

Embargo jusqu'au 4 novembre 2010, 18h00

Politique monétaire par gros temps

Jean-Pierre Danthine
Membre du Directoire
Banque Nationale Suisse

Apéritif Marché Monétaire
Genève, 4 novembre 2010

Introduction

Mesdames et Messieurs, permettez-moi de vous souhaiter la bienvenue à cet apéro du marché monétaire, un événement que la Banque Nationale Suisse (BNS) organise tous les six mois depuis maintenant près de quatre ans.

Comme vous le savez tous, ces quatre dernières années ont été caractérisées par des transformations radicales du paysage économique et financier, tant au niveau mondial qu'au niveau suisse. J'aimerais profiter de l'opportunité qui m'est donnée ici pour, premièrement, vous présenter notre vision de la situation dans laquelle se trouve l'économie helvétique suite à ces transformations, et, ensuite, pour vous décrire les mesures que la BNS a introduite dans sa politique pour faire face à cette nouvelle donne. Ces mesures sont constituées de l'utilisation d'outils de politique monétaire dits non-conventionnels, d'une adaptation des instruments de politique monétaire et de propositions d'un cadre régulateur visant à diminuer le problème posé par les banques dites « too big to fail ».

Situation économique actuelle

J'aimerais donc commencer par vous décrire dans les grandes lignes la situation économique prévalent actuellement en Suisse. Pour cela, un retour sur la conjoncture mondiale s'impose.

Force est de constater, Mesdames et Messieurs, que trois ans après les premiers signes de la crise et deux ans après l'effondrement de Lehman Brothers, une nouvelle économie mondiale est en train d'émerger. En surface pourtant peu de choses semblent avoir changé! En effet, le Fonds monétaire international (FMI) prévoit 4.8% de croissance mondiale pour 2010 et 4.2% pour 2011, soit en moyenne le même taux que celui ayant été observé durant les cinq ans précédents la crise. Toutefois, la comparaison s'arrête là pour deux raisons: premièrement, parce que ces prévisions sont inhabituellement incertaines et surtout, deuxièmement, parce qu'une incroyable hétérogénéité de situations se cache derrière ces simples chiffres.

Pour la plupart, voire pour l'ensemble des marchés émergents, la crise est passée et les niveaux des PIB sont actuellement plus élevés qu'avant la crise. Ce n'est pas le cas pour les économies occidentales ou pour le Japon. Aux Etats-Unis, par exemple, on s'interroge encore sur la possibilité d'un « double-dip » ou de l'émergence de la déflation. De plus, la crise a laissé des blessures profondes dans les économies occidentales : des dettes publiques et privées élevées, des taux de chômage importants, des vulnérabilités dans les secteurs bancaires et des marchés immobiliers déprimés.

Ces handicaps condamnent-ils la croissance ? Nous ne le pensons pas. En effet, nous anticipons toujours une croissance modérée de l'économie mondiale. Ces anticipations correspondent au scénario principal de la BNS et du FMI. Ce scénario est toutefois fragile et parsemé de dangers, ce qui induit un sentiment de vulnérabilité et, en conséquence, une volatilité importante des marchés. Ainsi, depuis notre appréciation de la situation économique et monétaire de juin, l'activité économique aux Etats-Unis et en Asie a plutôt ralenti. Même si ce ralentissement a été partiellement compensé par le dynamisme de l'économie européenne (celui de l'Allemagne en particulier), nous avons revu nos prévisions de croissance légèrement à la baisse.

Dans ce contexte, nous pouvons dire que l'économie suisse se démarque positivement. Même si les dernières statistiques du SECO montrent que la crise a été plus profonde que nous l'avions initialement estimé, la croissance depuis lors a été plus dynamique que ce que nous montraient les premiers chiffres à notre disposition. Entre le troisième trimestre 2009 et le second trimestre 2010, l'activité économique réelle s'est rapprochée de son potentiel. Le redressement a été particulièrement significatif dans l'industrie, un secteur durement touché par la récession de 2009. Toutefois, les autres secteurs ont également profité de ce dynamisme et la croissance de l'activité a eu un impact favorable sur le marché du travail. Le chômage a atteint un pic de 4.2%, soit significativement en dessous de nos craintes. Il est depuis redescendu à un niveau de 3.5%. De plus, le PIB suisse a dépassé son niveau d'avant la crise, ce qui constitue un cas presque unique parmi les économies développées. Pour 2010, nous estimons que le PIB réel va croître d'environ

2.5%, ceci essentiellement grâce à la performance réalisée au cours de la première moitié de cette année.

Toutefois, la forte appréciation du franc, couplée avec l'affaiblissement de la croissance mondiale, devrait agir comme un puissant frein et entraîner un ralentissement marqué de la croissance dans la deuxième moitié de cette année et au début de l'année prochaine. En conséquence, nous anticipons une performance pour l'année prochaine nettement plus faible que celle de cette année.

Qu'en est-il de l'inflation ? Nous estimons qu'elle est sous contrôle (cf. graphique 1). Sous l'hypothèse d'un taux Libor à trois mois inchangé, la BNS s'attend à un taux d'inflation de 0.7% en 2010, de 0.3% en 2011 et de 1.2% en 2012. Nous ne pouvons pas exclure que l'inflation puisse être temporairement négative au début de 2011. Toutefois, ces prévisions sont sujettes à caution à cause de la grande incertitude qui règne actuellement sur l'économie mondiale.

Je tiens encore à ajouter que si les risques baissiers sur la conjoncture se matérialisaient et se traduisaient par un danger de déflation, la BNS prendrait alors toutes les mesures nécessaires pour garantir la stabilité des prix. Elle l'a déjà fait au cours des deux dernières années en utilisant des mesures de politique monétaire non-conventionnelles, mesures que j'aimerais maintenant vous présenter.

Mesures de politique monétaire non-conventionnelles

Comme vous le savez sans doute, les mesures de politique monétaire non-conventionnelles ont été le sujet à la mode dans le monde des banquiers centraux aux cours des derniers trimestres. Elles le sont d'ailleurs toujours dans les zones monétaires les plus importantes au niveau mondial.

Ces mesures sont nées de l'impossibilité qu'ont les banques centrales de baisser leurs taux directeur en dessous de zéro. Elles ont pour but d'injecter des liquidités directement dans l'économie et/ou d'appliquer des pressions baissières sur les taux longs sans passer par l'outil traditionnel du taux directeur à court terme.

Les mesures non-conventionnelles constituent un élément important de la politique monétaire suisse depuis octobre 2008 et elles ont eu un impact significatif sur notre bilan (cf. graphique 2). Elles se composent de swaps de devises, d'opérations de repo à long terme, d'achats d'obligations privées et d'interventions sur le marché des changes.

Les swaps de devises ont constitué la majeure partie des mesures non-conventionnelles en 2009. Ce n'est plus le cas actuellement car les swaps ont été éliminés progressivement du bilan à mesure que leur date d'expiration arrivait à échéance dès lors que leur renouvellement n'était plus justifié. Les opérations de repos à long terme ont disparu pour les mêmes raisons. Les achats d'obligations privées ont culminé il y a une année, en septembre 2009, à une valeur nominale légèrement supérieure à 3 milliards de francs suisses. A cette époque, le marché des crédits en Suisse s'était stabilisé et les primes de risques étaient retournées à des niveaux normaux. Les opérations d'achat ont donc été interrompues. La BNS a profité des conditions favorables sur le marché des crédits et de l'appétit du marché pour les obligations privées manifeste pendant l'été 2010. Elle a ainsi liquidé son portefeuille d'obligations domestiques qui était la conséquence des opérations non-conventionnelles.

Les interventions sur le marché des changes ont été la dernière et la plus discutée des mesures non-conventionnelles utilisée par la BNS. Les premières interventions ont eu lieu en mars 2009. A l'époque, la BNS avait réduit sa bande-cible du Libor à entre 0.0% et 0.75% avec pour objectif la partie inférieure de cet intervalle. La marge de manœuvre du taux Libor, qui est l'instrument traditionnel de politique monétaire, était donc concrètement épuisée. L'achat de devises constituait alors un instrument alternatif pour lutter contre le risque de déflation.

Avant de juger de l'efficacité des interventions sur le marché des changes, j'aimerais souligner, Mesdames et Messieurs, que cette évaluation doit nécessairement se faire en termes du mandat de la BNS. Ce dernier consiste à garantir la stabilité des prix. Dans le contexte de la crise économique, garantir la stabilité des prix signifiait écarter le risque de déflation!

Ce mandat a été rempli grâce à notre politique monétaire expansive. Nous n'avons pas observé de déflation en Suisse et les prévisions d'inflation indiquent que les prix seront stables dans les prochains trimestres. De plus, la santé actuelle de l'économie suisse peut être considérée comme satisfaisante lorsqu'on la compare avec la situation de nos voisins ou avec les scénarios qui nous préoccupaient l'année passée. Les faits nous fournissent donc des preuves *prima facie* que les mesures de politique monétaire non-conventionnelles ont été une réussite.

Aller plus loin dans l'analyse requiert de passer des faits concrets à des hypothèses non observées. En d'autres termes, répondre à la question : que se serait-il passé si la BNS n'était pas intervenue ? Laissez-moi simplement vous dire que ce pas ne peut être franchi qu'avec une grande modestie car nous n'avons qu'une connaissance très partielle du fonctionnement de l'économie en général et du marché des changes en particulier.

La conséquence la plus visible de nos interventions sur le marché des changes est l'augmentation de notre bilan, en particulier de nos réserves de change. Cette augmentation implique des risques de change significativement plus élevés pour la BNS. Il est vrai que les développements des marchés ont conduit à des pertes comptables importantes sur les positions de changes pour la BNS à ce moment de l'année.

La BNS n'est cependant pas une banque commerciale dont on doit mesurer la performance à sa capacité à générer des profits. Je le souligne encore une fois, une banque centrale doit être évaluée à sa capacité de remplir son mandat, qui est d'assurer la stabilité des prix. Pour une banque commerciale, les pertes sont des « profits négatifs » ; pour une banque centrale, les pertes sont des coûts qui peuvent être la conséquence de la réalisation de son mandat. La plus grande contribution au bien-être général que peut apporter une banque centrale est d'assurer la stabilité des prix.

En ce qui concerne les coûts, il est important de répéter que l'évaluation mensuelle ou trimestrielle de nos réserves de change n'apporte que peu de contenu informationnel. Il est aussi futile de critiquer les interventions sur la base des pertes mensuelles ou trimestrielles qu'il serait de les célébrer sur base de gains à la fin d'un mois ou d'un

trimestre. C'est clairement sur le moyen et le long terme que l'on peut évaluer correctement les conséquences financières de nos interventions. Des interventions qui sont, je le répète encore une fois, uniquement motivées par la conduite de la politique monétaire et notre mandat d'assurer la stabilité des prix, pas par des considérations financières.

Les mesures de politique monétaire non-conventionnelles ont donc permis à la BNS de remplir son mandat. Toutefois, elles ont également conduit à injecter un montant important de liquidités dans l'économie. Cet afflux de liquidité a changé la donne pour la BNS et l'a menée à utiliser de nouveaux instruments pour la conduite de la politique monétaire. Ce sont sur ces nouveaux instruments et leurs buts que Sébastien Kraenzlin reviendra plus en détails après mon intervention.

Elaboration des mesures pour faire face à la problématique « too big to fail »

Mesdames, Messieurs, pour terminer mon exposé, je souhaiterais dire quelques mots sur une des dernières actions à laquelle la BNS a activement collaboré afin de s'adapter à la nouvelle donne économique mondiale : l'élaboration des mesures pour faire face au problème des institutions dites « too big to fail ». Ces mesures doivent permettre de diminuer les risques que les banques d'importance systémique font courir à l'économie suisse. La BNS souhaite donc que ces mesures soient adoptées au plus vite.

En effet, comme la récente crise financière mondiale l'a clairement montré, la faillite d'une de nos deux grandes banques constituerait un risque majeur pour l'économie suisse. Une telle faillite mettrait en péril la stabilité du système financier et affecterait indirectement toutes les branches de l'économie réelle. En cas de crise, l'Etat ne pourrait donc pas se permettre de laisser disparaître un acteur dont le maintien des fonctions d'importance systémique n'est pas assuré. Comme vous le savez, la problématique « too big to fail » est particulièrement aiguë en Suisse. En effet, le bilan des deux grandes banques représente encore environ quatre fois le PIB national.

Les mesures proposées par le groupe d'experts, dont la BNS faisait partie, concernent quatre domaines : les fonds propres, l'organisation, les liquidités et la répartition des

risques. Premièrement, le groupe d'experts propose d'augmenter significativement les fonds propres des banques d'importance systémique. Il propose de diviser ces fonds propres en trois « couches » : la première pour maintenir les activités normales des banques, la seconde pour absorber d'éventuelles pertes et la troisième pour la gestion des crises et pour inciter les banques à diminuer leur importance systémique.

Une des innovations proposées par le groupe d'experts est de permettre l'usage d'obligations convertibles contingentes ou « CoCo bonds ». Ces titres constituent des obligations au sens traditionnel du terme mais ils ont la particularité d'être transformés en capital propre au moment où ce dernier tombe en dessous d'un seuil minimum.

La première couche de fonds propres devra être composée d'actions à hauteur de 4.5% des actifs pondérés par le risque, la seconde de 5.5% d'actions et de 3% de CoCos et la dernière couche de 6% de CoCos. Soit un total de 19% de fonds propres répartis entre 10% d'actions et 9% de Cocos (cf. graphique 3).

La deuxième mesure proposée par le groupe d'experts concerne l'organisation des grandes banques. Elle impose d'adopter des mesures organisationnelles permettant d'assurer les services indispensables des banques, même en temps de crise. Ces services touchent les domaines des paiements, des dépôts et des crédits. Dans le cas où une banque prendrait des mesures organisationnelles qui dépasseraient les attentes des autorités, elle pourrait bénéficier d'un rabais en termes de fonds propres.

Ces deux exigences principales sont complétées par des prescriptions plus strictes en matière de liquidités ainsi que par une limitation des interdépendances et de la concentration des risques dans le secteur financier.

En cas de crise, c'est-à-dire si une banque descend au dessous d'un minimum de fonds propres, cette dernière serait alors réorganisée pour garantir les services indispensables. Les CoCos bonds seraient transformés en actions pour garantir le capital nécessaire aux nouvelles entités.

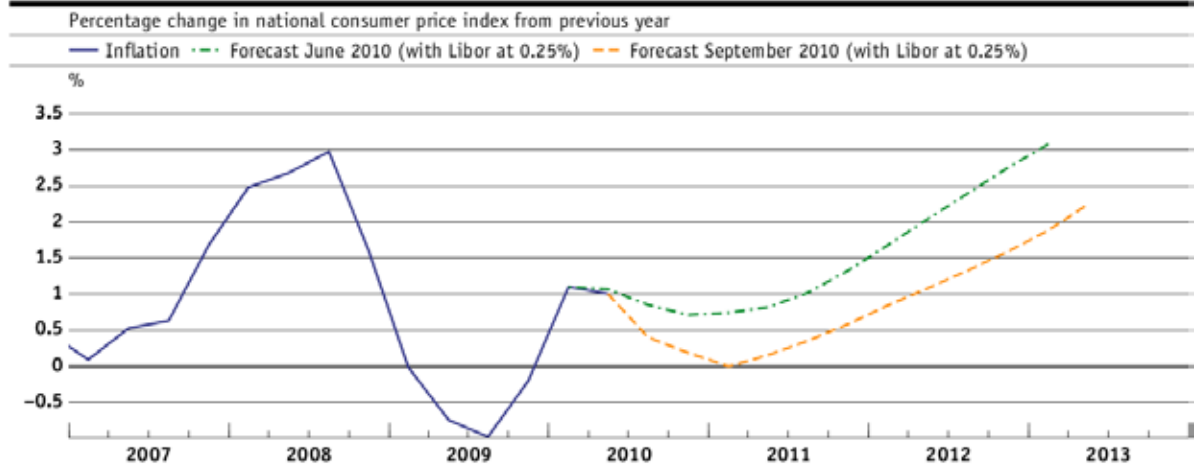
Je terminerai en vous disant que les mesures proposées s'inscrivent dans la ligne des normes internationales prescrites par le comité de Bâle. Elles vont cependant au-delà des

normes décidées à Bâle cet été, lesquelles ne prenaient pas encore en compte la problématique du « too big to fail ». Celle-ci étant particulièrement aiguë en Suisse, il est naturel que notre pays impose des mesures plus strictes pour diminuer encore les risques et les coûts potentiels du problème posé par les institutions « too big to fail ».

Nous sommes convaincus que les mesures proposées par le groupe d'experts, dans lequel les grandes banques elles-mêmes étaient représentées, sont raisonnables et de nature à réduire significativement le problème posé par les institutions « too big to fail » en Suisse. La solution envisagée est innovante, cohérente, et elle repose sur une logique impeccable. Elle a en particulier le mérite d'impliquer les créditeurs. En cas de faillite, les créditeurs sont normalement mis à contribution. En contrepartie on peut s'attendre à ce qu'ils jouent un rôle de surveillance de l'entreprise qu'ils financent. L'impossibilité de laisser faillir une institution « too big to fail » est avant tout un avantage « indû » accordé aux créditeurs lesquels, assurés de ne pas être mis à contribution, perdent tout intérêt à suivre et à discipliner l'entreprise qu'ils financent. Les Coco bonds corrigent cette faille majeure dans la gouvernance bancaire tout en apportant le cas échéant les fonds nécessaires pour permettre le maintien des fonctions essentielles de la banque en cas de difficultés. La présence de ces fonds soulagent d'autant l'Etat et les contribuables. Mais la partie incitative de la solution proposée implique que l'effet attendu dépasse ce seul effet de substitution. Au total, l'effet sur l'économie sera positif car à la fois l'économie réelle, le secteur public et le secteur financier devraient profiter d'une plus grande stabilité des grandes banques suisses.

Graphique 1

Conditional inflation forecast of June 2010 and of September 2010

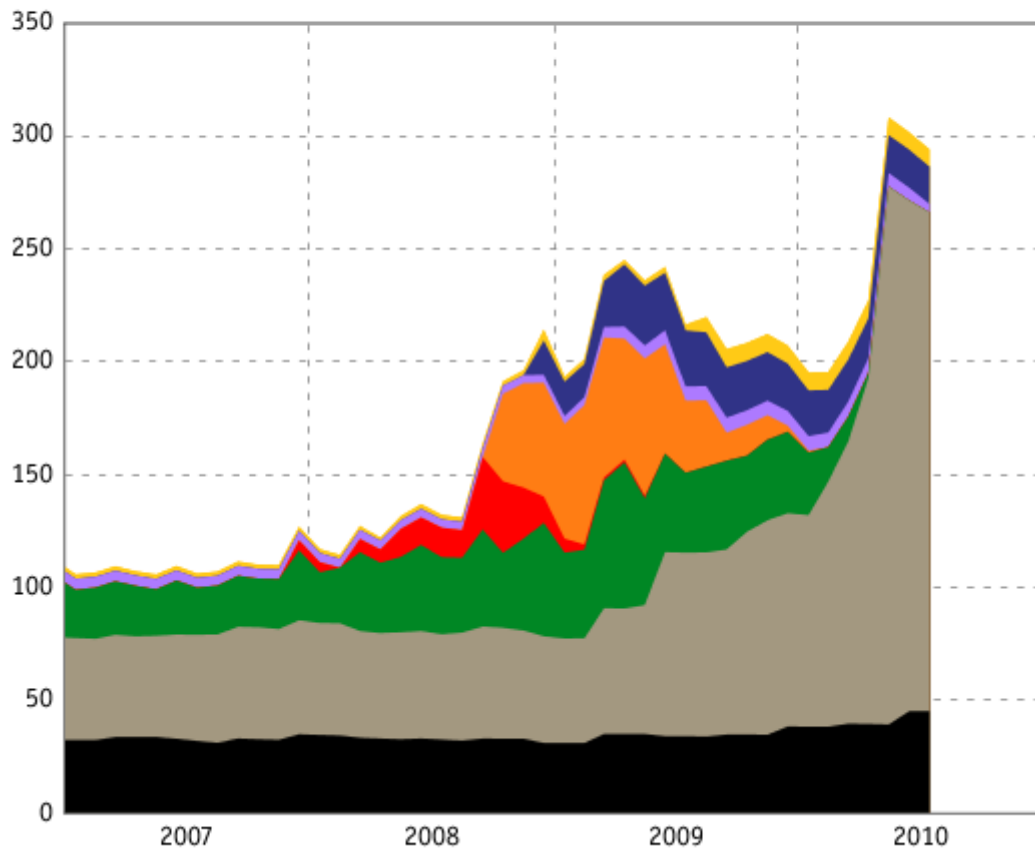


Graphique 2

SNB Assets

- Gold and claims from gold transactions
- Foreign currency investments
- Claims from Swiss franc repo transactions
- Claims from US Dollar repo transactions
- Balances from swap transactions against Swiss francs
- Swiss franc securities
- Loan to stabilisation fund
- Other assets

bn CHF



Source: SNB

Graphique 3

New Capital requirements

