

Exposé

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



Embargo

jusqu'au 16 janvier 2014,
18 heures

Un nouveau rôle pour les banques centrales? Zürcher Volkswirtschaftliche Gesellschaft

Thomas J. Jordan

Président de la Direction générale*

Banque nationale suisse

Zurich, 16 janvier 2014

© Banque nationale suisse, Zurich 2014 (exposé tenu en allemand)

* L'auteur remercie Peter Kuster pour sa précieuse contribution à la rédaction du présent exposé. Ses remerciements s'adressent également à Katrin Assenmacher, à Rita Kobel, à Thomas Moser, à Attilio Zanetti et aux services linguistiques de la Banque nationale suisse.



Mesdames et Messieurs,

La prospérité d'un pays dépend principalement de la manière dont les différents acteurs assument leur rôle et leurs responsabilités. Ce constat vaut pour les acteurs du secteur privé, mais aussi pour les institutions de l'Etat.

Les acteurs du secteur privé doivent sans cesse réexaminer leur rôle et leur modèle d'affaires à l'intérieur du cadre réglementaire, et s'adapter en conséquence pour pouvoir s'affirmer à long terme sur le marché. C'est pour eux l'unique moyen d'être à même de créer et de garantir des emplois ainsi que des revenus à la population. Cette tâche est loin d'être aisée si l'on considère les changements radicaux survenus au cours des dernières années, tant dans la réglementation que dans l'environnement économique.

Aujourd'hui, mon intention n'est cependant pas de m'entretenir avec vous sur le rôle futur d'autres parties ni sur leurs défis, mais plutôt de regarder dans le miroir. Après la crise financière et celle de l'endettement, les banques centrales ne doivent-elles pas elles aussi reconsidérer leur rôle de manière fondamentale, voire le réinterpréter? Bien sûr, contrairement aux acteurs du secteur privé opérant au sein d'une économie, les banques centrales sont liées par le mandat que leur a assigné le législateur. Mais dans la plupart des pays, ce mandat est intentionnellement formulé de manière assez générale même si, d'ordinaire, il est axé principalement sur le maintien de la stabilité des prix.

Comme l'ont montré ces dernières années, les banques centrales disposent d'une grande marge de manœuvre dans la mise en œuvre de leur mandat. En réponse à la crise, elles ont d'abord abaissé les taux d'intérêt à un niveau proche de zéro, puis assoupli davantage leurs politiques monétaires au moyen d'instruments novateurs. Parallèlement, les banques centrales ont dû octroyer au système bancaire d'importantes aides extraordinaires sous forme de liquidités afin d'assurer la stabilité financière. Aussi la somme de leurs bilans atteint-elle aujourd'hui une ampleur que nous n'aurions pu imaginer par le passé. En outre, nombre d'entre elles se sont vu confier des compétences supplémentaires dans le domaine de la stabilité financière, mais aussi de nouvelles tâches.

Les turbulences provoquées par la crise financière mondiale ne se sont pas non plus arrêtées aux portes de notre pays. La Banque nationale suisse (BNS) a donc elle aussi été contrainte de s'engager en terre inconnue. Pendant la crise, il a d'abord fallu garantir le fonctionnement du marché monétaire en francs, puis stabiliser la première banque suisse. Par la suite, l'appréciation extrême du franc a fait planer une menace sur le cœur même de notre économie, générant un risque de déflation. La BNS s'est attelée à la tâche sans tarder: elle a injecté des liquidités, a créé SNB StabFund, est intervenue sur le marché des changes et a introduit le cours plancher. Notre bilan est du reste un indicateur attestant l'intensité de notre action. Fin 2006, avant que n'éclate la crise, la somme de notre bilan s'inscrivait à un peu plus de 100 milliards de francs. Elle atteint aujourd'hui près de 500 milliards. Dans le domaine de la stabilité financière, la BNS assume également quelques nouvelles tâches, notamment sur le

plan macroprudentiel. Les mesures les plus connues en la matière sont assurément le volant anticyclique de fonds propres et la détermination des banques et des fonctions d'importance systémique.

Dans leur rôle de «pompiers», les banques centrales ont, dans l'ensemble, obtenu des résultats probants jusqu'ici. Elles ont réussi à éviter un effondrement de l'économie mondiale et à assurer la stabilité des prix. De plus, dans de nombreux pays, elles ont soutenu le système bancaire aux côtés des gouvernements. Cela a aussi permis de gagner un temps précieux qui devrait être utilisé à maints égards pour résoudre les problèmes sous-jacents. On compte au nombre des mesures à prendre à cette fin dans de multiples Etats des réformes structurelles bien pensées dans le domaine économique, ainsi qu'un vaste assainissement des finances publiques.

L'envers de ce succès des banques centrales est qu'il risque d'éveiller l'impression que traiter les problèmes structurels à la racine est tout à fait inutile. Plus précisément, une telle illusion pourrait être formulée ainsi: après avoir tant fait pour sauver l'économie et le système financier de l'effondrement, les banques centrales devraient dorénavant garantir une croissance économique durable, un niveau élevé de l'emploi, des taux d'intérêt faibles et un marché immobilier robuste.

De telles attentes sont excessives et extrêmement dangereuses. Les banques centrales seraient alors contraintes d'assumer des tâches pour lesquelles elles n'ont ni les compétences nécessaires ni les instruments adéquats. De surcroît, cela pourrait inciter d'autres acteurs à se décharger de leurs responsabilités, ce qui risquerait de prolonger la crise, mais ne la résoudrait en aucun cas. Sur le plan politique, il peut s'avérer opportun d'éluder les problèmes au lieu de rechercher des solutions. Mais à long terme, l'addition serait exorbitante, tant pour l'économie que pour la société.

Que peuvent entreprendre les banques centrales face à des attentes irréalistes? Elles peuvent par exemple proclamer activement et sans ambiguïté quel est leur rôle et où se situent leurs limites. Dans cette perspective, je vous invite à un bref tour d'horizon en ce tout début d'année.

Je commencerai par éclairer quelques aspects choisis de la politique monétaire en mettant l'accent sur son orientation à long terme. Puis j'aborderai le domaine de la stabilité financière. Les conclusions que nous tirerons de ces éclaircissements devraient finalement permettre de répondre à la question, évoquée dans le titre de mon exposé, concernant le rôle des banques centrales. Chaque nation présentant ses propres spécificités, il m'est bien entendu impossible de parler au nom de toutes les banques centrales. Aussi me cantonnerai-je à la Suisse et à la Banque nationale. Comme dans d'autres branches d'activité, les évolutions à l'étranger ont des répercussions sur la Suisse et, partant, sur la BNS au travers des marchés financiers internationaux. Il est donc important pour nous que, dans les autres pays aussi, les bons jalons soient posés à cet égard pour les banques centrales.

Rôle de la politique monétaire quasiment inchangé

Pour commencer, je vais aborder le rôle des banques centrales dans la politique monétaire. A mon avis, leur mandat principal ne devrait en rien changer. Dans sa définition actuelle, le mandat de politique monétaire de la BNS reste convaincant. Celle-ci a pour mission, en sa qualité de banque centrale indépendante, d'assurer la stabilité des prix tout en tenant compte de l'évolution de la conjoncture. La loi sur la Banque nationale nous laisse une grande flexibilité dans la mise en œuvre. Cette souplesse nous a largement aidés à conserver notre capacité d'action pendant la crise, et ce même dans des conditions extrêmes. Lorsque les taux se sont rapprochés de zéro, nous avons pu recourir rapidement et avec détermination à de nouveaux instruments, même si ces derniers présentaient des risques considérables pour notre bilan. Il nous a ainsi été possible d'accomplir notre mandat et d'assurer la stabilité des prix. Comment aurions-nous pu introduire le cours plancher et le faire prévaloir de manière crédible si la loi nous avait imposé des restrictions concernant notre bilan?

L'importance cruciale de la stabilité des prix a longtemps été incontestée. Mais la crise a de nouveau alimenté, à différents égards, le débat déjà ancien portant sur l'objectif «optimal» de la politique monétaire.

Premièrement, afin de prévenir de nouvelles crises financières à l'avenir, certains se demandent s'il ne faudrait pas définir de manière plus large la stabilité des prix et prendre en considération les prix des actifs, en plus des prix à la consommation. Ce serait, à mon sens, une conclusion erronée. Certes, il est vrai qu'une banque centrale ne peut et ne doit pas négliger l'évolution des prix des actifs, notamment ceux de l'immobilier. Mais elle ne devrait pas s'efforcer de les stabiliser à l'aide de l'instrument des taux d'intérêt si cela risque de constituer un conflit avec la stabilité des prix. Dans un tel cas, nous devons donc recourir à des instruments macroprudentiels pour endiguer les excès sur le marché immobilier. J'y reviendrai plus tard, lorsque j'évoquerai le rôle de la banque centrale dans le domaine de la stabilité financière.

Je passe maintenant au deuxième aspect abordé dans le cadre du débat sur l'objectif de la politique monétaire: d'autres se demandent si les objectifs d'inflation fixés par la plupart des banques centrales ne sont pas trop faibles. Ils prétendent que des objectifs d'inflation plus élevés entraîneraient, en temps normal, une hausse des taux d'intérêt nominaux, ce qui augmenterait la marge de manœuvre de la politique monétaire conventionnelle, car les taux de référence mettraient davantage de temps à se rapprocher de la barre de 0%. Ce raisonnement ne me semble pas non plus convaincant. Si l'on considère l'histoire de la lutte contre l'inflation, il est assez audacieux de croire que l'on pourrait s'affranchir d'anticipations inflationnistes fermement ancrées pour les arrimer tout simplement au niveau supérieur souhaité. De plus, une inflation accrue s'accompagne généralement de fluctuations plus importantes. Il faudrait alors comparer les coûts plus élevés qui découleraient de cette inflation plus forte et plus instable avec l'avantage présumé. Or, il semble que ce dernier serait bel et bien faible. En effet, il s'avère qu'un taux de référence quasiment nul n'est pas un

obstacle infranchissable pour la politique monétaire. Par ailleurs, on peut se demander si la marge de manœuvre offerte par des taux d'intérêt nominaux supérieurs d'un ou deux points aurait suffi à éviter le problème d'un taux de référence proche de zéro pendant la crise.

J'en viens au troisième aspect. D'autres encore proposent de compléter le critère de la stabilité des prix par des indicateurs supplémentaires, par exemple l'emploi et la croissance. Ces derniers sont bien entendu des données économiques centrales. Notre mandat ne les ignore pas puisqu'il tient compte de l'évolution de la conjoncture. Toutefois, des exigences concrètes en matière de croissance et d'emploi nourrirait des attentes que la BNS ne pourrait durablement satisfaire. La politique monétaire doit au contraire viser, en fonction de la conjoncture, à réduire les risques les plus importants et à désamorcer les situations extrêmes pour l'économie. Un exemple éloquent en la matière a été la très forte appréciation du franc à l'été 2011: nous y avons répondu, comme chacun le sait, en introduisant le cours plancher.

Cependant, la politique monétaire ne convient pas au réglage fin de l'économie. L'expérience a en effet montré qu'il est impossible de mener une politique monétaire répondant de manière immédiate et nuancée à une fluctuation conjoncturelle donnée. La politique monétaire ne peut pas non plus remplacer une politique de croissance durable, une politique fiscale équilibrée, un marché de l'emploi performant ou un commerce mondial ouvert. Elle n'est pas à même d'assumer toutes les responsabilités. Il importe de ne pas engendrer d'illusions à cet égard.

Il ne suffit pas de parler, il faut agir

Outre le débat sur ce que doit être l'objectif de la politique monétaire, la crise en a nourri un autre, sur la communication optimale. Il est incontestable que le droit du public à être informé est d'autant plus essentiel que les mesures de politique monétaire sont exceptionnelles. En effet, de telles mesures peuvent avoir des effets redistributifs différents de ceux d'une politique monétaire menée avec des instruments conventionnels. Par conséquent, toute banque centrale recourant à de tels outils a l'obligation d'exposer de manière transparente pourquoi ceux-ci sont indispensables à l'accomplissement de son mandat.

Les motifs des décisions de politique monétaire et le commentaire qui les accompagnent doivent être aussi clairs que possible. Les intervenants sur les marchés, les acteurs de l'économie et les responsables politiques doivent pouvoir comprendre la politique monétaire et son cheminement. La BNS y attache une grande importance, et, partant, s'efforce d'expliquer en détail les raisons de ses décisions de politique monétaire et d'entretenir un dialogue suivi avec le public. Cela dit, en termes de transparence, «plus» ne signifie pas nécessairement «mieux». Il est des circonstances où la transparence peut même être contre-productive.

La question de la publication des procès-verbaux des séances de la Direction générale de la Banque nationale sur la politique monétaire illustre parfaitement ce constat. Il convient à ce propos de prendre en considération la situation particulière de la Suisse. En effet, se composant de seulement trois personnes, la Direction générale est une très petite instance de

décision par rapport à celles d'autres banques centrales. De plus, elle a coutume de prendre ses décisions de manière consensuelle. La publication des procès-verbaux conduirait très vraisemblablement à un débat moins ouvert, ce qui nuirait en définitive à la qualité des décisions prises. En outre, prendre une telle mesure dans notre pays ne contribuerait guère à une meilleure compréhension de la politique monétaire par le public. Compte tenu desdites spécificités suisses, nous renonçons donc à publier nos procès-verbaux de séance.

Un autre moyen d'accroître la transparence et, partant, l'efficacité de la politique monétaire serait de fournir des indications sur l'évolution future des taux de référence. La *forward guidance* peut être utile pour certaines banques centrales, mais elle recèle quelques risques et peut semer la confusion sur les marchés, notamment si elle est assujettie à un trop grand nombre de conditions. Comprenez-moi bien: il est tout à fait approprié que des banques centrales expliquent au public les conséquences que certains développements pourraient avoir sur la politique monétaire. Et cela n'a rien de nouveau. En effet, dans le cas de la BNS, la prévision d'inflation conditionnelle, qui est le principal indicateur sur lequel nous nous appuyons pour prendre nos décisions de politique monétaire et constitue un élément important de la communication, permet déjà de tirer certaines conclusions sur l'évolution possible des taux. Pour le moment, nous tenons en outre à souligner qu'en raison du bas niveau de l'inflation et du risque d'appréciation du franc face à l'euro, le cours plancher demeure l'élément central dans la mise en œuvre de la politique monétaire pour le proche avenir.

Comme vous le voyez, la BNS suit très attentivement les débats internationaux sur l'objectif adéquat de la politique monétaire et sur la communication optimale en la matière. Toutefois, en matière de politique monétaire, une banque centrale ne doit pas se rallier aveuglément aux tendances du moment. Au contraire, elle doit agir avec prudence et de discernement. Notre stratégie en la matière a fait ses preuves durant la crise, et rien ne nous incite donc à l'abandonner. Il en va de même pour la communication. Il est clair que cette dernière est confrontée à des exigences particulières en période de crise. Elle doit plus que jamais se concentrer sur les messages essentiels. Ceux-ci doivent être simples et extrêmement clairs, afin d'éviter tout malentendu. Il n'en reste pas moins que les paroles ne suffisent pas toujours. Une banque centrale doit se tenir prête à intervenir. Le début de l'été 2012 nous fournit un bon exemple à ce propos. Alors que la crise de la dette en Europe s'aggravait et que la pression à la hausse sur le franc s'intensifiait sur le marché des changes, nous avons procédé à d'importants achats de devises afin de faire prévaloir le cours plancher avec toute la détermination requise.

Permettez-moi maintenant d'apporter un dernier éclairage sur la politique monétaire. Pendant la crise, les banques centrales ont collaboré étroitement à l'échelle internationale. Ainsi, en 2008, la BNS a participé à une baisse des taux de référence dans le cadre d'une action concertée, conclu des accords de swap en vue d'apaiser les marchés monétaires et entretenu d'intenses échanges de vues avec d'autres banques centrales. Mais cela ne change rien au principe selon lequel la Banque nationale mène une politique autonome dans son propre pays. Collaboration et autonomie ne sont absolument pas contradictoires. Une bonne collaboration

favorise et renforce l'impact des décisions de politique monétaire prises de manière autonome. On peut de nouveau citer l'exemple du cours plancher: s'il est si largement accepté au niveau international, c'est aussi et surtout du fait d'un bon dialogue avec d'autres banques centrales. Et puisque j'évoque l'autonomie et le cours plancher: je tiens à vous préciser que là non plus, il n'y a pas de contradiction. Il est faux d'affirmer, comme le font certains, que le cours plancher réduit notre autonomie en matière de politique monétaire. Bien au contraire, il en est l'expression concrète. Loin de constituer un rapprochement avec l'euro, voire un arrimage à la monnaie unique, il assure à notre pays un cadre monétaire approprié dans un environnement économique qui reste extrêmement difficile. Il faut aussi garder à l'esprit que le franc demeure à un niveau élevé.

Une banque centrale ne peut mener durablement une politique monétaire autonome et adaptée aux besoins de son pays que si elle est indépendante. L'indépendance est donc une autre condition permettant à une banque centrale de conserver en tout temps sa capacité d'action. Elle n'est pas seulement un concept abstrait. Elle donne à la banque centrale la liberté d'agir, si nécessaire, immédiatement, avec détermination et de manière crédible. Mais elle implique aussi la responsabilité d'utiliser cette liberté strictement au sens du mandat légal, et ce quel que soit le climat politique. L'indépendance ne va pas de soi. C'est au contraire un privilège que nous a conféré la Constitution fédérale pour nous permettre d'atteindre durablement l'objectif de la stabilité des prix. En contrepartie, nous avons l'obligation de rendre compte et d'informer de manière circonstanciée le Parlement et le public. La BNS est donc bien ancrée dans notre Etat de droit démocratique. Une autorité qui aurait entièrement carte blanche n'a pas sa place dans une société libre.

La Confédération et les cantons créent un environnement favorable

Mais l'indépendance doit aussi être une réalité concrète. La BNS ne doit ni recevoir d'instructions des autorités politiques ni subir de pressions de l'opinion publique. Son mandat lui prescrit de mener une politique monétaire dans l'intérêt général du pays, en utilisant au mieux ses connaissances et en toute bonne foi. Notre politique monétaire, par sa nature même, ne peut pas satisfaire tout un chacun; une banque centrale indépendante ne doit pas s'en inquiéter.

Le législateur a prévu divers mécanismes en vue de garantir cette indépendance. L'un d'eux est la pratique de répartition du bénéfice prévue par la loi sur la Banque nationale. Nous nous réjouissons de procéder à des distributions en faveur de la Confédération et des cantons. Cependant, nous ne pouvons le faire que dans la mesure où notre bilan et notre résultat annuel le permettent. Comme vous l'avez appris récemment, cette distribution ne pourra avoir lieu au titre de l'exercice 2013. C'est la première fois que ce cas se présente depuis le début de la distribution du bénéfice sous la forme actuelle, soit depuis plus de vingt ans. La règle de répartition, clairement définie dans la loi, s'applique ici, et elle prend en compte l'augmentation inévitable des risques dans notre bilan, qui a découlé des mesures prises en vue de lutter contre la crise. Le législateur accorde une plus grande importance à la solidité du

bilan qu'à la distribution du bénéfice aux actionnaires, à la Confédération et aux cantons. Il aide ainsi la BNS à mener une politique monétaire indépendante, ce qui, dans des périodes difficiles, est particulièrement précieux. Je suis toutefois pleinement conscient que l'absence de distribution peut s'avérer très douloureuse, en particulier pour la Confédération et les cantons, et qu'elle représente un défi. Mais à l'avenir non plus, les distributions ne sont pas garanties, étant donné que nos résultats demeurent soumis à de fortes fluctuations.

Sur un autre plan, la Confédération et les cantons fournissent une contribution encore plus grande à l'indépendance de la politique monétaire. Ils ont en effet utilisé les bonnes années qui ont précédé la crise pour consolider leurs finances. Pendant celle-ci, la Suisse a été l'un des rares pays à ne pas connaître une dégradation massive de ses finances publiques. Des finances publiques saines sont un facteur essentiel pour la compétitivité d'une économie, mais aussi pour la pérennité des assurances sociales et, partant, pour la cohésion nationale. A terme, un endettement excessif peut également compromettre la stabilité des prix et l'indépendance de la politique monétaire, notamment parce que la tentation devient plus forte de maintenir trop longtemps les taux d'intérêt à un niveau très bas.

Permettez-moi de dresser un bilan intermédiaire sur le rôle de la BNS dans la politique monétaire. J'ai la ferme conviction que ni l'actuel mandat de la BNS ni, par conséquent, le rôle fondamental qu'elle assume dans le domaine de la politique monétaire ne devraient en rien changer. Nous devons assurer la stabilité des prix en tenant compte de l'évolution de la conjoncture. C'est un mandat raisonnable et convaincant. Notre définition claire de la stabilité des prix a, elle aussi, fait ses preuves. La BNS assimile à la stabilité des prix une hausse annuelle de moins de 2% de l'indice suisse des prix à la consommation. La déflation, soit une baisse durable du niveau des prix, est elle aussi contraire à l'objectif de stabilité des prix. Nous ne réagissons pas mécaniquement à l'évolution de l'inflation. La grande souplesse dont nous disposons dans l'utilisation de nos instruments et l'accroissement de notre bilan sont en outre des éléments centraux. Ils permettent de lutter rapidement et efficacement contre des bouleversements économiques, comme l'a clairement montré la crise. Les nouveaux instruments de politique monétaire servent uniquement à exécuter notre mandat dans un environnement qui a changé.

Il me semble par ailleurs important que les banques centrales n'assument pas de tâches qui soient impossibles à réaliser avec leurs instruments et qui génèrent des attentes irréalistes et de faux espoirs. Pour que la politique monétaire demeure efficace, il convient de ne pas s'éloigner du mandat relatif à la stabilité des prix. A long terme, les banques centrales ne pourraient que décevoir des attentes trop élevées. Elles perdraient ainsi la crédibilité indispensable à l'accomplissement de leur principale mission, ce qui risquerait d'entraîner une intervention des autorités politiques et remettrait en cause leur indépendance. La prudence s'impose aussi face aux diverses tendances du moment en matière de politique monétaire. Pour ce qui la concerne, la BNS ne se contentera pas de suivre le mouvement. Elle restera sur la voie qu'elle juge adaptée aux besoins de notre pays.

Rôle élargi et nouvelle approche de la stabilité financière

Abordons maintenant la stabilité financière. Un système financier stable est un système dans lequel les acteurs sont en mesure d'exercer leurs fonctions et de résister aux chocs. Il constitue une importante condition de l'essor de l'économie et d'une mise en œuvre efficace de la politique monétaire. Il n'est donc ni étonnant ni nouveau que les banques centrales fournissent une grande contribution à la stabilité financière. Nombre d'entre elles ont d'ailleurs été créées précisément dans ce but, car une banque centrale peut, en temps de crise, jouer le rôle de prêteur ultime (*lender of last resort*) pour prévenir un effondrement du système bancaire.

En Suisse, ce rôle de prêteur ultime incombe à la BNS depuis sa création. La loi sur la Banque nationale révisée il y a un peu plus de dix ans oblige explicitement celle-ci à contribuer, dans le cadre de son mandat, à la stabilité du système financier. Cette notion de «contribution» indique que la stabilité financière est également influencée par d'autres institutions étatiques et qu'elle ne peut jamais être garantie de manière absolue.

Outre ses instruments de politique monétaire, qui se fondent principalement sur les taux d'intérêt, la BNS ne disposait jusqu'à récemment que de deux moyens d'action pour contribuer à la stabilité financière. Elle pouvait d'abord s'appuyer sur la solidité de ses arguments, et tabler sur le fait que les banques et autres acteurs des marchés financiers en tireraient les bonnes conclusions, afin d'éviter une crise. Le principal exemple en la matière est notre Rapport sur la stabilité financière, publié chaque année depuis 2003, dans lequel nous communiquons notre appréciation de la stabilité du secteur bancaire, attirons l'attention sur les tensions et les déséquilibres, et formulons des recommandations. L'autre moyen d'action de la BNS consistait à porter secours à une banque en difficulté, en lui fournissant une aide extraordinaire sous forme de liquidités, si cela s'avérait indispensable au fonctionnement du système financier. Citons à titre d'exemple le soutien apporté à UBS en 2008.

Mieux vaut prévenir que guérir

La crise a mis en évidence, d'une part, qu'il n'est pas facile pour les banques centrales d'identifier à un stade précoce tous les risques et, d'autre part, que leurs mises en garde sont parfois purement et simplement ignorées lorsqu'elles évoquent des risques concrets. La crise a également montré qu'une politique uniquement curative peut s'avérer très coûteuse quand certaines limites ont été franchies. En outre, dans certaines situations, des considérations de politique monétaire empêchent le recours à l'instrument des taux pour garantir la stabilité financière. En Suisse, une telle situation nous est par trop familière depuis quelques années. Les marchés hypothécaire et immobilier présentent des déséquilibres qui constituent un risque pour la stabilité financière. Il serait tout à fait possible d'y faire face en augmentant les taux d'intérêt. Mais l'objectif de la stabilité des prix, qui prime dans la politique monétaire, proscrit tout relèvement des taux dans l'avenir proche.

Il est donc patent que les instruments de politique monétaire, la rhétorique et l'assistance extraordinaire ne suffisent pas à fournir une contribution efficace à la stabilité financière.

C'est pourquoi, suivant le principe qu'il vaut mieux prévenir que guérir, de nouveaux instruments macroprudentiels ont été élaborés à l'échelle internationale, qui visent à renforcer la résilience de l'ensemble du système financier tout en prévenant la formation de déséquilibres sur les marchés des actifs et du crédit.

Il faut toutefois reconnaître que les réserves exprimées par le passé à l'égard d'une approche préventive ne sont pas sans fondement. En effet, une banque centrale ne peut généralement pas se rendre compte de manière exhaustive et en temps réel des déséquilibres qui se développent sur ces marchés, intervenir avec précision et prévenir au bon moment la formation de bulles. Mais ce ne sont pas non plus les objectifs poursuivis à l'aide des instruments macroprudentiels actuels. La politique monétaire est aussi peu appropriée au réglage fin de l'économie que les mesures macroprudentielles le sont à celui des marchés des actifs et du crédit. Il s'agit bien davantage de prévenir, par des interventions relativement limitées, les principaux dysfonctionnements prévisibles et susceptibles de menacer la stabilité financière à l'avenir.

Certes, il existe un large consensus au niveau international sur la pertinence des nouveaux instruments, mais les avis divergent sur le cadre institutionnel à mettre en place pour réglementer leur utilisation. Dans certains cas, de nouvelles instances ont été créées et chargées de la mise en œuvre de ces instruments macroprudentiels. Dans d'autres, c'est la banque centrale qui assume entièrement cette responsabilité. Certains pays sont allés encore plus loin, en confiant également à leur banque centrale la surveillance microprudentielle des banques. De même que pour l'aspect institutionnel, les mesures et instruments mis en œuvre dans les différents pays ne peuvent pas davantage être évalués de manière uniforme. En la matière, il n'y a pas, a priori, de mesures justes ou erronées, car l'organisation et la nature des instruments macroprudentiels doivent tenir compte des spécificités du système bancaire concerné.

Quelle approche la Suisse a-t-elle choisie? Dans le domaine de la stabilité financière, elle a opté pour un cadre dans lequel les compétences sont clairement attribuées à des institutions existantes. Tant les structures que les instruments obéissent au principe «autant que nécessaire, mais aussi peu que possible». J'estime que cette conception de la réglementation est tout à fait adaptée à notre pays. En effet, la Suisse prône l'équilibre et la limitation des pouvoirs plutôt que leur concentration, et cela lui réussit. A l'opposé de la tendance observée sur le plan international, la surveillance microprudentielle des banques dans notre pays n'a pas été confiée à la banque centrale. Cette surveillance reste donc de la compétence de l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers, c'est-à-dire de la FINMA.

Pour ce qui concerne le domaine macroprudentiel, le choix s'est également porté sur un modèle souple, dans lequel les nouvelles responsabilités sont clairement réparties entre institutions. La FINMA est compétente pour la mise en œuvre des mesures d'ordre structurel. Il s'agit par exemple du renforcement des fonds propres auquel les établissements financiers d'importance systémique doivent procéder pour atténuer la problématique du *too big to fail*.

Ces instruments visent à améliorer la réglementation et les incitations pour chaque établissement. C'est pourquoi il est judicieux que la FINMA, qui a déjà l'expérience de la surveillance des établissements bancaires, en soit responsable. La BNS, quant à elle, assume un rôle clé pour les mesures d'ordre cyclique. Ce type de mesure repose en effet sur des analyses économiques approfondies, pour lesquelles nous disposons des compétences requises. L'exemple par excellence d'une telle mesure est le volant anticyclique de fonds propres, dont le Conseil fédéral décide de l'activation sur proposition de la BNS. De même, pour déterminer les banques et les fonctions d'importance systémique, la BNS dispose d'un avantage comparatif car elle peut s'appuyer sur son approche globale du système financier.

Cela étant, même si la compétence ou la responsabilité d'une mesure macroprudentielle spécifique est clairement attribuée à une autorité, des chevauchements et des interdépendances ne peuvent être exclus. Aussi un échange soutenu et une certaine coordination entre les institutions concernées sont-ils indispensables. C'est pourquoi les autorités fédérales ont clairement défini les tâches de chacune d'elles et leur mode de coopération.

Certes, en théorie, il peut sembler plus avantageux que la stabilité financière incombe à une seule institution. Mais les expériences faites lors de la crise financière ne montrent aucunement que le modèle d'une autorité omnipotente serait systématiquement supérieur à d'autres formes d'organisation. En effet, le cas d'UBS a fait apparaître très clairement qu'il est tout à fait possible, dans une situation d'urgence, d'élaborer de manière minutieuse et dans la plus grande discrétion un vaste train de mesures en vue d'assurer la stabilité du système financier, puis de les mettre en œuvre en temps opportun, même si plusieurs institutions sont impliquées.

Prudence et circonspection sur la *terra incognita* macroprudentielle

En prenant des mesures macroprudentielles, les autorités pénètrent en terre inconnue. Il est difficile d'avoir une vision claire des interactions complexes qui existent entre politique monétaire, surveillance bancaire classique et instruments macroprudentiels. C'est pourquoi nous ne savons pas toujours précisément comment ces mesures agissent. Aussi le besoin de travaux de recherche et d'analyse économique est-il d'autant plus grand dans ce domaine.

Il nous faut toutefois être réalistes: comme en matière de politique monétaire, nous ne disposerons jamais des réponses définitives qui nous permettraient d'éliminer toute incertitude. Mais cela ne doit pas nous empêcher de mettre en œuvre ces instruments lorsque nous le jugeons nécessaire. Nous nous efforçons de toujours le faire avec la prudence et la circonspection qui s'imposent. C'est pourquoi nous effectuons de nombreuses clarifications, évaluons soigneusement et systématiquement les résultats et prenons nos mesures sur la base de critères définis au préalable. Comme pour la politique monétaire, les décisions adoptées seront d'autant plus pertinentes qu'elles seront libres de toute influence ou tentative d'accaparement d'ordre politique.

Après ces réflexions, revenons à la question du rôle de la BNS dans la stabilité financière, que j'ai posée au tout début. Depuis leurs origines, les banques centrales jouent un rôle important dans le maintien de la stabilité financière. Mais la crise a clairement montré que l'approche classique, qui s'appuie exclusivement sur la force de la parole et vise à éteindre les incendies, peut s'avérer très coûteuse. Aussi est-il pertinent que les banques centrales assument également des tâches macroprudentielles. La situation pouvant fortement diverger d'un pays à l'autre, il n'existe de consensus ni sur l'ampleur de ces mesures ni sur les compétences des institutions. La Suisse a limité l'arsenal macroprudentiel au strict nécessaire et clairement établi les tâches des différentes autorités compétentes. Le législateur a par là même ponctuellement élargi le rôle de la BNS dans le domaine de la stabilité financière, mais il ne l'a pas entièrement réécrit. Je suis convaincu que cette approche prudente et accompagnée de responsabilités claires est appropriée. Nous nous employons à exécuter au mieux, dans l'intérêt de notre pays, ce rôle plus large. A cet effet, nous pouvons nous appuyer sur notre riche expérience en matière de stabilité financière au sens classique.

Conclusion

Mesdames et Messieurs, notre voyage dans les méandres de la politique monétaire et de la stabilité financière touche à sa fin. Il me tenait à cœur de démontrer quel rôle une banque centrale peut assumer, en particulier la BNS, et quelles tâches elle ne peut remplir.

Dans le domaine de la politique monétaire, notre rôle n'a pas changé, même si l'utilisation et le volume des instruments de politique monétaire ont pris de nouvelles dimensions depuis le début de la crise. Dans celui de la stabilité financière, il s'est élargi compte tenu des expériences faites lors de la crise financière, bien que les changements aillent sensiblement moins loin que dans nombre d'autres pays.

La BNS ne s'oppose pas aux adaptations qui s'avéreront nécessaires au fil du temps. Je me permets toutefois de rappeler ici que les banques centrales ne sont pas toutes-puissantes. Il reste essentiel que notre mandat dans les domaines de la politique monétaire et de la stabilité financière soit réalisable et formulé de manière pertinente. La BNS doit également disposer des instruments indispensables et d'une certaine flexibilité pour les utiliser. En outre, il est primordial qu'elle exécute ses tâches de manière autonome. A ces seules conditions, la BNS pourra assumer pleinement la responsabilité de sa mission. Il s'agit là aussi d'une raison importante expliquant que nous nous montrons généralement réservés vis-à-vis de tout élargissement de notre mandat.

Une banque centrale qui fonde son action sur ce modèle en vue d'accomplir son mandat et qui, ce faisant, résiste systématiquement aux attentes trop élevées apporte, à long terme, la plus grande contribution possible à la prospérité de l'économie et sert ainsi au mieux l'intérêt général de son pays. C'est en remplissant les tâches qui lui incombent dans les domaines de la stabilité des prix et de la stabilité financière de manière assidue et fiable sur une période assez longue qu'une banque centrale gagne la confiance de la population et des marchés. Cette confiance, précisément, est capitale pour l'évolution économique. Si j'ai réussi à vous

convaincre de partager avec moi cette certitude absolue ou à vous conforter dans cette opinion, mon exposé de ce soir aura atteint son principal objectif.