

Exposé de M. Philipp M. Hildebrand,
président de la Direction générale,
à l'Assemblée générale des actionnaires
de la Banque nationale suisse du 30 avril 2010

Monsieur le président du Conseil de banque,

Mesdames et Messieurs les actionnaires,

Mesdames et Messieurs les invités,

I. La récession est surmontée

Il y a un peu plus d'un an, nous nous trouvions encore au cœur de la plus grave crise financière de l'après-guerre. Les premiers signes d'une possible amélioration se faisaient certes déjà sentir. Mais la situation restait entachée de grandes incertitudes. Aujourd'hui, le pire est passé. Nous pouvons de nouveau nous tourner vers l'avenir avec un certain optimisme. Toutefois, cette crise nous aura légué des défis de taille.

Alors que l'année 2008 fera date dans l'histoire comme *annus horribilis* pour les marchés financiers, l'année 2009 a été caractérisée par une conjoncture morose. Pour la première fois depuis 1945, l'activité économique mondiale a marqué un fléchissement. En automne 2008, la perte de confiance a été très prononcée sur les marchés financiers. Il en a résulté un véritable effondrement de l'activité. La récession a notamment été marquée par une contraction soudaine et forte de la conjoncture dans de nombreux pays.

Cette situation dramatique a contraint les gouvernements et les banques centrales d'une grande partie du monde à prendre rapidement des mesures de sauvetage et de soutien innovatrices et uniques par leur ampleur. Il s'agissait en effet de stabiliser le système financier international et de contenir l'effondrement de l'activité économique.

Ces interventions résolues de politique économique ont largement contribué à apaiser les marchés, à enrayer la spirale baissière et à aplanir le chemin menant à une reprise conjoncturelle.

Une petite économie ouverte comme celle de la Suisse n'a pu se soustraire à la récession mondiale. La forte contraction de l'activité économique, amorcée au second semestre de

2008, s'est poursuivie pendant la première moitié de 2009. Puis, après avoir franchi le creux de la vague vers le milieu de l'année, l'économie a recommencé à croître. Le produit intérieur brut a reculé de 1,5% en 2009, accusant son repli le plus fort depuis 1975.

Jusqu'ici, la Suisse a mieux surmonté les effets de la crise que la plupart des autres pays industrialisés. Ce constat peut surprendre compte tenu de l'importance de notre place financière. La consommation privée notamment, en tant que véritable soutien de la croissance, a apporté une contribution décisive au fait que la récession a été relativement modérée en Suisse. En outre, le marché de l'immobilier n'a pas connu de distorsions importantes, et les banques n'ont pas restreint leur offre de crédit. Enfin, l'assouplissement rapide et résolu de la politique monétaire a lui aussi contribué à cette évolution.

Malgré ce bilan positif, en particulier dans une perspective internationale, la crise laisse des traces profondes en Suisse également. Ainsi, le chômage a augmenté notablement, et l'industrie continue de pâtir d'une sous-utilisation de ses capacités de production. En définitive, l'évolution au cours des trente derniers mois a clairement montré à quel point notre pays est vulnérable face au danger que représente une crise bancaire, surtout si celle-ci implique une grande banque.

C'est pourquoi j'aimerais d'abord vous soumettre quelques réflexions, sous l'angle de la Banque nationale, sur la problématique du *too big too fail*. Puis, après une brève rétrospective de la politique monétaire en 2009, je commenterai les principaux défis dans ce domaine. Pour conclure, je reviendrai sur le débat ouvert récemment au sujet du niveau approprié du taux d'inflation.

II. La problématique du *too big to fail*

La Suisse resterait particulièrement exposée aux répercussions d'une crise bancaire si des mesures correctrices appropriées n'étaient pas prises. Les grandes banques ont certes réduit nettement la taille de leur bilan. La Banque nationale salue expressément cette évolution. Mais la somme de ces bilans continue de s'élever à un multiple de notre produit intérieur brut. En outre, nos grandes banques ont toujours une position dominante en

Suisse dans les domaines de l'octroi de crédits et des dépôts. Elles demeurent donc *too big to fail*.

Dans une situation de crise telle que nous l'avons connue, l'Etat et la Banque nationale se trouveraient de nouveau confrontés à un choix impossible: soit ils acceptent les conséquences catastrophiques pour notre économie de la faillite d'une grande banque, soit ils supportent les risques financiers considérables liés à des mesures de stabilisation. Dans le pire des cas, on pourrait même envisager que les moyens nécessaires à un soutien de cette nature dépassent la capacité financière de notre Etat.

La Banque nationale a endossé le plus lourd fardeau en matière de mesures de stabilisation prises en faveur de la place financière suisse. C'est pourquoi elle s'est engagée résolument afin que la problématique du *too big to fail* fasse l'objet d'une analyse approfondie et, partant, qu'elle puisse être atténuée. A cet égard, la Banque nationale a toujours souligné la nécessité d'une décision d'ordre politique.

En novembre 2009, le Conseil fédéral a instauré une commission d'experts chargée de proposer des solutions à la problématique du *too big to fail*. La Banque nationale y est représentée par Thomas Jordan, son vice-président. La commission d'experts a publié son rapport intermédiaire la semaine dernière. Elle propose des mesures dans les domaines des fonds propres, des liquidités, de la répartition des risques et de la structure organisationnelle. Ces mesures jouent un rôle préventif et réduisent la probabilité de défaillance d'un établissement d'importance systémique. D'autre part, elles doivent minimiser les coûts pour l'économie si une défaillance devait malgré tout se produire. Il s'agit ainsi d'éviter une nouvelle intervention de l'Etat en cas de crise.

Le rapport de la commission d'experts fournit un important résultat intermédiaire dans le débat sur la problématique du *too big to fail*. La Banque nationale soutient pleinement les grands axes proposés par la commission. Comme cette dernière, elle est d'avis qu'il est nécessaire d'instaurer une base légale afin de pouvoir imposer des exigences spécifiques aux banques d'importance systémique. Le projet de loi proposé par la commission d'experts constitue, selon la Banque nationale, une bonne base pour atténuer cette problématique. L'institut d'émission considère en outre qu'il est important d'enclencher le processus

législatif le plus rapidement possible après la publication du rapport final de la commission d'experts. Des règles-cadres applicables aux exigences spécifiques, tels les minimas et les maximas en matière de réglementation sur les fonds propres ou les restrictions admissibles sur le plan de l'organisation, doivent encore être fixées dans une ordonnance du Conseil fédéral.

Un élément central consistera dans des exigences de fonds propres revêtant un caractère progressif. Cette progressivité vise à induire une réduction de l'importance systémique des banques. Les exigences de fonds propres doivent atteindre un degré de rigueur tel que les banques soient amenées à assumer elles-mêmes les risques qu'elles répercutaient jusqu'ici sur la communauté.

Des exigences accrues de fonds propres peuvent en outre constituer une base importante pour un futur modèle d'affaires axé sur la durabilité. Dans les domaines où les établissements financiers ont traditionnellement leurs points forts, les banques bien capitalisées disposent d'un avantage concurrentiel.

Par ailleurs, la Banque nationale est d'avis qu'il convient d'adapter l'organisation et la structure juridique des grandes banques afin de permettre, en cas de crise extrême, la liquidation ordonnée d'un établissement. En particulier, des fonctions d'importance systémique doivent pouvoir continuer leur activité sans qu'il soit nécessaire de sauver l'ensemble du groupe.

Sur le plan international également, des mesures sont proposées pour approfondir la problématique du *too big to fail*. Ces développements relatifs à la réglementation internationale doivent être considérés sous l'angle de la compétitivité globale de notre place financière. Les trente derniers mois l'ont toutefois montré de manière très éloquente: en cas de crise, chaque pays doit assumer lui-même la responsabilité pour ses banques. Lors de l'élaboration et de la mise en œuvre des mesures sur le plan national, il s'agira aussi de prendre en compte les particularités du pays. En Suisse, la problématique du *too big to fail* est particulièrement aiguë. C'est pourquoi un *swiss finish* s'impose.

La réforme de la réglementation et de la surveillance du secteur financier constitue sans aucun doute un défi d'envergure. Mais d'autres défis de taille dans le domaine de la politique monétaire doivent également être relevés par la Banque nationale.

III. Une rétrospective de la politique monétaire menée en 2009

En 2009, la Banque nationale a axé ses activités de politique monétaire sur la lutte contre la crise financière et économique et, partant, contre les tendances déflationnistes qui en ont résulté. La sauvegarde de la stabilité des prix, qui n'est compatible ni avec l'inflation ni avec la déflation, est restée son objectif suprême.

Dès l'automne 2008, l'institut d'émission avait adopté une politique monétaire expansionniste, en raison des perspectives conjoncturelles toujours plus défavorables et d'un taux d'inflation devant rester bas à court terme. Entre octobre et décembre 2008, la Banque nationale avait abaissé de 225 points de base au total la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs, ramenant cette marge à 0,0%–1,0%. Elle entendait ainsi garantir un approvisionnement généreux du marché monétaire en liquidités.

La situation économique avait continué à se dégrader jusqu'au printemps 2009. En outre, l'incertitude générée par la crise financière avait entraîné une forte revalorisation du franc face à l'euro. Etant donné la situation conjoncturelle en Suisse à ce moment-là, le danger d'une forte déflation se profilait, notamment si le franc venait à s'apprécier encore. Ce risque nécessitait donc un nouvel assouplissement de notre politique monétaire.

Aussi la Banque nationale a-t-elle continué à relâcher massivement, en mars 2009, les rênes de sa politique monétaire en abaissant encore de 25 points de base la marge de fluctuation du Libor, la ramenant cette fois à 0,0%–0,75%. Depuis, cette marge est demeurée inchangée. La Banque nationale s'efforce de maintenir le Libor dans la zone inférieure de cette marge, soit autour de 0,25%; le taux appliqué aux pensions de titres à une semaine est déjà proche de zéro depuis fin 2008.

En mars 2009, les possibilités offertes par l'instrument classique des taux d'intérêt étaient par conséquent épuisées. Pour assouplir davantage les conditions monétaires, la Banque

nationale a fortement accru les liquidités. A cette fin, elle a eu recours à des instruments non conventionnels de politique monétaire. Elle a ainsi proposé des pensions de titres portant sur des durées plus longues et acquis des obligations émises par des débiteurs du secteur privé. De plus, elle a acheté des devises sur le marché des changes afin d'empêcher, jusqu'à fin 2009, une nouvelle revalorisation du franc vis-à-vis de l'euro.

Depuis son examen trimestriel de décembre 2009, et eu égard à la reprise conjoncturelle, la Banque nationale s'attache désormais résolument à enrayer une revalorisation excessive du franc face à l'euro. Elle a en outre suspendu ses achats d'obligations émises en francs par des débiteurs du secteur privé. Ces derniers mois, l'évolution du franc par rapport à l'euro a également entraîné un certain resserrement des conditions monétaires. La politique monétaire demeure cependant expansionniste dans l'ensemble. Le Libor à trois mois se maintient à son niveau le plus bas, soit à 0,25%, et nous continuons à mettre des liquidités à la disposition des banques.

J'aimerais aborder maintenant les perspectives pour 2010 et les défis de politique monétaire.

IV. Les perspectives pour 2010

Depuis le milieu de 2009, l'économie mondiale se trouve dans une phase de reprise, une évolution qui, d'après la Banque nationale, devrait se poursuivre. Ce redressement, très inégal selon les régions, reste néanmoins entaché de risques.

Les économies émergentes d'Asie connaîtront l'expansion la plus marquée, car toute cette région bénéficie en particulier de la forte croissance de la demande intérieure chinoise. Dans les pays industrialisés, la reprise continuera à être soutenue par les mesures de politique monétaire et budgétaire expansionniste adoptées au début de la crise. Certains facteurs pèsent toutefois sur les perspectives de croissance. D'abord, le chômage élevé, l'endettement croissant des Etats et la moins bonne situation patrimoniale des ménages devraient modérer les dépenses de consommation privée dans de nombreux pays. Des capacités de production qui ne sont pas pleinement utilisées et des restrictions dans l'octroi de crédits ne laissent pas présager une reprise vigoureuse des investissements des

entreprises. Enfin, la situation sur le marché immobilier et, par conséquent, les perspectives de la construction resteront difficiles dans plusieurs pays.

Nous nous attendons actuellement à ce que la Suisse connaisse en 2010 une croissance du PIB de 1,5% environ. D'un côté, notre économie d'exportation est confrontée à une progression assez lente de la demande en Europe. Mais de l'autre, la Suisse est bien préparée pour une reprise: les finances publiques sont relativement saines, la situation financière des particuliers et des entreprises est solide, et le marché du travail fait preuve de souplesse.

Du fait de la reprise de la conjoncture, le risque de déflation a faibli. La dernière prévision d'inflation publiée mi-mars montre que la stabilité des prix n'est pas menacée à court terme. La Banque nationale dispose d'une marge de manœuvre suffisante pour maintenir à l'heure actuelle sa politique monétaire expansionniste. Il ressort néanmoins de la prévision d'inflation qu'il ne sera pas possible de poursuivre cette politique pendant les trois prochaines années sans remettre en cause la stabilité des prix à moyen et à long terme.

La prévision d'inflation recèle en outre de grandes incertitudes. A cet égard, les craintes que les finances publiques de certains pays de la zone euro ont suscitées récemment sur les marchés financiers constituent un risque important. Ces dernières années, la Suisse a bénéficié de l'introduction de la monnaie européenne et du renforcement de la stabilité monétaire de la zone euro qui en a résulté. Si la stabilité monétaire était menacée, il en découlerait des effets négatifs pour la Suisse, surtout si le franc devait se revaloriser vigoureusement, étant donné qu'il joue aussi le rôle de monnaie refuge. Mais la Banque nationale ne permettra pas qu'une telle évolution débouche sur un nouveau risque de déflation pour la Suisse. C'est pourquoi elle s'opposera résolument à une revalorisation excessive du franc.

Dans le cadre de la lutte contre la crise, la Banque nationale a mis d'importantes liquidités à la disposition des banques. Celles qui proviennent des pensions de titres et des swaps de change ont un caractère temporaire et se résorbent automatiquement en cas de non-renouvellement de telles opérations. Etant donné que le volume de ces opérations a

considérablement fléchi ces derniers mois, les liquidités ainsi créées se sont déjà largement réduites.

Mais les liquidités issues des achats de devises ou d'obligations en francs sont permanentes. Elles doivent être résorbées à temps pour pouvoir assurer la stabilité des prix à moyen et à long terme. La Banque nationale dispose des instruments nécessaires pour éponger rapidement, en cas de besoin, de grandes quantités de liquidités. Les propres titres qu'elle émet, soit les Bons de la BNS, jouent à cet égard un rôle prépondérant. D'autre part, nous pouvons aussi recourir aux prises en pension de titres, ou *reverse repos*.

Réduire les liquidités excédentaires ne pose donc pas de problème sur le plan technique. Le défi consiste cependant à choisir le moment opportun pour normaliser la politique monétaire. L'évolution des perspectives d'inflation est déterminante dans ce choix. La prévision d'inflation de la Banque nationale est le principal indicateur sur lequel se fondent les décisions de politique monétaire. Dans le cadre de sa stratégie de politique monétaire, la Direction générale ne réagit pas mécaniquement à cette prévision. Les décisions de cette nature prennent en compte des facteurs tels que l'incertitude quant à l'évolution conjoncturelle et la situation sur les marchés financiers.

V. La sauvegarde de la stabilité des prix

Pour conclure, permettez-moi, Mesdames et Messieurs, de souligner une nouvelle fois que la sauvegarde de la stabilité des prix reste l'objectif suprême de la Banque nationale. Par stabilité des prix, nous entendons un renchérissement annuel moyen inférieur à deux pour-cent et, simultanément, la prévention de la déflation. La raison pour laquelle je tiens à attirer votre attention sur cette définition réside dans le fait que la crise financière a également déclenché un débat sur le niveau approprié de l'inflation. Il a été notamment proposé que les banques centrales prennent en considération, en temps normal, un niveau plus élevé d'inflation. Le raisonnement est le suivant: si les taux directeurs des instituts d'émission sont bas, la marge de manœuvre pour une baisse des taux est faible, puisque le taux nominal ne peut tomber au-dessous de zéro pour-cent. Il en ressort – et c'est l'argument avancé – que les instituts d'émission sont limités dans leurs possibilités de réagir à une crise grave. Une inflation plus forte entraînerait des taux nominaux plus

élevés, ce qui pourrait servir de filet de sécurité en cas de chocs importants. Dans le cadre de la politique monétaire, le taux directeur pourrait alors être abaissé plus vigoureusement, et le risque de déflation serait réduit. En d'autres termes, la marge de manœuvre pour un assouplissement de la politique monétaire serait élargie en temps de crise.

Ce raisonnement n'est pas convaincant. Premièrement, il paraît en effet très improbable que de nouvelles réductions de taux puissent suffire, à elles seules, à juguler la crise. Secondement, selon ce raisonnement, la politique monétaire deviendrait inefficace une fois la limite du taux zéro atteinte. Or, comme vous pouvez le déduire de mes réflexions, notre expérience montre bien que la marge de manœuvre de la politique monétaire n'est pas épuisée même si la limite de zéro pour-cent est atteinte. Grâce aux mesures non conventionnelles mentionnées précédemment, la Banque nationale a été parfaitement en mesure d'assouplir davantage les conditions monétaires et, partant, d'enrayer avec succès le risque de déflation.

En temps de crise, la marge de manœuvre monétaire ne serait donc qu'apparemment plus large dans l'éventualité d'un taux d'inflation plus élevé. En temps normal, un tel taux entraînerait de surcroît des coûts importants et remettrait en cause la stabilité sur le plan macroéconomique. Des coûts en découleraient même dans le cas où une banque centrale réussirait à maintenir l'inflation au niveau souhaité et que, de ce fait, les entreprises et les ménages pourraient anticiper correctement le taux d'inflation.

L'expérience montre toutefois que le taux d'inflation ne peut faire l'objet d'un réglage fin, et qu'un niveau plus élevé d'inflation s'accompagne généralement de plus amples fluctuations de ce taux. Il devient alors presque impossible de prévoir correctement le renchérissement, ce qui conduit à de mauvaises allocations des ressources ainsi qu'à des redistributions arbitraires et non désirées des revenus et du patrimoine. De plus, ce sont généralement les membres les plus faibles de la société qui pâtissent le plus de l'inflation, car ils n'ont guère de moyens de s'en prémunir.

Des taux d'inflation plus élevés et fluctuants éroderaient avant tout la confiance du public dans la banque centrale. Sa crédibilité, forgée laborieusement au cours de dizaines

d'années, disparaîtrait rapidement, et la banque centrale perdrait alors la maîtrise de l'inflation et des anticipations inflationnistes. Du fait d'une accélération du renchérissement, des prestations en argent, tels les salaires, seraient indexées, ce qui accroîtrait l'inertie de l'inflation. Une indexation et une absence d'ancrage des anticipations inflationnistes nuiraient à l'efficacité de la politique monétaire et entraîneraient de fortes fluctuations des taux d'intérêt, de l'activité économique et de l'emploi.

Une leçon erronée de la crise serait donc de tolérer des taux d'inflation plus élevés, nous en sommes convaincus. La stabilité des prix, qui exclut tant l'inflation que la déflation, est un bien public essentiel. Elle constitue un élément déterminant d'une croissance durable de l'économie, de la prospérité, et notamment de la cohésion de la société.

La Suisse a connu une longue période de faible inflation et de taux d'intérêt nominaux bas; l'expérience qu'elle en a tirée est positive. La Banque nationale s'engage à continuer à garantir la stabilité des prix. Grâce à sa stratégie de politique monétaire, elle dispose de la marge de manœuvre nécessaire pour lutter résolument aussi bien contre l'inflation que contre la déflation.

VI. Conclusion

Mesdames et Messieurs, le pire de la crise économique et financière, qui avait éclaté en été 2007, est maintenant derrière nous. Mais ses répercussions vont nous occuper longtemps encore. Espérons que l'économie suisse retrouvera le chemin d'une croissance durable. Dans l'intervalle, la Banque nationale reste confrontée à de grands défis. La Direction générale est prête à les relever avec humilité, mais aussi avec confiance et détermination. Pour ce faire, nous ne pouvons une fois de plus nous passer de l'engagement sans faille de chaque collaboratrice et collaborateur de la Banque nationale. Nous remercions nos actionnaires de leur appui constant et de l'intérêt qu'ils portent à l'activité de l'institut d'émission.