la question est de plus en plus fréquemment posée de savoir si la prévention de la stabilité financière ne serait pas mieux assurée par une concentration dans les banques centrales des compétences monétaires et de surveillance bancaire. L'argument principal avancé pour une solution centralisée est la circulation plus efficace des informations au sein d'une seule institution.

Ce débat n'est pas nouveau et les solutions divergent fortement: nous connaissons une concentration de la surveillance au sein de la banque centrale aux Pays-Bas, une solution bicéphale en Suisse et au Royaume-Uni, et une mosaïque de la surveillance aux Etats-Unis. La diversité des solutions indique qu'il n'y a pas de réponse unique à cette question. La crise a toutefois montré qu'un morcellement des institutions n'est certainement pas un gage d'efficacité.

Dans les pays où la banque centrale est également autorité de surveillance, la maîtrise de l'information est assurée; dans ceux qui connaissent une séparation des responsabilités entre autorités monétaires et autorités de surveillance, la collaboration doit être particulièrement bien réglée.

En Suisse, la question n'est pas de savoir si la surveillance des marchés financiers doit être confiée à la BNS ou non; elle est du ressort de la FINMA qui vient d'être créée. Entre cette dernière et la BNS la collaboration est étroite et pragmatique. Un *Memorandum of Understanding*, conclu en mai 2007 entre les deux institutions, assure déjà 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. Ce *MoU* va être révisé ces prochains mois sur la base des expériences faites par la FINMA et la BNS ces deux dernières années. L'objectif sera de renforcer encore plus les mécanismes de dialogue entre les deux institutions. En plus de ses relations avec la FINMA, la BNS a des contacts bilatéraux fréquents avec l'UBS et le Crédit suisse, non seulement avec leurs dirigeants mais aussi avec les comités d'évaluation des risques de leur conseil d'administration. Elle dispose ainsi des informations nécessaires à la formation de son propre jugement sur la nature et l'ampleur des problèmes rencontrés, ce qui lui permet d'opérer de manière appropriée.

Nous devons admettre qu'une concentration des pouvoirs monétaires et de supervision au sein de la BNS comporterait des risques importants pour son autonomie de décision dans le domaine de la politique monétaire. En effet, il est dans la nature des choses que les autorités de surveillance soient plus proches des ministères des finances que les banques centrales. En cas de fusion des fonctions monétaire et de surveillance, la Banque nationale pourrait craindre un affaiblissement de son indépendance. A mes yeux, l'intensité de la coopération entre la FINMA et la BNS crée un cadre favorable à la surveillance systémique en Suisse et elle préserve l'autonomie monétaire. La solution d'autorités séparées me semble donc nettement préférable dans notre cas.

24 novembre 2009

7

2. Les limites de la transparence et de l'ambiguïté

Le deuxième point que j'aimerais aborder ce soir est celui de la transparence ou de la non-transparence – c'est-à-dire l'ambiguïté – de l'action de la banque centrale dans les questions relatives à la stabilité financière.

La transparence de l'action monétaire est l'un des grands principes de la gouvernance moderne. Depuis une vingtaine d'années, de nombreux efforts ont été entrepris pour l'assurer. De la transparence on attend des effets stabilisateurs bénéfiques car elle permet au public de comprendre et d'anticiper correctement la politique monétaire, ce qui atténue l'incertitude, donc la volatilité des marchés. D'ailleurs, conformément à l'art 7 de la loi sur la Banque nationale, la BNS doit informer régulièrement les autorités et le public sur ses intentions et publier chaque semaine les données importantes de la politique monétaire. Nous considérons qu'une communication soignée est essentielle à l'efficacité de notre politique.

Si cette transparence est souhaitable pour les opérations courantes de politique monétaire, car elle permet aux marchés de bien comprendre la politique mise en œuvre par les autorités monétaires, elle génère, en revanche, des effets pervers en cas d'aide individuelle sous forme de liquidités. Le cas de Northern Rock, la banque anglaise qui s'est trouvée en difficulté, est révélateur à cet égard. Dès que le marché a eu connaissance de l'aide d'urgence que cette banque recevait de la Banque d'Angleterre, ses pertes en liquidités se sont accélérées et n'ont finalement pu être stoppées que par l'attribution d'une garantie publique. Aux Etats-Unis, un phénomène analogue a pu être observé lors de recours à la fenêtre d'escompte.

L'engagement d'instruments destinés à apporter des aides en liquidités stigmatise donc les banques qui y recourent et se révèle être plus déstabilisant que stabilisant. Pour contourner cette difficulté, les banques centrales ont cherché à mettre en place des mécanismes d'aide plus discrets que les instruments traditionnels. Leur succès dans ce domaine a été limité. De toute façon la publication périodique de leur bilan rend impossible toute dissimulation d'une opération d'envergure.

Mais un domaine important de la politique des banques centrales n'était pas totalement transparent avant la crise, domaine dans lequel une ambiguïté était intentionnellement maintenue: celui des opérations de «*lending of last resort*». Ne pouvaient espérer une aide d'urgence en liquidités que des établissements solvables et d'importance systémique. Les autres devaient trouver leur salut dans le marché. Et les banques centrales appréciaient seules la situation des établissements en difficulté. Cette ambiguïté était qualifiée de «constructive» car elle était sensée décourager les banques à prendre des risques inconsidérés en maintenant une incertitude quant à la présence d'un filet de sécurité public.

La crise financière a montré combien cette approche était irréaliste dans le feu de l'action. D'une part, les phénomènes de liquidité et de solvabilité sont étroitement liés; d'autre part, le système financier peut aussi être déstabilisé par la chute d'un établissement de

24 novembre 2009

8

grandeur moyenne. La transparence s'est donc imposée par les faits: après la faillite de Lehman Brothers, il est devenu évident que toute nouvelle défaillance d'importance serait évitée. Nul ne peut plus douter, aujourd'hui, en Suisse comme ailleurs, qu'un Etat se portera au secours d'un établissement d'importance systémique rencontrant des difficultés. Une telle situation comporte le risque d'un fonctionnement biaisé du marché: disposant d'une garantie publique implicite les banques augmentent leur prise de risque; en cas de crise les contribuables viendront de toute façon à leur secours!

Ce débat a aussi sa place en Suisse, ceci d'autant plus que l'importance de nos grandes banques sur l'échiquier national n'est plus à démontrer. Il est évident qu'en cas de difficulté de l'une ou de l'autre de nos grandes banques, une action publique de soutien est indispensable en vue de préserver la stabilité financière nationale, une opération qui pourrait être très lourde pour la Confédération.

Pour limiter les conséquences d'une crise future, des mesures sont maintenant envisagées dans deux directions: d'une part, les établissements de grandeur systémique devront être suffisamment capitalisés pour n'avoir besoin d'un secours public que dans des circonstances fortement improbables; d'autre part des mécanismes devront être prévus afin de permettre leur assainissement en cas de crise ou de limiter les coûts d'un tel assainissement. Ce problème n'est pas propre à la Suisse, car toutes les places financières abritant des établissements de grandeur systémique sont concernées. Des discussions exploratoires à ce sujet sont actuellement menées au sein du *Financial Stability Board*. Elles devraient conduire à de premières conclusions l'an prochain. Ces questions sont difficiles et complexes.

En Suisse, la question du «*too big to fail*» sera analysée par le groupe d'experts mis sur pied récemment par le Conseil fédéral et placé sous la présidence du directeur de l'Administration fédérale des finances. J'espère qu'un débat fructueux va maintenant pouvoir s'établir entre les grandes banques et les autorités à ce sujet: notre pays doit pouvoir se sentir à l'abri des risques qu'entraînerait la déstabilisation d'une grande banque, et ces dernières ont tout intérêt à pouvoir démontrer qu'elles sont à même de résister à des périodes difficiles.

3. L'indépendance: quelle réalité opérationnelle?

Le troisième point que j'aimerais aborder est celui de l'indépendance des banques centrales, un principe de gouvernance clairement admis à la fin des années 1990.

Des voix critiques se sont élevés pour dire que la crise a peut-être été le résultat de politiques monétaires trop accommodantes et que l'efficacité des banques centrales indépendantes restait encore à démontrer. C'est aller un peu trop loin. On doit se rappeler que le développement effréné du marché des *subprimes* a d'abord répondu à un objectif politique des autorités américaines. Si la Réserve fédérale avait été en charge de promouvoir la stabilité financière, peut-être aurait-elle adopté une attitude plus critique à cet égard. Quant aux politiques de bas taux d'intérêt, il faut les mettre en relation avec les

24 novembre 2009

9

faibles taux d'inflation atteints dans les années 2000, niveau qui n'aurait guère justifié des politiques plus restrictives.

Il est évident, ces deux dernières années, que les banques centrales n'ont pas eu d'autre choix que de créer de la liquidité afin de pallier aux dysfonctionnements des marchés et de lutter contre la récession. Ces réactions sont toutefois parfaitement conformes à leur mandat. Même sous la pression des circonstances, elles ont pu choisir en toute indépendance les voies et moyens de leur action. La crise n'a pas remis en question le principe de leur indépendance.

Mais la crise a aussi montré les limites opérationnelles de l'indépendance des banques centrales. Certaines d'entre elles se sont retrouvées entravées dans leur action, soit parce qu'elles ne disposaient pas des moyens légaux pour conduire les opérations que la situation exigeait, soit parce qu'elles n'étaient pas en mesure de prendre plus de risques financiers dans leur bilan. Elles disposaient bien d'une indépendance de décision, mais devaient rechercher l'appui préalable de leur Gouvernement ou de leur Parlement pour pouvoir mettre en œuvre leur politique. Cela ne fut heureusement pas le cas en Suisse.

Un cadre légal libéral

En effet, la crise a montré combien le cadre légal dans lequel opère la Banque nationale suisse était bien adapté aux circonstances. Tel qu'il est formulé dans l'art. 5 de la loi, notre mandat consiste non seulement à préserver la stabilité des prix mais aussi à contribuer à la stabilité financière du pays. Nous avons donc pu décider de nos opérations en toute indépendance et en parfaite conformité avec notre mandat légal. L'élargissement du mandat de la BNS à la promotion de la stabilité financière a fait partie de la dernière révision de la loi, en 2004, à la demande exprès de la Direction générale qui identifiait déjà à l'époque la stabilité macro-financière comme un aspect important de la politique économique en Suisse.

Par ailleurs, le caractère très libéral de la loi de 2004 nous a donné la marge de manœuvre nécessaire pour développer et engager des instruments appropriés à la situation exceptionnelle de ces deux dernières années. Ainsi avons-nous pu accorder des crédits en dollars, définir libéralement les garanties exigées en couverture de nos crédits, émettre nos propres titres de créance, allonger la durée de nos crédits, acquérir des obligations d'entreprises, mettre sur pied l'opération UBS que chacun connaît, autant de mesures qu'il aurait été difficile, voire impossible, d'envisager sous l'ancienne loi. La Banque nationale possède aujourd'hui un cadre légal adapté aux défis posés par la conduite de la politique monétaire dans des marchés sophistiqués et fortement internationalisés.

Une capacité d'absorption des risques

Le caractère libéral de la loi sur la Banque nationale est certainement une condition nécessaire à notre action en cas de crise, mais ce n'est pas une condition suffisante. Pour pouvoir agir indépendamment, la Banque nationale doit aussi pouvoir prendre des risques dans son bilan sans que le marché ne vienne douter de sa stabilité. Elle a pu le faire,

24 novembre 2009

10

contrairement à d'autres banques centrales qui, démunies sur ce plan, ont dû faire appel à des garanties publiques. En effet, la Banque nationale possède des fonds propres importants financés ces dernières années par la rétention d'une partie de ses bénéfices, une pratique qui s'est souvent heurtée à l'incompréhension des milieux politiques.

Grâce à l'adoption par le Peuple, en 2000, de la nouvelle Constitution fédérale, la Banque nationale peut conserver une partie de ses bénéfices afin de renforcer son bilan. A la fin 2006, nous possédions des fonds propres représentant près de la moitié de nos actifs. Nous avons pu ainsi promouvoir la stabilité financière en prenant des risques sans que les marchés n'aient eu de doute quant à notre capacité future d'exécuter notre mandat. L'extension massive de nos crédits aux banques et surtout la reprise d'un portefeuille d'actifs illiquides de l'UBS n'ont pas constitué de menace pour notre crédibilité financière. A la fin de septembre 2009, nos fonds propres étaient intacts, les opérations exceptionnelles des deux dernières années n'ayant engendré aucune perte.

La crise nous a donc montré qu'une action rapide des banques centrales en cas de crise dépend non seulement de leur indépendance de décision, mais aussi de leur autonomie opérationnelle. Cette dernière doit être garantie par une loi libérale et par une bonne dotation en capital. En comparaison internationale, la situation de la BNS est privilégiée à ces deux égards. Il conviendra de préserver, voire de renforcer, ces avantages à l'avenir dans l'intérêt de la stabilité de notre place financière.

4. Conclusion

La crise financière des deux dernières années a remis en question des idées généralement admises et des mesures correctrices sont en cours, notamment dans le domaine de la régulation du secteur bancaire. Les banques centrales, même si elles ont démontré leur capacité d'action durant cette période turbulente, doivent aussi reconsidérer certains des principes qui les guidaient préalablement. Le thème le plus délicat est certainement leur contribution à la stabilité macro-financière, une contribution qui, à l'évidence, va maintenant au-delà du simple soutien à un établissement en manque de liquidités. Sur le papier, il paraît simple de faire cohabiter la recherche de la stabilité des prix et celle de la stabilité financière. Dans la réalité, on voit difficilement la politique de taux d'intérêt viser autre chose que la maîtrise de l'inflation. La prévention de la stabilité financière devra s'appuyer sur des instruments propres, comme des exigences flexibles en capital visant à modérer ou encourager le crédit bancaire de façon anticyclique.

La crise financière a aussi mis au jour la nécessité d'une collaboration étroite entre les banques centrales et les autorités de surveillance bancaire; les premières ont accès au marché alors que les secondes disposent du pouvoir réglementaire. Le mode de collaboration varie d'un pays à l'autre. La tentation est grande de vouloir concentrer les forces, afin d'alléger les procédures et d'assurer une circulation efficace des informations. Ici également, les solutions simplistes ne sont pas forcément les meilleures. Banques centrales et autorités de surveillance connaissent aujourd'hui des gouvernances différentes; les autorités de surveillance disposent d'une autonomie limitée par rapport à celle des banques centrales. Une fusion institutionnelle conduirait forcément à une plus

24 novembre 2009

11

grande implication de la politique dans les affaires des banques centrales, ce qui n'est pas forcément un gage de stabilité monétaire sur la durée.

La crise financière a fondamentalement changé la nature de la relation entre les autorités et les établissements financiers d'importance systémique. A l'ambiguïté constructive a succédé une transparence potentiellement déstabilisatrice car les établissements importants sont maintenant convaincus qu'ils peuvent compter sur l'appui public en cas de difficulté. Leur appétit pour le risque pourrait donc s'en trouver renforcé. Cette situation demande que tout soit entrepris – en termes de dotation en capital comme en termes d'organisation – pour limiter la probabilité et les risques d'un nouvel accident de parcours. Sans de telles mesures, le fonctionnement des marchés financiers de demain pourrait être encore plus risqué que celui que nous avons connu jusqu'ici.

Enfin, la crise financière a révélé combien il était important que les banques centrales disposent des instruments nécessaires à la conduite de leurs opérations car ce sont elles qui montent au front lorsqu'une crise financière éclate. Chacun a été surpris par le déroulement de cette crise et personne ne sait d'où viendra la prochaine crise. Il est donc nécessaire que la liberté opérationnelle des banques centrales soit assurée et qu'elles puissent, au besoin, prendre les risques nécessaires à la préservation de la stabilité financière. Ceci demande non seulement la mise en place d'un cadre juridique libéral mais aussi la création d'un coussin de sécurité sous forme de fonds propres.

Dès 2010, l'action des banques centrales s'insérera donc dans un cadre différent de celui qui a prévalu au cours des dernières décennies. Leur mandat sera plus complexe que par le passé car les considérations de stabilité financière retiendront davantage leur attention. Pour cela il importe qu'elles disposent des instruments financiers et de la liberté d'action nécessaires. Mais il demeure essentiel qu'elles ne négligent pas pour autant leur objectif de stabilité des prix: seules les banques centrales crédibles dans ce domaine disposent d'une véritable marge de manœuvre leur permettant de faire face – le cas échéant – à une déstabilisation du secteur financier.