

Embargo jusqu'au 18 mars 2010, 18h 00

Le calme après la tempête?

Jean-Pierre Danthine
Membre de la Direction générale
Banque nationale suisse

Apéritif «Marché monétaire»
Zurich, le 18 mars 2010

I. Rétrospective

Nous sortons d'une crise économique et financière majeure. La destruction de valeur constatée depuis deux ans et demi pourrait bien égaler les pertes enregistrées pendant la Grande Dépression. Les enseignements que nous tirerons de cette période de notre histoire devraient nous rendre plus avisés. Ils modifieront profondément notre compréhension de la finance et de la macroéconomie ainsi que, il faut l'espérer, le comportement des acteurs du marché, et engendreront un ordre économique mieux structuré. Aujourd'hui, j'aimerais revenir, dans un premier temps, sur certains des principaux événements survenus depuis le dernier apéritif «Marché monétaire», lequel coïncidait également avec le tournant de la crise financière. J'aborderai ensuite les perspectives et l'avenir proche tel que la Banque nationale suisse (BNS) le perçoit. Enfin, j'évoquerai brièvement deux des défis les plus urgents à relever: l'abandon des mesures non-conventionnelles de politique monétaire et la révision de la réglementation financière.

Examinons d'abord le secteur immobilier américain, car c'est là que tout a commencé. Les prix de l'immobilier résidentiel américain ont augmenté sans commune mesure pendant une longue phase de taux d'intérêt bas, de primes de risque faibles, de volatilité contenue et d'optimisme économique général. Cette situation a duré jusqu'à la fin 2006, lorsque la bulle a éclaté. Les pertes de patrimoine enregistrées dans le secteur de l'immobilier résidentiel entre le sommet et le creux du cycle sont impressionnantes, puisqu'elles avoisinent les 7 000 milliards de dollars des Etats-Unis¹. Il s'agit en partie de pertes comptables, tous les acteurs n'étant pas arrivés sur le marché à son apogée. Ces pertes ont été partiellement absorbées par les ménages eux-mêmes, mais le solde reste à la charge des intermédiaires financiers. A ce jour, les amortissements réalisés au niveau international par le secteur financier, y compris les pertes effectives provenant de l'immobilier résidentiel – sans toutefois s'y limiter – sont estimés à 1 700 milliards de dollars². Ce chiffre n'est d'ailleurs pas définitif, comme le montrent les derniers résultats publiés par certains des principaux établissements financiers dans le monde. Les exemples de crises immobilières sont nombreux dans un passé récent, notamment en Suisse au début des années 1990. La crise actuelle, toutefois, se distingue de par son ampleur et son caractère international. Ces deux caractéristiques sont intimement liées, l'expansion rapide des crédits hypothécaires *subprime* et la mondialisation des instruments financiers basés sur des hypothèques ayant amené des capitaux internationaux au secteur immobilier américain. Ces capitaux ont, dans un premier temps, contribué à gonfler la bulle immobilière, ce qui explique pourquoi la crise s'est ultérieurement propagée aux marchés financiers internationaux, avant de se muer en crise économique planétaire. Un rapide calcul indique que les pertes de revenus pourraient s'élever à 10% du PIB mondial au minimum. Nous avons certes échappé à une nouvelle

¹ Source: statistique «Flow of Funds» de la Réserve fédérale américaine, Datastream.

² Source: Bloomberg.

Grande Dépression, mais en fin de compte, les pertes de revenus au niveau international ont probablement dépassé celles liées à la crise de 1929.

Depuis le dernier apéritif «Marché monétaire» il y a un an, le système financier international s'est relevé alors qu'il menaçait de s'effondrer et les conditions se sont nettement améliorées sur les marchés financiers. Une reprise économique timide s'est amorcée. D'une façon générale, le creux de la vague a été atteint au premier trimestre de 2009 sur le front financier, et vraisemblablement un ou deux trimestres plus tard sur le front économique. Les mesures exceptionnelles des politiques budgétaire et monétaire ont sans aucun doute contribué à cette évolution. Les données représentatives pour 2009 montrent une reprise solide sur les marchés des actions, une certaine accalmie sur les marchés monétaires, une baisse des écarts de rendement et un regain d'activité au niveau des émissions d'obligations d'entreprise. Il convient de signaler également que contrairement à d'autres Etats, la Suisse n'a connu aucun resserrement du crédit (*credit crunch*).

Dans notre pays comme ailleurs, l'adoption d'une politique monétaire très expansionniste a été une des mesures principales face à la crise. Ainsi, entre octobre 2008 et mars 2009, la BNS a considérablement abaissé la marge de fluctuation du Libor, poursuivant *de facto* une politique de taux zéro. En mars 2009, ne disposant plus de marge de manœuvre au niveau des taux d'intérêt, la Banque nationale a adopté des mesures dites non-conventionnelles, afin d'assouplir encore davantage la politique monétaire. Ces mesures ont pu revêtir trois formes différentes: des pensions de titres à plus long terme, des achats d'obligations émises par des débiteurs privés suisses et des achats de devises.

Aujourd'hui, l'économie suisse se trouve dans une posture relativement favorable, d'un point de vue international. Le PIB a progressé pendant deux trimestres consécutifs; l'inflation est de nouveau positive, sans exercer de pression haussière excessive. Le risque de déflation, qui, l'année dernière, constituait l'une des principales menaces, s'atténue mais n'a pas encore disparu. L'emploi ne diminue plus et le chômage semble se stabiliser. Le secteur suisse des exportations, fortement affecté par la crise, demeure fragile. L'activité économique a été soutenue par la consommation intérieure (privée et publique) et par la construction. Même si, en 2009, le taux de croissance du PIB (-1,5%) a été le plus bas qu'ait connu l'économie helvétique depuis 1975, il s'est avéré nettement supérieur à celui observé dans la plupart des pays développés. Arrêtons-nous un instant sur le fait remarquable que la croissance de la consommation privée en Suisse soit restée positive pendant presque toute cette période de turbulences. Ce résultat exceptionnel peut s'expliquer en deux mots: immigration et prudence. On peut également y ajouter un troisième facteur, à savoir le maintien à un niveau élevé du revenu disponible en termes réels, grâce à la forte croissance enregistrée avant la crise et à un marché du travail plus solide qu'on ne le craignait. L'immigration récente a été l'un des moteurs de la consommation. Mais même la consommation par habitant n'a pas fléchi durant la crise. Tout ceci s'explique très simplement: pendant la crise, les consommateurs helvétiques ont pu

ponctionner l'épargne tranquillement accumulée avant l'arrivée de la tempête. Il s'agit là non seulement d'un comportement exemplaire, mais également d'une leçon à retenir pour l'avenir, tant par les ménages que par les entreprises et les pouvoirs publics. Ce message peut être formulé de différentes façons, mais permettez-moi de dresser un parallèle avec un classique de la littérature française: «La cigale et la fourmi» de Jean de la Fontaine. Dans cette fable, la cigale, qui n'avait constitué aucune réserve durant le merveilleux été précédant la crise, «se trouva fort dépourvue quand la bise fut venue». Le fait que, dans une telle situation, la fourmi de la fable ait pu se montrer peu encline à prêter à la cigale chanteuse accroît encore davantage le réalisme de cette analogie.

II. Environnement actuel et perspectives à court terme

Et maintenant? Le bateau n'a pas encore rejoint le port et l'évaluation relativement positive du paragraphe précédent n'est en rien définitive. Tout d'abord, la consommation privée pourrait faiblir si les conditions sur le marché du travail devaient s'améliorer dans une moindre mesure que ce que l'on prévoit actuellement, ou même se détériorer de nouveau. La principale question à ce sujet est si l'économie suisse va réussir à réintégrer rapidement les 60 000 personnes touchées par le chômage partiel. Les derniers développements ont été encourageants. Or, la situation sur le marché du travail est tributaire d'une reprise durable dans les secteurs axés sur les marchés internationaux, qui représentent 60% de l'économie. Ce constat est d'ailleurs confirmé par les différences observées au niveau de la reprise actuelle entre les Etats-Unis et la Suisse: alors que dans l'économie américaine, l'embellie profite, pour le moment, surtout aux grandes entreprises – les petites n'ayant probablement qu'un accès limité au crédit – cette tendance n'est pas réellement marquée en Suisse. Elle l'est toutefois davantage entre les entreprises à vocation principalement exportatrice et celles qui sont tournées vers le marché intérieur. La capacité des exportateurs helvétiques à continuer de rediriger leurs efforts vers des régions plus dynamiques de l'économie mondiale, comme les pays émergents d'Asie, pourrait constituer un test crucial. L'Asie est, en effet, la région qui se remet le mieux de la crise sur le plan mondial. Il apparaît donc clairement que les partisans d'une version raisonnable de l'hypothèse du découplage l'emportent dans le débat à ce sujet.

Au niveau international, les pressions inflationnistes devraient rester modérées dans la plupart des pays. Dans les économies développées, l'inflation globale devrait augmenter et s'écarter des niveaux quasiment nuls de 2009, tout en demeurant faible en 2010. En Suisse, la courbe de l'inflation à court terme sera fortement influencée par les récentes fluctuations du prix du pétrole et par les effets de base consécutifs. Elle devrait néanmoins rester positive en 2010, après avoir affiché un taux négatif de -0,5% en 2009. En supposant que la politique monétaire soit maintenue, les prévisions de la BNS montrent que l'inflation atteindra 0,7% cette année. Toujours selon ces prévisions, l'inflation augmentera à nouveau début 2011, pour s'établir à 2% au premier semestre de 2012.

III. Les futurs défis en matière de politique

1. Stratégies de sortie

Pour la Banque nationale, le retour à la normale ne pose pas de problème conceptuel particulier. Les mesures non-conventionnelles mises en œuvre pour combattre la crise actuelle ont partiellement modifié la nature des liquidités créées. Celles qui résultent des pensions de titres et des swaps de change sont provisoires: elles se résorbent automatiquement lorsque les transactions ne sont pas renouvelées. Par contre, les liquidités générées par les achats de devises et d'obligations en francs suisses sont de nature plus permanente. L'émission régulière de Bons de la BNS depuis octobre 2008 a doté la Banque nationale d'un outil lui permettant de résorber les liquidités. Le prochain intervenant, mon collègue Dewet Moser, se focalisera sur les aspects plus techniques de la stratégie de sortie; aussi me contenterais-je de préciser que nous disposons d'une boîte à outils appropriée. La question qui se pose n'est donc pas comment, mais simplement quand? Il est difficile de savoir quand engager un resserrement de la politique monétaire, car le laps de temps qui s'écoule entre l'adoption d'une telle mesure et ses effets sur l'inflation est long et variable: Il convient donc de peser attentivement les risques encourus. Ainsi, si la décision est prise à un stade trop précoce, l'économie pourrait ne pas être encore en mesure de la supporter, mais si elle arrivait trop tardivement, elle pourrait laisser le champ libre à d'éventuelles pressions inflationnistes. Il n'existe aucune recette miracle, d'autant que nous raisonnons au niveau d'une économie agrégée, c'est-à-dire en termes de moyennes. Cela signifie notamment que pour certains secteurs de l'économie, une décision tardive pourrait encore se révéler prématurée. Il est cependant certain que l'actuelle politique monétaire expansionniste ne pourra être maintenue indéfiniment sans engendrer de risque d'inflation. C'est pourquoi les ménages et les entreprises devraient se préparer au retour dans le futur de taux d'intérêt plus élevés, accompagnés de cours de change résultant des forces du marché. C'est la marche normale des affaires. Aussi tous les intéressés devraient-ils abandonner les mauvaises habitudes acquises lors de périodes exceptionnelles, et se souvenir qu'ils sont finalement responsables de la viabilité à long terme de leurs décisions et de leurs opérations.

2. Réglementation en vue d'un système financier plus sûr

C'est dans ce domaine que nous devons tirer le plus d'enseignements des événements récents et nous adapter. Il y aurait beaucoup à dire, mais je me contenterai de souligner trois idées simples qui bénéficient d'un consensus général, comme l'ont souligné le G20 et le Conseil de stabilité financière (CSF).

Premièrement, il ne s'agit pas d'un jeu opposant, d'un côté, les banques centrales, les régulateurs et les gouvernements, et de l'autre, les banques ou leurs managers et le secteur financier. L'enjeu consiste ici à élaborer un ordre économique optimal, compatible avec les règles d'une économie de marché, et propice à la création de valeur. L'un des principaux enseignements de cette crise financière est que la structure du système n'était pas appropriée. La spéculation, la prise de risques importants et des rémunérations élevées

n'ont, en soi, rien de répréhensible tant que les responsables assument pleinement les conséquences de leurs actes; en particulier, tant que les contribuables sont tenus à l'écart. Il est évident que notre système financier n'a pas rempli cette exigence: dans les pays développés du G20, les fonds publics injectés dans le secteur bancaire sont, à ce jour, évalués à 3,4% du PIB³! Cela constitue la limite inférieure pour les risques assumés par le secteur public, ceux-ci étant plus proches de 25% du PIB dans les principaux pays occidentaux, comme l'a récemment estimé Jean-Claude Trichet⁴. Il n'existe absolument aucun motif économique, et encore moins moral, justifiant que des individus puissent bénéficier de salaires ou de rendements élevés quand les affaires sont florissantes, alors que le secteur public doit leur venir en aide dès que surgissent des difficultés. Dans un monde idéal, il incomberait désormais au secteur financier, bien plus qu'aux régulateurs, de proposer des changements envisageables, impliquant impérativement une plus grande part de responsabilité des principaux acteurs, notamment des managers et des créanciers. Selon la créativité dont nous ferons preuve dans la recherche de solutions, les établissements financiers devront réduire leur taille et être moins enclins à prendre des risques. Pour les managers, cela doit s'accompagner, au minimum, de bonus liés à la performance à long terme de leur entreprise. On pourrait logiquement envisager d'aller plus loin, car le principe même de la responsabilité limitée constitue la première source réelle d'asymétrie. Au-delà d'un certain niveau de rémunération et de prise de risque, il conviendrait, dans l'absolu, d'envisager un système qui ressemblerait à un partenariat ou qui impliquerait une responsabilité individuelle complète. Le fait qu'une telle solution soit probablement trop ambitieuse justifie d'autres formes plus *ad hoc* de réglementation. Les actionnaires ont, en général, largement fait les frais de la crise, ce qui n'est pas le cas des créanciers. C'est dans ce domaine qu'il y a le plus à faire pour corriger les incitations (des niveaux d'endettement très élevés devraient inquiéter d'abord les créanciers, puis les régulateurs) et protéger les contribuables. Par définition, les banques dépendent fortement du crédit. Il est donc évident, d'un point de vue conceptuel, que les créanciers devraient intervenir avant les contribuables, lorsque surviennent des difficultés. Ce serait normalement le cas dans une procédure de faillite, mais si le rôle crucial des banques et de certains établissements financiers nous empêche d'aller aussi loin, nous devons trouver d'autres solutions pour amener les créanciers à être affecté avant qu'il ne soit fait appel aux contribuables. Pour ce faire, il faudrait anticiper les conséquences d'une faillite (*living wills*) et/ou convertir automatiquement une part importante des dettes bancaires en fonds propres.

Deuxièmement, ces réflexions n'abordent le problème de la stabilité financière qu'à travers une approche individuelle des établissements. Or, nous savons désormais que cela ne suffit pas: l'approche microprudentielle doit être complétée par une perspective macroprudentielle, c'est-à-dire un système qui encourage les établissements bien gérés à

³ Source: Fonds monétaire international (FMI), 2010, «Lessons and Policy Implications from the Global Financial Crisis», *IMF Working Paper* 10/44.

⁴ Source: Jean-Claude Trichet, entretien dans *The Wall Street Journal*, janvier 2010.

opérer de telle sorte qu'ils ne compliquent pas encore la tâche de ceux qui connaissent déjà des difficultés, notamment dans les périodes de crise. Le problème est évident; la solution adéquate l'est nettement moins. A l'heure actuelle, les régulateurs évoquent un provisionnement dynamique (*dynamic provisioning*) ou des exigences en matière de fonds propres liées à la phase du cycle. L'idée principale est que les régulateurs pourraient se montrer plus conciliants en cas de turbulences, afin de laisser à chaque établissement une plus grande marge de manœuvre. En contrepartie, les exigences générales (p. ex. les règles d'adéquation des fonds propres) seraient logiquement plus strictes pendant les périodes de croissance. Naturellement, Jean de la Fontaine arguerait qu'il est ici tout simplement question d'une «bonne gestion» et que toute réglementation devrait être superflue !

Troisièmement, il importe de comprendre qu'il n'existe aucune solution ou structure parfaite. Cela signifie que nous devons être pragmatiques et attaquer le problème sous ses différents angles. Certaines propositions de réglementation sont intéressantes, car elles vont droit au problème (dette convertible ou *contingent capital*); d'autres le sont moins (p. ex. les exigences relatives à la taille), mais nous devrions accepter cette situation en attendant d'avoir une idée plus précise du problème majeur.

Pour finir, j'aimerais ajouter quelques mots sur les rémunérations: l'idée (peu populaire en ce moment) que le secteur financier contribue fortement à la création de valeur à l'échelon national, et celle que cela explique le haut niveau des rémunérations dans cette branche sont peut-être fondées. Mais les banquiers doivent aussi convaincre et, pour ce faire, être honnêtes quant à leurs sources de revenus: ceux-ci découlent-ils vraiment d'une productivité ou plutôt d'un niveau d'endettement élevés? Je pense que les rendements et les bénéfices devraient être calculés à moyen et long terme, et correctement adaptés en fonction du risque et du niveau d'endettement. Par exemple, lorsque l'on utilise le taux de rendement des fonds propres pour mettre en avant l'efficacité d'un établissement, il faudrait tenir compte également du niveau d'endettement, sous peine de se rendre coupable de fraude intellectuelle.

IV. Conclusion

Nous venons de vivre plusieurs mois d'intenses turbulences sur les marchés financiers nationaux et internationaux. Les grandes tempêtes qui ont frappé en 2008 et au premier semestre de l'année suivante ont faibli au second semestre de 2009. Un certain calme est revenu, mais le vent continue de souffler. Les années à venir apporteront leur lot de changements. La priorité sera donnée à un retour à la normale au niveau des politiques budgétaire et monétaire. Mais il sera tout aussi important de tirer les leçons de cette période troublée et de s'attaquer résolument aux défauts qui ont été identifiés dans le système financier.

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
SWISS NATIONAL BANK

Calmer waters after the storm?
Jean-Pierre Danthine
18 March 2010

Calmer waters after the storm?

Jean-Pierre Danthine
Member of the Governing Board
Swiss National Bank

Money Market Event
18 March 2010, Zurich

2

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
SWISS NATIONAL BANK

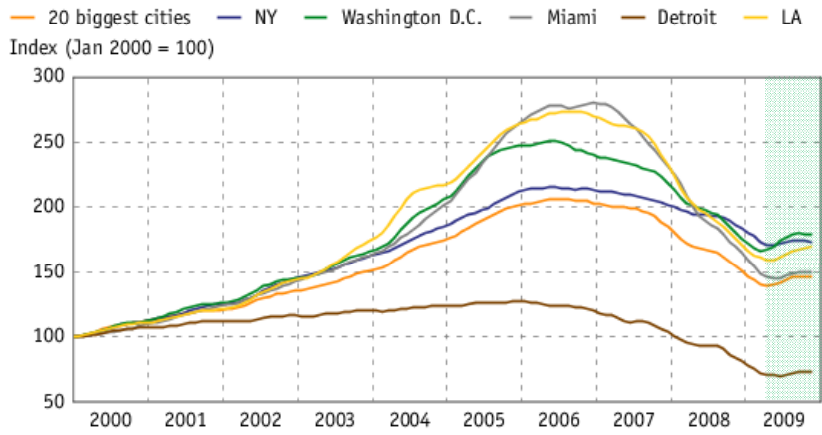
Calmer waters after the storm?
Jean-Pierre Danthine
18 March 2010

Calmer waters after the storm?

1. Looking backward:
 - Financial facts since March 2009
 - Monetary Policy
 - The 'real' economy
2. Looking forward: sustainability?
3. Challenges
 - Exit
 - Towards a safer system

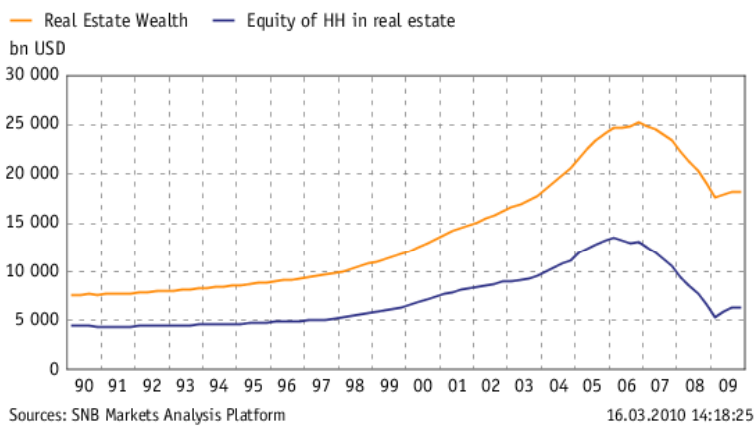
Real estate market: Signs of stabilisation

Case Shiller house prices



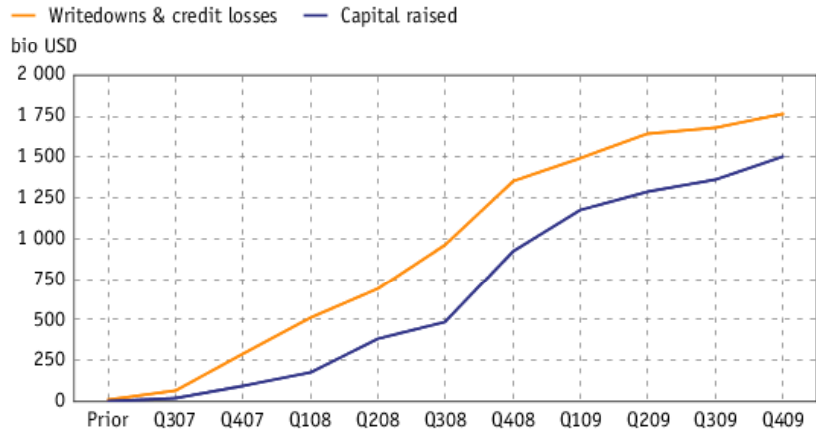
US households: Aggregate writedowns

Losses for Households



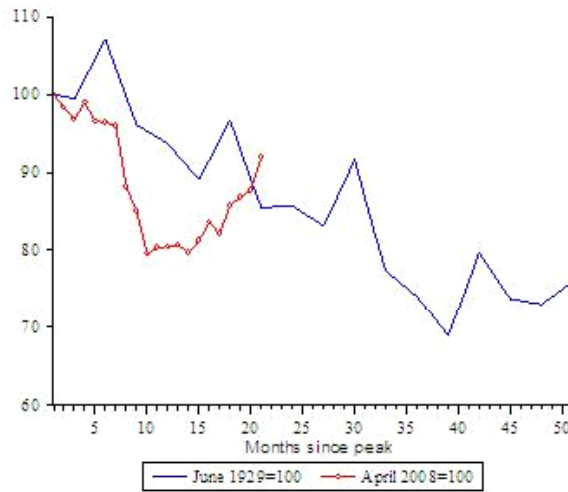
World banking system: writedowns

Worldwide writedowns & capital raised (cumulative)



Sources: SNB Markets Analysis Platform, Bloomberg 18.03.2010 11:22:15

Worst for a long time, but not a 'Great Depression'

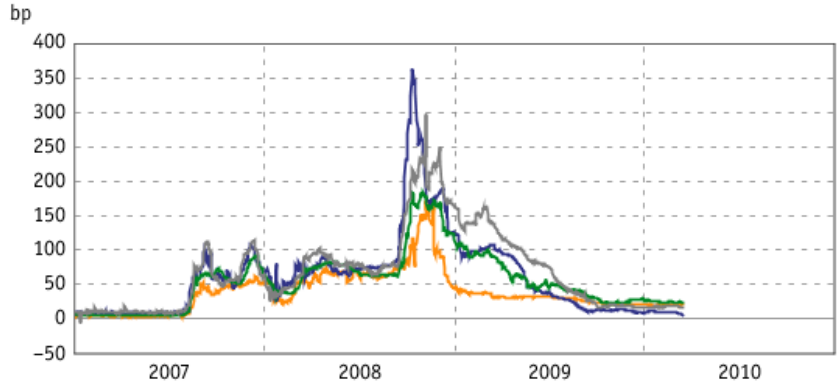


Source: B. Eichengreen, O'Rourke (2010)

Money market in calmer waters

Risk premium money market

- CHF Libor 3M - TOIS swap 3M
- EUR Euribor 3M - Eonia swap 3M
- USD Libor 3M - OIS swap 3M
- GBP Libor 3M - Sonia swap 3M



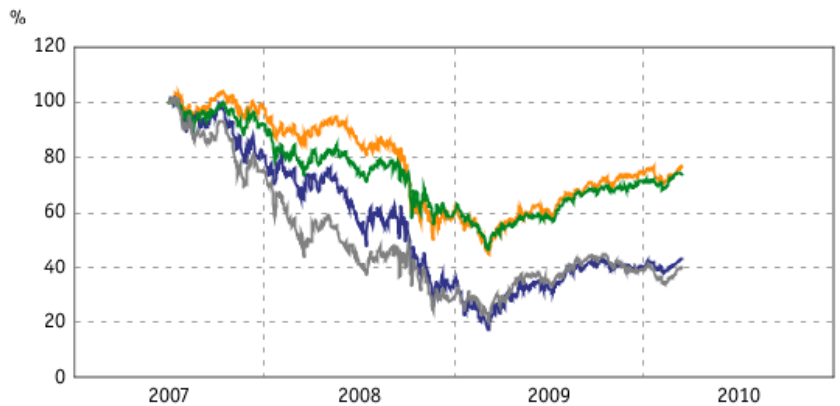
Sources: SNB Markets Analysis Platform, Bloomberg

16.03.2010 06:38:14

Recovery in financial markets

Stock Price Development Switzerland and USA

- S&P 500
- S&P 500 - Financials
- SMI
- SMI - Financials

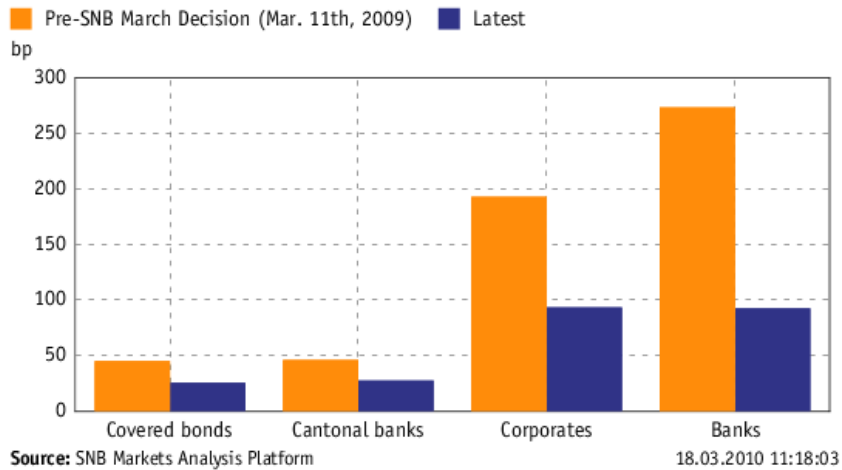


Source: SNB Markets Analysis Platform

16.03.2010 16:24:16

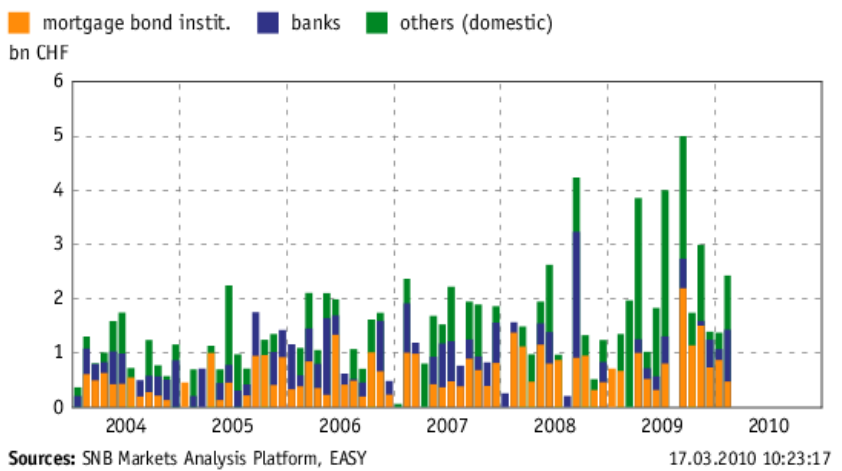
Lower long-term spreads

Evolution of Credit Spreads



Lively CHF bond issuance

CHF bond market - Swiss issuers

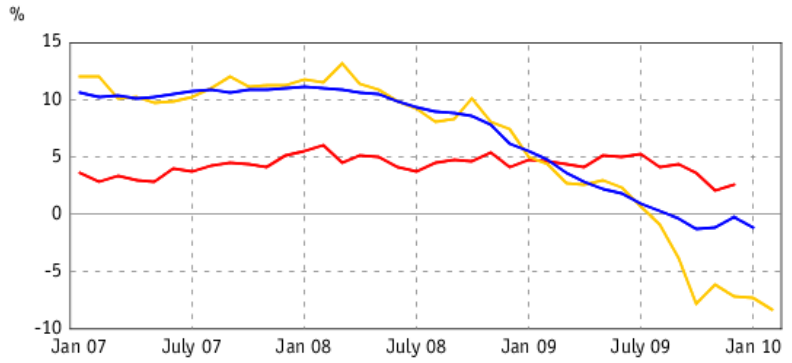


No credit crunch in Switzerland

Credit Growth International Comparison

Bank Credits to Private Sector, monthly data, yoy change

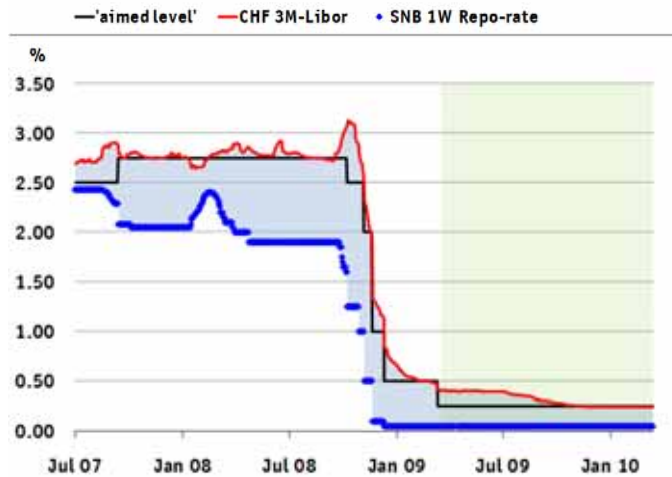
— Switzerland — USA — EU



Sources: BNS, BCE and Réserve fédérale

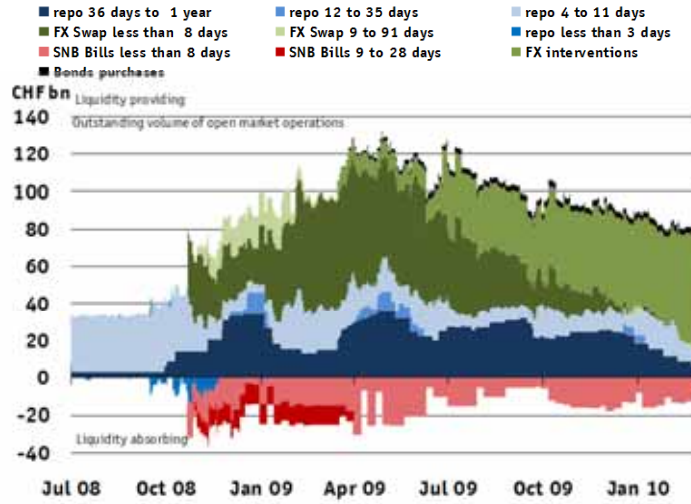
16.03.2010 16:24:15

'Conventional' monetary policy measures support recovery...

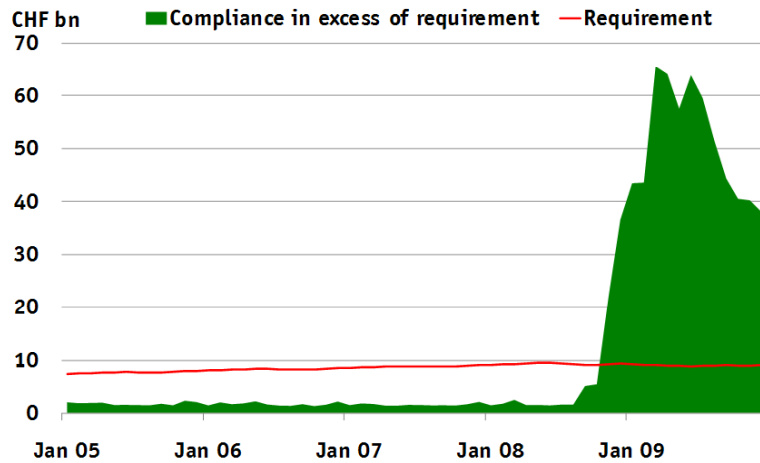


Source: SNB

...as well as 'unconventional' monetary policy measures



Abundance of liquidity

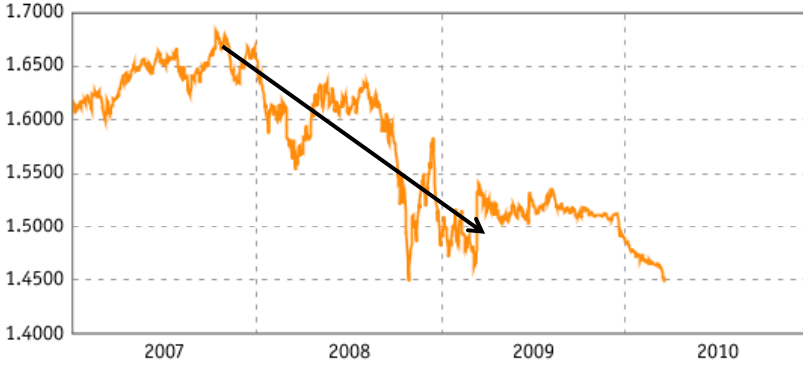


Euro-Swiss franc during the crisis

EURCHF

— EURCHF

price



Sources: SNB Markets Analysis Platform, Bloomberg

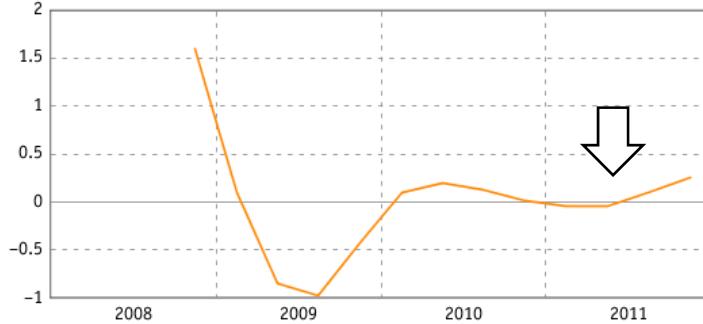
18.03.2010 06:42:21

Decreasing deflationary risk

SNB Inflation Forecast

— 2009Q1

%

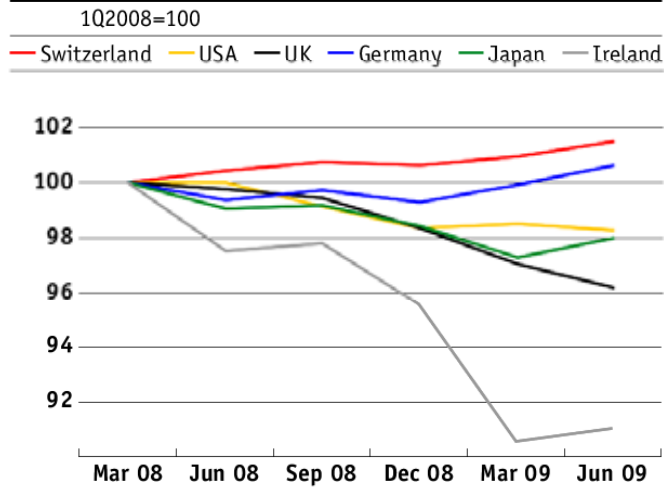


Source: SNB Markets Analysis Platform

17.03.2010 10:06:35

Switzerland: consumption strength

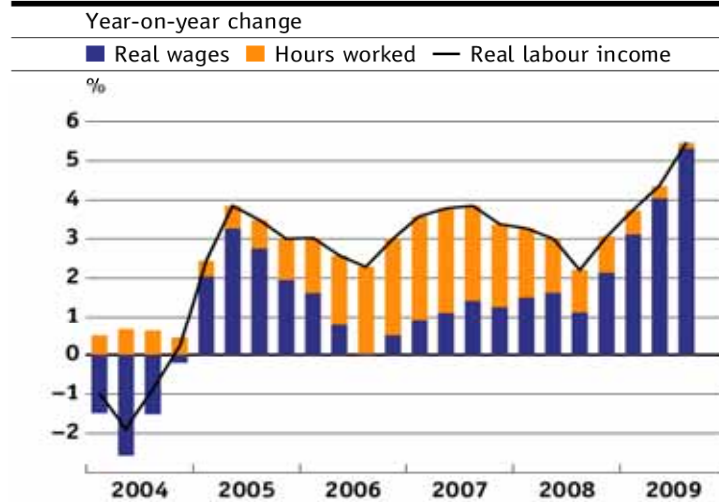
Real Consumption Development



Source: SNB

...due to increased disposable income

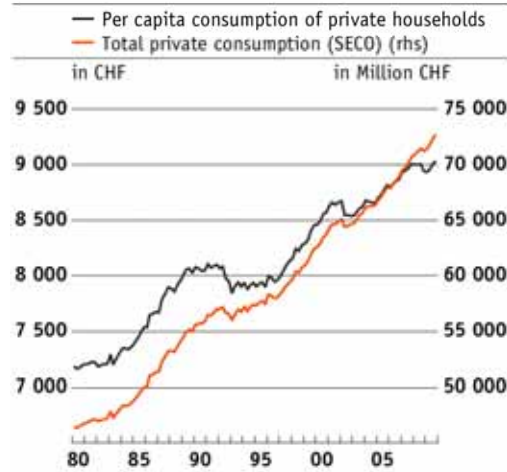
Real labour income, national accounts



Source: SNB

... demographics

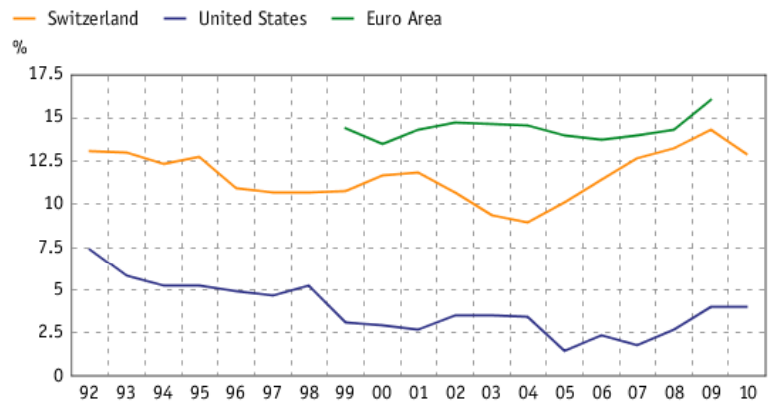
Real Consumption
 In levels, sa



Source: SNB

... and a decrease in savings

Household Saving Rates



Source: SNB Markets Analysis Platform

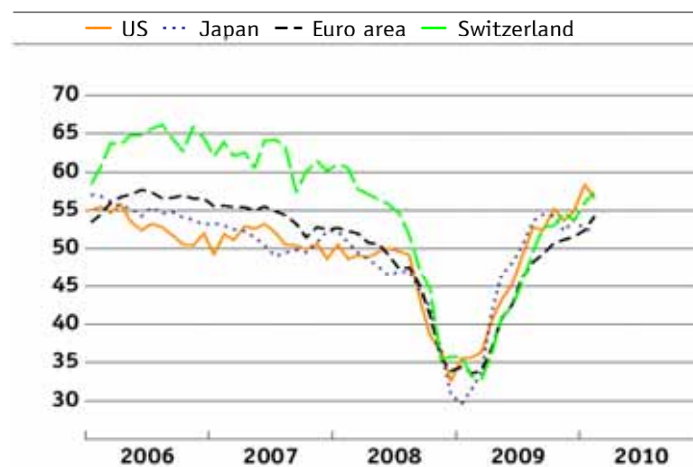
17.03.2010 10:16:00

2. Looking forward

- Room for moderate optimism
- Consumption and the labour market
- Exports and developments in emerging markets

Business confidence returns

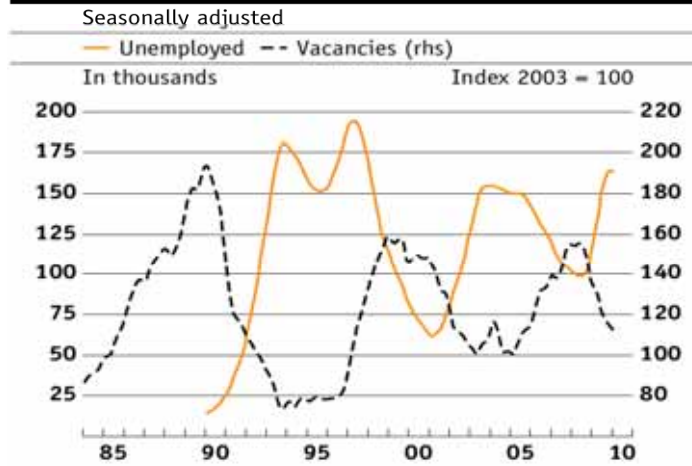
Purchasing managers' indices (manufacturing)



Source: SNB

Consumption dependent on labour market

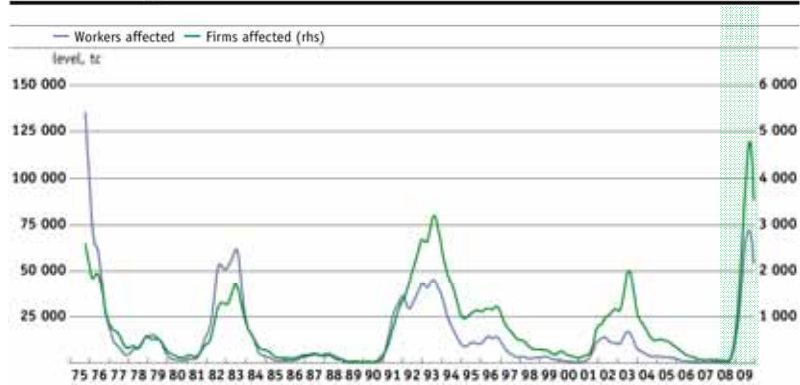
Unemployment and vacancies (SECO)



Source: SNB

Short-time work

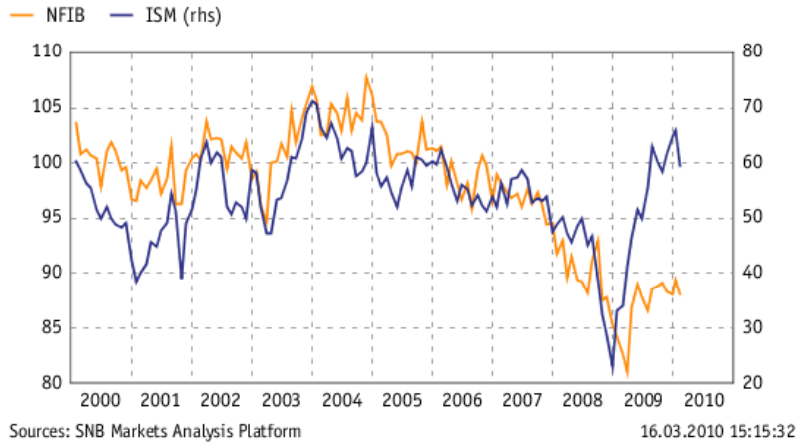
Short-time working



Source: SNB

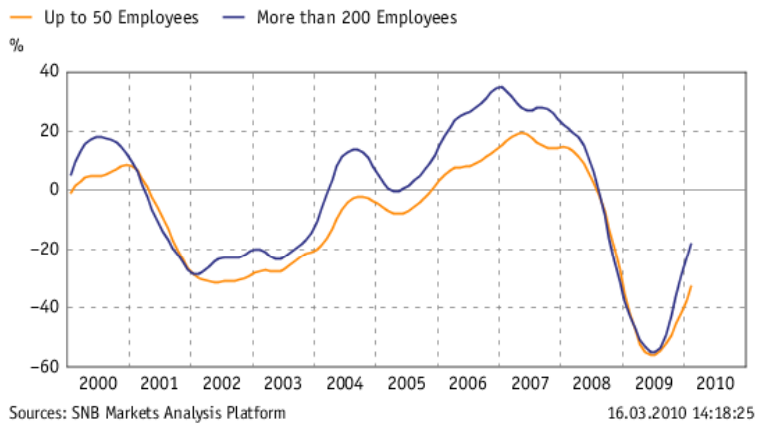
Heterogenous US recovery ...

US Business Condition



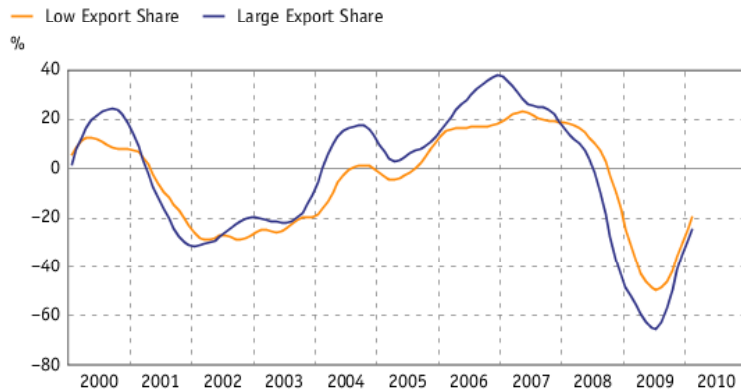
... less so in Switzerland

Business Development by Company Size (Switzerland)



.. exporters more upbeat

Business Development by Export Share

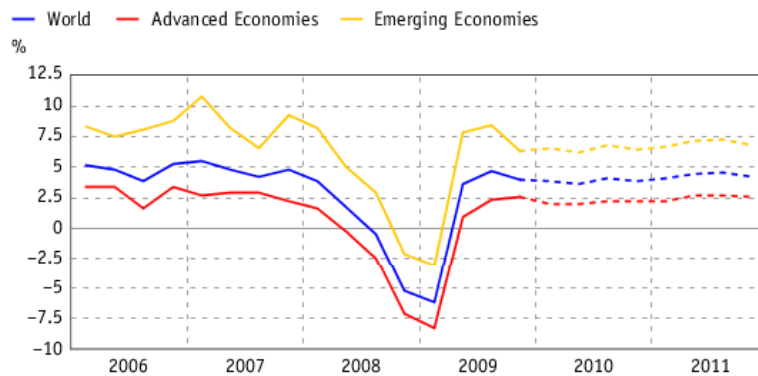


Sources: SNB Markets Analysis Platform

16.03.2010 14:18:26

Global: 'Decoupling revisited'

Global GDP Growth
 qoq, annualized

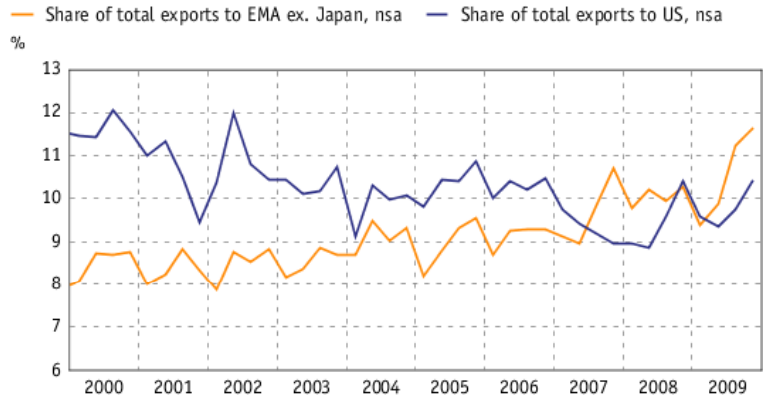


Sources: IMF, SNB Markets Analysis Platform

09.03.2010 08:38:15

Switzerland: 'Decoupling revisited'

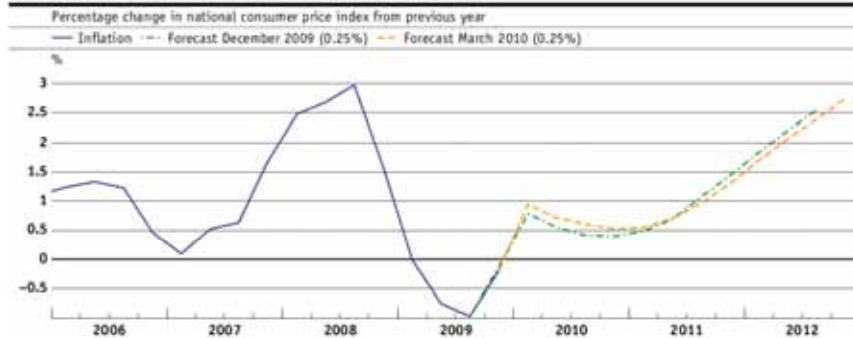
Swiss Export Shares



Source: SNB Markets Analysis Platform 17.03.2010 11:06:57

SNB inflation forecast

Inflation forecast of December 2009 with Libor at 0.25% and of March 2010 with Libor at 0.25%



3. Challenges: normalisation strategies

- No conceptual or practical difficulty
- 'Temporary' liquidity measures will automatically not be renewed
- The SNB Bill, as an instrument to withdraw liquidity, may play an increasingly important role
- Right timing is essential

Challenges: Regulation

- It should not be a game of 'us' against 'them'
- Designing a financial system compatible with the rules of a market economy and favorable to value creation
- Those who take risks must have more at stake; taxpayers out of the equation!

Regulation

- Managers: bonuses paid as a function of long run performance
- Shareholders: higher capital requirements
- Creditors must come into play before the taxpayer:
 - Convertible debt
 - Living will

Regulation

- Macro-prudence vs micro-prudence: pro-cyclical capital requirements
- Market design limiting contagion: Central clearing for derivatives (and possibly other instruments)
- No silver bullet: pragmatism is required

Conclusions

- A form of calm is back but we have not yet reached the shore
- SNB is maintaining its expansionary monetary policy
- Learning our lesson and designing a better (more efficient) & safer system