

La Suisse face à la crise : une comparaison internationale

Cédric Tille

Charles Wyplosz*

13 février 2010

Rapport établi à la demande du Contrôle parlementaire de l'administration pour le compte des Commissions de gestion (CdG) sur mandat des Chambres fédérales.

* Cédric Tille : Institut des Hautes Etudes Internationales et du Développement, Genève, et Center for Economic Policy Research, Londres; cedric.tille@graduateinstitute.ch. Charles Wyplosz : Institut des Hautes Etudes Internationales et du Développement, Genève; charles.wyplosz@graduateinstitute.ch. Nous sommes reconnaissant à Salvatore Dell Erba pour la qualité de son travail comme assistant de recherche.

Table des matières

Chapitre 1. Introduction

Chapitre 2. Le rôle des autorités de régulation et de supervision

- 2.1. Le rôle particulier du secteur financier
- 2.2. La supervision bancaire avant la crise
 - 2.2.1. Structure de la supervision
 - 2.2.2. Stratégie et moyens
 - 2.2.3. Performance des régulateurs
- 2.3. Soutien au secteur financier et bancaire durant la crise
 - 2.3.1. Les trois stratégies de l'intervention étatique
 - 2.3.2. Les interventions durant la crise
 - 2.3.3. Implémentation des mesures
- 2.4. Les leçons de la crise
 - 2.4.1. Supervision bancaire
 - 2.4.2. Interventions urgentes en matière de liquidité
 - 2.4.3. Interventions urgentes en matière de solvabilité
 - 2.4.4. Coût des opérations de soutien aux banques
 - 2.4.5. Coordination internationale
- 2.5. Résumé

Chapitre 3. Le rôle des autorités monétaires

- 3.1. Mandats et instruments des banques centrales
- 3.2. Politique monétaire
 - 3.2.1. Marché interbancaire
 - 3.2.2. Politique conjoncturelle
 - 3.2.3. Politique monétaire non-conventionnelle
 - 3.2.4. Taux de change
 - 3.2.5. Rôle international du franc
- 3.3. Résumé

Chapitre 4. La politique budgétaire

- 4.1. Quand la politique budgétaire est-elle efficace ?
 - 4.1.1. Le problème de l'éviction de la demande privée
 - 4.1.2. Composition de la politique budgétaire
 - 4.1.3. La dimension internationale
- 4.2. La politique budgétaire durant la crise
 - 4.2.1. Évolution des balances fiscales
 - 4.2.2. Mesures discrétionnaires
- 4.3. Appréciation de la politique budgétaire suisse
- 4.4. Résumé

Chapitre 5. Après la crise : les nouveaux défis

- 5.1. Réforme de la réglementation
- 5.2. Agences de supervision
- 5.3. Taille des établissements bancaires
- 5.4. La dimension internationale
- 5.5. Gouvernance des établissements bancaires
- 5.6. Défis pour la politique macroéconomique
- 5.7. Résumé

Chapitre 6. Conclusions

Annexe: Mesures budgétaires en Suisse

Résumé des principales conclusions

Règlementation bancaire

- La Suisse avait appliqué très tôt les accords internationaux dits de Bâle 2. La crise a révélé d'importantes lacunes qui n'avaient pas été identifiées en Suisse, ni dans les autres pays.
- Une nouvelle régulation est en gestation. La Finma a déjà mis en œuvre les premières propositions du Comité de Bâle, en fait avant même qu'elles n'aient été rendues publiques. Ceci indique une capacité de réaction et de décision supérieure aux autres et places financières et encourage les banques suisses à s'adapter tôt aux futures normes internationales. .

Supervision bancaire

- Les autorités de supervision n'ont pas agi en amont de la crise. Cet échec est général, y compris en Suisse. Certaines autorités de supervision avaient découragé, voire interdit, l'achat de produits financiers jugés trop risqués. La CFB n'a pas agi en ce sens.
- La relation entre superviseur et supervisé est déséquilibrée. La taille de la Finma n'est pas alignée sur la taille du secteur bancaire suisse.
- La création de la Finma est une bonne réponse au morcellement de la supervision entre plusieurs agences observé dans certains pays.
- Le lien entre banques centrales et autorités de supervision constitue un point faible dans de nombreux pays. Une réponse a parfois consisté à confier la supervision à la banque centrale. La coopération entre la BNS et la Finma semble satisfaisante : les échanges d'information paraissent adéquates et il n'est pas apparu de désaccords tant sur l'analyse de la situation que sur les mesures à mettre en place.

Interventions pendant la crise

- Parce que les autorités ont rapidement pesé sur elle, l'UBS une des très rares banques de taille internationale à avoir pu lever des fonds privés.
- Avec l'aggravation de la crise en Septembre 2008, l'intervention des autorités helvétiques pour sauver l'UBS a été rapide, innovante et efficace. L'aléa moral a été limité.
- L'augmentation de la garantie des dépôts a prévenu toute panique bancaire. L'aléa moral a été atténué par le fait que l'UBS a perdu un volume important de dépôts.

La politique monétaire

- La BNS a initialement concentré ses efforts sur la fourniture de liquidités au système bancaire. Avec le recul, il apparaît que les taux d'intérêt auraient du être baissés plus tôt.
- Le système bancaire suisse a mieux résisté à la crise que dans les autres pays. La BNS a agi rapidement et dans des proportions hors normes.
- Comme toutes les autres banques centrales, la BNS a été trop optimiste en matière de conjoncture jusqu'en Septembre 2008. La Réserve Fédérale a été plus sensible aux risques conjoncturels et a réagi plus vite.

La politique budgétaire

- Comme celles de la plupart des autres petits pays très ouverts aux échanges commerciaux, les autorités helvétiques ont engagé des mesures de relance discrétionnaires de taille modeste en comparaison internationale.
- L'accent mis sur des dépenses pouvant être mises en place rapidement et portant sur des biens et services produits localement a été approprié.

Conclusion

La performance des autorités suisses peut alors être évaluée succinctement comme suit :¹

Règlementation bancaire : Insatisfaisant. Le problème est cependant tout aussi marqué à l'étranger qu'en Suisse, et en voie de correction.

Supervision bancaire : Insatisfaisant. Si le problème est aussi présent à l'étranger, la Suisse souffre d'un déséquilibre entre la taille des banques et les moyens des régulateurs.

Interventions pendant la crise : Très bien. Les autorités sont parvenues à contenir le problème, la stratégie étant claire en comparaison internationale.

La politique monétaire : Bien. En termes de liquidité, la BNS a réagi rapidement et de manière créative, au même titre que les autres banques centrales. Le taux d'intérêt aurait pu être abaissé plus vite, mais ce retard est largement observé à l'étranger.

La politique budgétaire : Satisfaisant. Le montant des mesures demeure limité, un aspect observé pour l'ensemble des petits pays.

¹ Etant donné la précision limitée d'un tel exercice d'évaluation, nous préférons établir notre évaluation en termes qualitatifs plutôt que de donner une « note ».

Chapitre 1. Introduction

La crise frappant l'économie mondiale depuis l'été 2007 est un évènement d'une rare ampleur. Cela d'autant plus qu'il survient après une longue période de stabilité caractérisée par une croissance stable et une inflation modérée (la « grande modération »). Si la crise fut dans un premier temps essentiellement financière, la donne changea subitement en Septembre 2008. Suite à la faillite de Lehman Brothers, l'activité économique a connu une chute sans précédent depuis la crise des années trente.

La Suisse n'a pas été épargnée par la tourmente. Tout d'abord, les tensions sur les marchés financiers depuis l'été 2007, notamment au niveau des prêts interbancaires,² ont affecté la place financière helvétique. Ce développement reflète avant tout la forte exposition des banques suisses à la conjoncture étrangère, et non pas une crise domestique. Ensuite, UBS a été frappée par des pertes substantielles liées au marché immobilier américain, faisant peser des doutes quand à sa solvabilité. Finalement, la croissance helvétique a subi de plein fouet la chute du commerce mondial depuis la fin 2008, une conséquence directe de l'intégration de la Suisse dans les circuits économiques mondiaux.

Les autorités économiques à travers le monde ont fortement réagi à la crise. La réaction a tout d'abord été rapide, les banques centrales procédant à de larges injections de liquidité dans le système financier dès les premiers signes de crise. Elle a aussi été substantielle, avec une hausse exceptionnelle des bilans des banques centrales³ et un accroissement historique des déficits publics. Finalement, elle a été créative, plusieurs banques centrales n'hésitant pas à créer de nouveaux outils ou à utiliser des stratégies dites hétérodoxes car sortant des pratiques habituelles. Les banques centrales majeures, dont la Banque Nationale Suisse, ont répondu au gel des marchés de crédit par des injections massives de liquidité, ajustant leurs outils selon les besoins. Les autorités budgétaires, y compris en Suisse, ont aussi entrepris des efforts de soutien à l'activité économique par le biais de plans de relance. Enfin, les pays ont mis sur pieds toute une palette de mesures visant à soutenir les banques et éviter un effondrement du crédit. Les mesures de soutien à UBS s'inscrivent dans ces efforts.

L'objet de la présente étude est d'évaluer les réponses des autorités suisses en matière de politique monétaire, fiscale et financière, en mettant l'accent sur une comparaison avec les mesures prises dans d'autres pays, plutôt que sur une évaluation en termes

² Ces prêts, accordés par les banques entre elles en général pour de très courte durée, sont au coeur du système bancaire puisqu'ils font circuler les liquidités là où existent des besoins. Ils ne sont pas garanti par un collatéral : en prêtant à la banque B, la banque A cours le risque de ne pas récupérer ses fonds si la banque B fait faillite avant l'échéance du prêt.

³ Les bilans mesurent la totalité des liquidités créés par les banques centrales.

absolus. Cet accent est justifié par le fait que l'on peut difficilement attendre une réponse parfaite des autorités dans un environnement de crise quasi-inédit, incertain et changeant. Il est donc plus intéressant d'évaluer ces réponses par rapport aux autres pays ayant fait face à la crise.

En comparaison avec les autres pays développés, la performance économique de la Suisse est plutôt satisfaisante. La figure 1.1 montre l'évolution du produit intérieur brut en Suisse et dans cinq autres pays depuis le début 2007. Si l'économie suisse a connu une récession prononcée depuis mi-2008, la chute de l'activité est relativement faible en comparaison internationale. Depuis le second trimestre 2008 le PIB suisse a baissé de 2.0 pourcent, contre 3.2 pourcent aux États-Unis, 2.6 pourcent en France et 5.1 pourcent en Allemagne. S'il convient de tempérer cette analyse par le fait que la Suisse a connu une croissance plus faible que les autres pays avant la crise, il n'en reste pas moins que la croissance suisse s'est montrée robuste en comparaison internationale.

Bien sûr, le fait que d'autres pays connaissent une situation encore pire n'offre qu'un réconfort modéré. La Suisse a tout de même subi une récession très marquée. Dans divers domaines, elle a souffert tout autant que les autres pays. Par exemple, c'est en Suisse que la chute des indices boursiers a été parmi les plus marquées (figure 1.2).

Figure 1.1. Produit intérieur brut
(Indice : 2007 = 1)

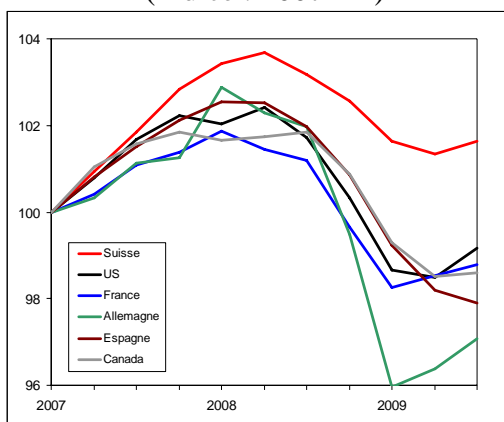
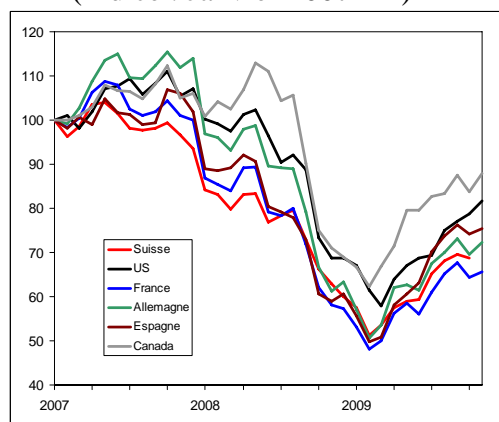


Figure 1.2. Cours boursiers
(Indice : Janvier 2007 = 1)



Sources : FMI et Banque Mondiale

Notre étude est mandatée par le Contrôle Parlementaire de l'Administration Fédérale, et évalue la performance de la politique économique suisse en comparaison internationale. Notre base de comparaison se concentre sur les pays industrialisés, en particulier les pays suivants :

- États-Unis, le premier centre financier mondial d'où est partie la crise. Les autorités y ont fait preuve de forte inventivité et flexibilité, au risque de commettre des erreurs.
- Grande-Bretagne, le deuxième plus grand marché financier. Si les autorités ont tardé à prendre la mesure de la crise, elles ont ensuite fortement innové.

- Zone Euro, espace économique majeur où autorités ont parfois réagi à la crise de manière relativement tardive par rapport aux États-Unis et à la Grande Bretagne. Si la politique monétaire peut être analysée pour l'ensemble de la zone, notre regard sur les régulations bancaires et financières se porte aussi bien au niveau de la zone que sur des pays particuliers, car les responsabilités de régulation demeurent au niveau national.

- Allemagne où les marchés financiers sont de taille relativement modeste, mais qui abrite quelques banques de taille mondiale ainsi qu'un réseau de banques régionales qui ont certains points communs avec les banques cantonales suisses.

- France, dont la structure financière ressemble un peu à celle de l'Allemagne, sans les Landesbanken, mais où le rôle de l'État est prépondérant.

- Espagne et Irlande, deux pays qui ont subi leurs propres crises immobilières, mettant ainsi directement en danger les banques et institutions de crédit hypothécaire.

- Canada, de taille modeste mais très intégré dans le système mondial. Le système bancaire canadien traverse la crise avec relativement peu de problèmes, et les autorités ont réagi rapidement et efficacement.

Dans ce rapport, nous synthétisons le grand nombre d'études faites parmi plusieurs pays de notre échantillon et en Suisse pour en extraire les points saillants. Les études pertinentes sont citées dans l'analyse, et une liste est donnée en fin de rapport.

Notre analyse s'articule autour de quatre thèmes. Nous considérons tout d'abord la politique de supervision financière, étant donné le rôle central du secteur financier en général, et bancaire en particulier, dans la crise. Nous analysons la situation d'avant la crise, afin d'établir si les autorités ont perçus des signaux avant-coureurs de la tourmente, ainsi que les réactions une fois la crise en mouvement, afin d'apprécier les différentes stratégies. Le second thème concerne la politique monétaire, aussi bien du point de vue des réponses aux problèmes de liquidités sur les marchés financiers que du point de vue de la réaction aux problèmes macroéconomiques. Le troisième thème est celui de la politique budgétaire. Nous examinons la taille, la composition, et le timing des plans de relance, ainsi que leurs conséquences sur l'endettement des états à moyen terme. Si les trois premiers thèmes analysent les mesures prises avant et durant la crise, le quatrième se concentre sur la prise en compte après la crise des changements à apporter à la lumière des leçons à tirer, surtout en termes de supervision financière et bancaire. Nous mettons un accent particulier sur le problème des banques de grande taille « too-big-to-fail » qui s'il dépasse largement le cadre helvétique est d'une pertinence toute particulière pour la Suisse. Nos conclusions principales sont rassemblées dans le dernier chapitre.

Chapitre 2. Le rôle des autorités de régulation et de supervision

Le secteur financier en général, et bancaire en particulier, a été au cœur de la tourmente. La première étape de notre analyse porte donc sur les problèmes de ce secteur et l'adéquation des structures de régulation. Les interventions des autorités publiques dans ce secteur reflètent ces caractéristiques uniques, en particulier sa nature instable et, son importance particulière dans la structure économique. Nous commençons ce chapitre par une discussion de ces particularités et des politiques le concernant. Cette discussion vise à clarifier les concepts, et un lecteur intéressé aux spécificités de la crise actuelle peut l'omettre. Nous évaluons ensuite la structure de supervision dans les différents pays avant la crise, aussi bien en termes de la répartition des tâches entre différentes agences, que des approches de régulation en pratique, et de la performance des régulateurs dans différents pays. Dans un troisième temps, nous considérons la réaction des autorités une fois la crise déclenchée, présentant les axes principaux et leur utilisation – ou non – dans les différents pays. Le chapitre conclut par un aperçu des leçons apprises au niveau de la gestion des problèmes de liquidité, de solvabilité, du coût des mesures et de leur coordination internationale.

2.1. Le rôle particulier du secteur financier

Le secteur financier présente deux principales caractéristiques qui le distinguent des autres secteurs. Tout d'abord, il constitue une infrastructure sans laquelle le fonctionnement du reste de l'économie est substantiellement limité. Les systèmes de paiements sont au cœur d'une économie basée sur la spécialisation des tâches et l'échange. Un blocage de ce système serait assimilable à un arrêt de l'infrastructure de transport. De plus, c'est le cœur du financement des investissements à long terme. En l'absence d'intermédiaires financiers, les entreprises ne pourraient financer leurs plans d'expansion qu'en s'adressant individuellement à un grand nombre d'épargnants disposant chacun de fonds limités pour une période souvent trop brève, un exercice difficilement réalisable.

La seconde caractéristique du secteur financier est la place centrale que revêt l'information. Un investisseur ne devrait prêter à une entreprise que s'il a une idée raisonnablement claire des perspectives de succès du projet qu'il finance. De même, les déposants bancaires devraient être assurés que leurs avoirs ne disparaîtront pas de manière soudaine. Une telle clarté d'information est rarement le cas dans les relations bilatérales qui constituent le monde de la finance. En général, une partie souffre d'un désavantage d'information par rapport à l'autre. Par exemple un emprunteur en sait plus sur l'état réel de son projet que l'investisseur lui ayant prêté les fonds nécessaires. De même, une banque A est mieux informée sur l'état de son bilan que la banque B qui lui prête des fonds à court terme sur le marché interbancaire. C'est un phénomène très général identifié sous le vocable d'asymétries d'information.

Les asymétries d'information peuvent être une source de panique entraînant des blocages sur les marchés financiers. En temps normal, la banque B est tout à fait prête

à avancer des fonds à la banque A sur le marché interbancaire car elle estime que le risque de faillite de cette dernière est négligeable. La situation peut toutefois se bloquer si les banques apprennent la présence de pertes dans le secteur bancaire, par exemple due à des investissements dans des actifs risqués, mais sans savoir exactement quelle banque est exposée. La banque B peut alors décider de ne plus prêter à la banque A de peur que celle-ci soit au bord du gouffre, et cela quand bien même la banque A est dans une situation saine, mais dans l'impossibilité d'en convaincre ses créanciers. Les paniques bancaires (bank runs) où les particuliers décident de retirer en catastrophe leurs dépôts (comme dans le cas de la banque britannique Northern Rock en septembre 2007) illustrent le rôle déstabilisant des asymétries d'information. Dans ce cas les épargnants craignent que la banque ne dispose plus des fonds nécessaires pour couvrir leurs dépôts. Ne pouvant pas évaluer directement la solidité de la banque, prudemment ils veulent retirer tout ou partie de leurs dépôts. Mais s'ils veulent le faire tous ensemble, c'est impossible.

Une distinction importante dans le diagnostic des problèmes financiers est entre illiquidité et insolvabilité. Dans le premier cas la banque dispose d'actifs sains mais qui ne peuvent pas être liquidés rapidement, ou seulement à bas prix. La banque ferait alors faillite si les déposants veulent retirer leurs avoirs sans délai, et cela alors que son bilan est sain. Dans une situation d'insolvabilité en revanche, la valeur des actifs est fondamentalement réduite et le problème ne se résume pas à une question de timing : la banque ne pourra jamais rembourser ses dettes. Si la distinction conceptuelle entre les deux situations est aisée, il en va tout autrement en pratique. En effet, une baisse du prix des actifs détenus par une banque peut représenter une situation d'illiquidité si elle est temporaire, du fait par exemple de dysfonctionnement de marchés, ou une situation d'insolvabilité si elle est durable.

Les deux caractéristiques du système financier – aspect d'infrastructure et rôle de l'information – justifient une présence plus forte des autorités publiques que dans d'autres secteurs. Tout d'abord, elles se doivent que l'infrastructure fonctionne de manières continue, faute de quoi l'ensemble de l'économie pourrait être en péril. Deuxièmement, les autorités peuvent atténuer sensiblement les asymétries d'information. Elles peuvent, par exemple, exiger que les prêteurs fournissent des informations honnêtes et précises ou bien superviser les activités des banques. De plus, les autorités peuvent aussi intervenir pour contrer, lorsque cela se produit, les conséquences néfastes des asymétries d'information. En particulier, la banque centrale peut gérer une situation d'illiquidité du fait de sa capacité à créer la liquidité sans limite. Il lui suffit d'accorder un prêt à une banque en difficulté afin de lui permettre de passer un cap difficile et obtenir le plein rendement de ses actifs. De même, le gouvernement peut décourager les paniques bancaires en offrant une garantie des dépôts.

La capacité de l'état à résoudre les problèmes du secteur financier n'est toutefois pas illimitée. Par exemple, une banque est en situation d'insolvabilité lorsqu'elle a essuyé des pertes réelles qui ont entamé ses fonds propres. L'état peut remettre la banque à flots par une série de mesures, telles qu'une injection de fonds propres, ou une reprise des actifs à problème. Ces mesures entraînent toutefois un coût pour le trésor, qui peut dans certains cas dépasser les capacités de financement public (comme dans le cas de l'Islande en octobre 2008). Le défi pour les autorités est alors de prévenir le problème

économique qu'une faillite entraînerait, tout en s'assurant une répartition du coût équitable entre actionnaires de la banque, créancier et contribuables.

Au vu de son rôle potentiel comme soutien du secteur financier, l'état doit appliquer une supervision de ce secteur afin d'éviter une sollicitation abusive de son aide. Par exemple, une banque sachant que les autorités l'empêcheraient de sombrer en cas de crise peut être tentée de s'engager dans des investissements particulièrement risqués. Si ceux-ci s'avèrent profitable la banque reçoit le bénéfice, alors que le contribuable supporte le coût en cas d'échec. Ce risque « d'aléa moral » implique que les autorités soient au fait des stratégies de la banque et des détails de son portefeuille afin de pouvoir prévenir des stratégies trop risquées. En plus de ce risque, le besoin de supervision est justifié par la nécessité de disposer d'une information fiable sur la position de l'ensemble des acteurs en cas de crise. Cela permet par exemple de déterminer quelles banques ont essuyé des pertes, permettant alors aux investisseurs de discriminer leur stratégies entre ces banques et les autres et évitant ainsi que toutes les banques ne fassent face à une réticence indiscriminée des investisseurs du fait de leur ignorance de la situation individuelles des banques. Il est plus facile pour un organisme public d'établir une telle vue d'ensemble en suivant chaque banque, car les banques seraient réticentes à prodiguer des informations détaillées sur leur stratégies directement à leur concurrents afin de ne pas affaiblir leur position concurrentielle.

Ces aspects conceptuels impliquent les questions suivantes quand à l'appréciation des politiques de supervision et d'intervention durant la crise :

- La supervision des banques avant la crise a-t-elle permis aux autorités d'établir une image complète et correcte de la situation ? Les autorités se sont-elles montrées suffisamment agressives dans leur supervision ?
- Les autorités ont-elles réagi aux problèmes des banques de façon prompte et adéquate ? Ont-elles établis des plans avant la crise afin de gérer de telles situations ?
- Les interventions de soutien au système financier se sont-elles soldées par une charge excessive pour le contribuable ?

2.2. La supervision bancaire avant la crise

2.2.1. Structure de la supervision

Si la supervision financière est présente dans l'ensemble des pays, les modalités exactes présentent des différences substantielles. Ces différences s'observent tout d'abord dans la structure des agences de supervision, puis dans leur coordination avec les banques centrales, et enfin dans la mise en pratique de la supervision.

La structure des agences de notation diffère notablement entre pays (FSA 2009a, b). Le tableau 2.1, qui donne un aperçu des différentes agences en charge de la réglementation des banques, des marchés financiers, et des assurances, montre à quel point la pratique est hétérogène d'un pays à l'autre.

Tableau 2.1 : Autorités de régulation

Pays	Banques	Titres	Assurances
Suisse	- Finma (dès 1.1.2009) - Commission fédérale des banques (jusqu'au 31.12.2008)		- Finma (dès 1.1.2009) - Office fédéral des assurances privées (jusqu'au 31.12.2008)
Canada	- Canada mortgage and housing corporation (CHMC) - Canada deposit insurance corporation (CDIC) - Banque du Canada - Office of the Superintendent of financial institutions (OSFI)	13 agences au niveau fédéral	- Canada mortgage and housing corporation (CHMC) - Canada deposit insurance corporation (CDIC) - Banque du Canada - Office of the Superintendent of financial institutions (OSFI)
États-Unis	- Office of comptroller of the currency (OCC) - Federal Reserve - Federal deposit insurance corporation (FDIC) - Office of thrift supervision (OTS, potentiellement consolidé)	Security and exchange commission (SEC)	50 États
France	- Comité de réglementation bancaire et financière (CRBF) - Credit institutions and investment firms committee (CECEI) - Commission bancaire	Autorité des marchés financiers (AMF)	Commission de contrôle des assurances.
Allemagne	Federal financial service supervisory authority (BAFin)		
Irlande	Irish financial services regulatory authority (IFSRA)		
Espagne	Banque d'Espagne	Commission nationale des marchés de valeurs	Directorat général des assurances et fonds de pension
Royaume Uni	Financial services authority (FSA)		

Source : sites internet des agences respectives.

Certains pays comme l'Allemagne, le Royaume Uni, l'Irlande et la Suisse (depuis le 1^{er} janvier 2009, et dans une moindre mesure avant) ont mis en place une agence unique responsable de l'ensemble de la régulation. D'autres, tels la France, les États-Unis et le Canada ont des agences séparées en charge des banques, des marchés, et des assurances, ainsi que plusieurs agences pour une tâche donnée. Les États-Unis présentent un cas extrême de fragmentation dans la supervision des assurances, qui sont du ressort des États, et dans la supervision bancaire pour laquelle plusieurs

régulateurs sont impliqués, chacun s'occupant de banques aux chartres différentes.⁴ La Suisse figure au rang des pays avec une supervision très concentrée parmi un nombre restreint d'agences, un aspect qui s'est accentué avec la création de la Finma au début 2009.

La fragmentation de la régulation entre plusieurs agences implique un risque de manque de coordination, voire de rivalité entre les régulateurs. Plusieurs observateurs aux États-Unis ont souligné que les banques pouvaient jouer un régulateur contre un autre afin d'obtenir une supervision moins restrictive. La coordination entre les différentes agences de supervision nationales dans la zone euro demeure limitée (De Larosière 2009, Pisani-Ferry et Sapir 2009). Si les gouvernements européens ont réalisé le besoin d'une coopération entre ses agences depuis plusieurs années, cela ne s'est traduit que par l'établissement d'accords cadres (memorandum of understanding) non-contraignants. De manière plus générale, la coordination entre les agences de différents pays est généralement faible.

Les banques centrales jouent également un rôle dans la stabilité financière. Les agences présentées dans le tableau 2.1 se concentrent sur la supervision dans une optique essentiellement *micro*-économique. Elles se préoccupent avant tout de savoir si une banque donnée dispose d'un bilan robuste. Avant la crise ces agences mettaient un accent relativement faible sur l'optique *macro*-économique qui consiste à évaluer la solidité du système financier dans son ensemble. L'angle macro-économique était du ressort des banques centrales, qui ont une responsabilité pour la stabilité de l'ensemble du système financier et bancaire.

Si les angles micro- et macro-économiques sont conceptuellement distincts, il n'en demeure pas moins qu'il existe des synergies importantes entre les deux approches. Par exemple, des informations sur la santé de banques individuelles sont de la plus haute importance pour la banque centrale lorsque celle-ci analyse la situation de l'ensemble du secteur. Par conséquent les autorités de surveillance et banques centrales étaient en contact dans le cadre de la supervision du secteur financier dans la plupart des pays.

Le degré de transmission d'information entre la banque centrale et les autorités de surveillance s'est toutefois avéré limité dans plusieurs cas. Au Royaume Uni la communication limitée entre la Banque d'Angleterre et la Financial Service Authority a entraîné des ratés lors du sauvetage de la banque Northern Rock, le président de la Banque d'Angleterre annonçant par exemple qu'il ne comptait pas sauver les banques de leurs erreurs avant de devoir faire machine arrière en quelques jours. La coordination est également limitée au sein de la zone Euro, la Banque Centrale Européenne n'ayant qu'un accès limité aux informations confidentielles détenues par les agences de régulation.

Dans le cas de la Suisse, la coordination entre la Banque Nationale Suisse et la Commission Fédérale des Banques puis la Finma semble avoir bien fonctionné durant la crise. Comme détaillé ci-dessous, les deux autorités ont apparemment bien échangé leurs informations et continuellement conforté leurs analyses. Elles ont également publiquement uni leurs efforts pour imposer des actions au secteur bancaire, en

⁴ Le projet de réforme de l'administration Obama prévoit la disparition de l'Office of Thrift Supervision et son absorption dans d'autres agences.

particulier lors des recapitalisations d'UBS. Cette apparente coopération contraste avec le conflit ouvert entre la Banque d'Angleterre et la FSA (Financial Services Authority). On peut aussi noter que la position dominante d'UBS et Crédit Suisse dans le système bancaire helvétique fait que la situation individuelle de ces banques domine celle du secteur dans son ensemble.

2.2.2 Stratégie et moyens

La pratique de la supervision bancaire varie également entre pays. Certains états, comme le Royaume-Uni et le Canada, appliquent une approche basée sur les principes de gestion (« principes-based approach »), alors que d'autres, comme les États-Unis et l'Espagne, se concentrent sur des règles spécifiques aux niveaux de chaque transactions (« rules-based approach »). La pratique suisse s'apparente plus à la première approche, les régulateurs concentrant leurs efforts sur l'évaluation de la gestion des risques et de la stratégie des banques.

Les ressources à disposition des agences de supervision varient également substantiellement entre les pays. Le tableau 2.2. contraste le nombre de banques et le nombre d'individus travaillant dans la supervision bancaire. Les chiffres pour les pays étrangers proviennent de FSA (2009b), alors que les chiffres suisses sont estimés sur base des statistiques bancaires et des publications de la Commission Fédérale des Banques et de la Finma.⁵ Les chiffres sont séparés entre les grandes banques et le reste du secteur dans la mesure du possible. Outre le nombre d'établissement et le nombre de superviseurs, nous considérons également la taille du bilan des banques.

L'adéquation des ressources de supervision peut être évaluée en calculant le nombre d'établissements régulés par superviseur. Un chiffre élevé indique une charge de travail considérable pour l'agence de régulation, avec un risque plus marqué de ne pas identifier des problèmes. La charge des régulateurs suisses (2.35 banques par régulateur) apparaît élevée en comparaison internationale, une charge plus lourde n'étant observée qu'au Royaume Uni. Si nous nous concentrons sur les grandes banques, lesquelles sont plus importantes du point de vue de la stabilité du secteur financier, la charge des régulateurs suisses est modérée, seuls les États-Unis connaissant une charge moindre.

Comparer le nombre de banque et le nombre de régulateur n'est cependant pas une approche pleinement satisfaisante. En effet, si la Suisse ne compte que deux grandes banques, leur bilan total représente 350 pourcent du produit intérieur brut annuel du pays (proche de 450 pourcent avant la crise). Il convient donc de comparer la taille des bilans bancaires aux nombres de régulateurs. Cette mesure confirme que la charge des régulateurs suisses (22.2 milliards de francs par personne) est élevée en comparaison internationale, à l'exception du Royaume Uni. La charge est particulièrement marquée pour les deux grandes banques (75.4 milliards par personne), ce qui dénote un risque que les régulateurs ne détectent pas les problèmes dans ces deux établissements suffisamment tôt.

⁵ Nous ne pouvons pas établir la mesure dans laquelle notre estimation du nombre d'employés en Suisse correspond aux critères utilisés dans FSA 2009b. Le biais éventuel de notre approche est en faveur de la Suisse. Nous considérons que l'ensemble des juristes, économistes et experts comptables est impliqué dans la supervision bancaire, alors que le nombre effectif est sans doute plus faible.

2.2.3. Performance des superviseurs

Une vaste majorité des autorités de surveillance, des banques centrales et des organismes multilatéraux tels que le FMI ont été surpris par la véhémence de la crise (la Banque des Règlements Internationaux à Bâle est une exception notable, ayant souligné les risques de manière répétée). Si bien des observateurs pensaient que le marché des hypothèques « subprime » aux États-Unis allait connaître un ajustement abrupt, la plupart pensaient que l'amplitude du problème demeurerait limitée. Les autorités suisses ne firent malheureusement pas exception et n'anticipèrent pas l'ampleur des pertes subies par UBS et le Crédit Suisse (Finma 2009c).

Tableau 2.2 : Supervision en pratique

	Suisse	US	UK	Espagne	Canada
Nombre de banques					
Total	327	1'542	826	364	158
Grandes banques (High impact firms)	2	16	39	12	8
Nombre de superviseurs (relationship managers)					
Total	139	2'085	197	310	89
Grandes banques	25	476	152	180	33
Bilan (milliards CHF)					
Total	3'080	14'775	13'135	5'023	1'522
Grandes banques	1'885				
Nombre de banques par superviseur					
Total	2.35	0.74	4.19	1.17	1.78
Grandes banques	0.08	0.03	0.26	0.07	0.24
Autres banques	2.85	0.95	17.49	2.71	2.68
Milliards de CHF par superviseur					
Total	22.2	7.1	66.7	16.2	17.1
Grandes banques	75.4				
Autres banques	10.5				

Sources: - FSA (2009b): nombre de banques et de superviseurs (US, UK, Espagne, Canada)
 - FMI, *International Financial Statistics* : bilan des banques (Banques à chartes au Canada, Institutions de crédit dans l'Union européenne, Banques commerciales et d'épargne aux États-Unis).
 - Banque Nationale Suisse, *Les banques suisses 2008* : nombre de banques et bilan.

Note : Le nombre de superviseurs en Suisse est estimé comme suit. Le rapport annuel 2008 de la CFB indique 194 employés. Nous nous concentrons sur les juristes, économistes et experts comptables qui représentent 72 pourcent de l'effectif, soit 139 employés. Le nombre de superviseurs travaillant sur les grandes banques (25) est indiqué par Finma 2009c.

La surprise quand à l'ampleur de la crise s'explique essentiellement par deux aspects. Premièrement, si les pertes sur les produits dérivés liés au marché immobilier

américain demeuraient faibles comparées à la taille de l'ensemble des marchés,⁶ ces pertes ont été concentrées parmi des intermédiaires financiers très endettés. Ces hauts niveaux d'endettement étaient le résultat de l'exploitation de la technique de l'effet de levier, qui magnifie le taux de rendement lorsque la banque fait des profits, mais aggrave la situation en cas de pertes. Par exemple, lorsqu'un intermédiaire détient des actifs représentant 30 fois ses fonds propres, un levier observé parmi plusieurs banques au début de la crise, une perte de 3 pourcent sur ces actifs suffit à mettre cette institution en faillite.

Aux effets de levier s'ajoute une transparence limitée du fait de la complexité des produits dérivés, ainsi que des structures organisationnelles des banques. Une grande partie des produits dérivés n'étaient pas détenus par les banques directement sur leur bilan mais par des structures satellites établies uniquement dans ce dessein (« structured investment vehicles », SIV). Ces structures étaient financées par des emprunts à court terme et des fonds propres détenus par les banques. Comme les agences de notations donnaient une appréciation très positive des portefeuilles détenus par les SIV, cela permettait aux banques de n'avoir à détenir que des fonds propres limités pour couvrir leur exposition aux SIV. La crise a montré que les portefeuilles des SIV étaient nettement plus risqués que les investisseurs le pensaient. Plutôt que de laisser ces SIV partir en faillite, les banques ont choisi de les ramener sur leur bilan afin de limiter le dommage en termes de réputation. Les bilans bancaires se sont alors soudainement accrus par un afflux d'actifs que les investisseurs étaient incapables d'évaluer avec précision. Cette incertitude explique pourquoi les marchés interbancaires se sont rapidement bloqués.

Les erreurs des régulateurs avant la crise ont été multiples. Ils n'ont pas contraint les banques à garder ces SIV sur leur bilan. Leur analyse de l'adéquation de fonds propres s'est concentrée sur des mesures corrigées pour le risque. Si l'idée sous-jacente à ces mesures est bonne, à savoir qu'il faut plus de fonds propres pour couvrir un actif risqué qu'un actif sûr, son application dans la pratique repose sur des estimations des degrés de risque qui se sont avérées inadéquates. Le bilan d'une banque peut alors paraître sain sous l'angle d'une mesure corrigée du risque, tout en étant fragile si cette correction n'est pas faite. Les régulateurs n'ont également pas établi leur propre appréciation du niveau de risque des portefeuilles des SIV. Plus grave, peut-être, est le fait que les régulateurs s'en sont remis aux banques elles-mêmes pour évaluer les risques : ils se sont contentés de valider les modèles mathématiques très complexes développés par les banques, qui pensaient n'avoir aucun intérêt à surévaluer leurs risques si cela expliquait une obligation de détenir plus de fonds propres.

Ces erreurs reflètent dans une large mesure la dépendance des agences de régulation par rapport aux banques dont elles ont la charge (De Larosière 2009). Du fait de leurs moyens limités, les agences de régulation ont tendance à se baser dans une grande mesure sur les informations que ces banques leur fournissent, ce qui présente plusieurs risques majeurs.

Tout d'abord, on peut difficilement attendre de régulateurs utilisant des informations transmises par la banque qu'ils détectent des problèmes échappant aux dirigeants de la banque eux-mêmes. Les gestionnaires de plusieurs banques n'ont en effet eu

⁶ Les analystes estiment que les pertes sur hypothèques subprime sont équivalentes à une baisse des indices boursiers de 2-3 pourcent.

conscience de l'ampleur des risques de l'établissement qu'une fois la crise entamée. Cela démontre de grandes difficultés à établir une image de la position de risque de la banque en temps réel, entre autre dus à des problèmes d'infrastructure informatique (Finma 2009c). L'expérience espagnole offre un intéressant contraste. La Banque d'Espagne, en charge de la réglementation et de la supervision bancaire, avait installé en permanence une quarantaine de collaborateurs dans chacune des grandes banques. Cette surveillance l'avait conduit à interdire purement et simplement l'acquisition de produits dérivés liés au marché immobilier américain qu'elle jugeait trop risqués parce que trop opaques face à une situation dont elle avait perçu les dangers.⁷ La disproportion des moyens humains par rapport aux 25 collaborateurs de la CFB en charge d'UBS et du Crédit Suisse est alarmante. Si l'objectif de la Finma de porter le nombre de ces collaborateurs de 25 à 40 est louable, cela laisserait un ratio de 47 milliards de francs par régulateur, ce qui reste faible.

Deuxièmement, les régulateurs ont compensé leur manque de personnels par l'utilisation de modèles censés mesurer les risques de la banque, ces modèles étant souvent ceux utilisés par la banque. Tout outil de modélisation n'est aussi bon que les hypothèses considérées. Or la titrisation des prêts hypothécaires avait pris une ampleur sans précédent. Il n'existait tout simplement pas de données historiques permettant d'apprécier le comportement de ce marché lors d'une récession. Les modèles étaient alors grandement basés sur des conjectures, et les régulateurs n'ont pas suffisamment remis en question ces hypothèses et les indications provenant de ces outils. Facteur aggravant, l'appréciation du risque dans ces modèles reposait dans une grande mesure sur les évaluations des agences de notation, telles que Fitch, Standard and Poors et Moody. Ces agences faisaient toutefois face à de sérieux conflits d'intérêt, étant rétribuées par les émetteurs de produits qu'elles notaient. En outre, un produit dérivé avec une note donnée renfermait une sensibilité aux conditions de marché plus grande qu'une obligation simple avec la même note.

Troisièmement, la dépendance des régulateurs envers les données, outils et analyses prodigués par les banques sous leur responsabilité peut entraîner un manque de recul et de scepticisme par rapport à ces analyses (« groupthink »). L'analyse de la crise d'UBS par la Finma (2009c) démontre clairement que le régulateur n'a pas suffisamment remis en question les conclusions que la banque lui présentait, et s'est trop aisément contenté des assurances fournies par la banque. Le fait que collectivement, banquiers, superviseurs et, plus généralement, les économistes aient échoué à anticiper la plus grave crise financière depuis 1929 démontre l'influence du conformisme. A l'avenir, les autorités de supervision devront veiller à inclure dans leurs structures des personnes indépendantes et connues pour ne pas hésiter à dévier du consensus. Un certain nombre d'économistes et une institution au moins (la Banque des Règlements Internationaux de Bâle) avaient identifié une bonne partie des faiblesses qui ont provoqué puis amplifié la crise. Même si leurs opinions étaient très minoritaires, les autorités de supervision auraient dû prendre en compte ces avertissements et renforcé leurs contrôles.

Finalement, la dépendance des autorités de régulation envers les banques diminue leur aptitude à imposer des ajustements à ces dernières. De tels ajustements, comme un provisionnement accru pour des investissements risqués, impliquent en effet des coûts

⁷ Les banques espagnoles ont subi des pertes considérables sur le marché hypothécaire domestique, mais c'est leur fonction.

additionnels pour la banque, et cela sans aucune certitude que les craintes évoquées soient justifiées. Il est aisé d'imaginer que les banques résistent à de telles injonctions en arguant que le régulateur fait preuve d'une prudence excessive qui entrave la rentabilité du secteur bancaire, et recourant au lobbying des autorités politiques si nécessaire. Ce déséquilibre de pouvoir entre les régulateurs et les banques peut conduire les premiers à se contenter trop rapidement d'efforts partiels de la part des banques, un point indiqué par le rapport de la Finma (2009c).

Si le régulateur suisse ne s'est pas montré aussi sceptique et persistant qu'il aurait dû (Finma 2009c), il est important de rappeler que ce problème n'est de loin pas limité à la Suisse. Les autorités britanniques ont longtemps défendu une approche coopérative de la régulation (« light touch regulation ») afin de promouvoir la place financière britannique. Les régulateurs américains ont également manqué de scepticisme, par exemple en autorisant la prolifération de structures hors bilan. Le problème a été aggravé par la fragmentation de l'appareil de régulation et les efforts de lobbying du secteur financiers auprès des autorités politiques.

Le déséquilibre entre régulateurs et régulés est un problème qui mérite une attention particulière en Suisse. Tout d'abord la disproportion de moyens est parmi les plus marquées du fait de la taille des banques par rapport à l'économie. Ensuite, le rôle dominant des grandes banques implique qu'une réduction de rentabilité du fait de l'adoption de mesure prudentielle peut être présentée comme un coût pour l'ensemble de l'économie. Finalement, la taille limitée du pays implique un cercle relativement restreint de personnes à même de gérer la complexité des banques modernes. Il existe alors un risque que les régulateurs soient trop proches de leurs homologues dans la banque et manquent de recul. Si ce risque de « regulatory capture » n'est de loin pas limité à la Suisse, la petite taille du pays implique qu'il y soit prêté plus attention qu'ailleurs. Nous revenons sur cette question à la section 5.2 ci-dessous.

2.3. Soutien au secteur financier et bancaire durant la crise

2.3.1. Les trois stratégies de l'intervention étatique

UBS et Crédit Suisse ont été fortement frappés par la crise actuelle. Leurs pertes combinées se montent à 62 milliards de dollars, les plaçant au 4^{ème} et 16^{ème} rang respectivement des banques ayant subi les pertes les plus lourdes (tableau 2.3). Si la quasi-totalité des banques internationales ont essuyé de lourdes pertes, le problème revêt une ampleur particulière pour la Suisse étant donné la disproportion entre la taille des banques et celle de l'économie : les pertes d'UBS et de Crédit Suisse représentent en effet 12 pourcent du PIB helvétiques, alors que les pertes des établissements américains ne représentent que 3.3 pourcent du PIB des États-Unis.

Les instances de politique économique de plusieurs pays, dont la Suisse, sont intervenues de manière rapide et agressive dès l'éclatement de la crise en Août 2007. Durant la première année de la crise la réaction aux tensions sur les marchés interbancaires a principalement pris la forme d'injections de liquidités massives par les banques centrales, un aspect analysé plus en détail au chapitre 3. Plusieurs grandes banques ont également dû reconnaître des pertes substantielles liées au marché immobilier américain, y compris UBS.

Tableau 2.3 : Les vingt plus larges pertes bancaires
(Milliards de dollars - Février 2009)

Firm	Pertes	Capital levé		Pertes	Capital levé
Wachovia Corporation	97.9	11	Wells Fargo & Company	17.3	41.8
Citigroup Inc.	85.4	109.3	Lehman Brothers Holdings	16.2	13.9
Merrill Lynch & Co.	55.9	29.9	Deutsche Bank AG*	15.8	5.9
UBS AG	48.6	32.1	Royal Bank of Scotland Gr	14.8	50.1
Washington Mutual Inc.	45.6	12.1	Barclays Plc*	14.7	27.6
Bank of America Corp.	40.2	78.5	Credit Suisse Group AG	13.7	11.7
HSBC Holdings Plc	33.1	4.9	IKB Deutsche Industriebanl	13.4	11
JPMorgan Chase & Co.	29.5	44.7	ING Groep N.V.	12.3	19
National City Corp.	26.2	8.9	HBOS Plc	9.3	23.2
Morgan Stanley	21.5	24.6	Credit Agricole S.A.	8.9	11.6

Source ; Bloomberg

Les problèmes du secteur bancaire s'articulent autour de trois aspects. Premièrement, si les banques ont brutalement subi des pertes sur certains de leurs actifs, le risque de pertes futures était – et reste – difficile à évaluer. Deuxièmement, ces pertes ont entamé leurs fonds propres mettant leur solvabilité en doute. Troisièmement, le risque de faillite rend les investisseurs réticents à prêter à ces banques, et ce même à court terme. De même, les particuliers peuvent décider de retirer leurs dépôts de peur de les voir bloqués en cas de faillite.

La solution peut également s'articuler autour de ces trois aspects. Le premier problème peut être résolu en enlevant les actifs à problème du bilan des banques et en les mettant dans une structure séparée. Cela permet aux banques de tourner la page et de reprendre leur rôle de financement de l'activité économique. Le second problème est résolu par une augmentation des fonds propres, soit en amenant de nouveaux investisseurs privés, soit en injectant des fonds publics dans la banque ce qui équivaut à une nationalisation du moins partielle. Le troisième problème peut être résolu par une garantie publique des emprunts et dépôts de la banque. Les investisseurs et épargnants, assurés que leur fonds seront disponibles, se montreront plus enclin à prêter à la banque et à y conserver leurs dépôts. Une stratégie complémentaire visant à restaurer la confiance des investisseurs est de procéder à une évaluation de la solidité des banques individuelles (« stress test ») et de communiquer les résultats afin de permettre aux marchés de différencier entre les établissements sains et ceux à problème.

Les trois stratégies présentent toutes des avantages et des inconvénients. La mise à l'écart des actifs problématique permet de concentrer l'effort sur la source du problème. Toutefois un point central, et délicat, est la valeur de transfert de ces actifs. Si le transfert se fait à une valeur basse, la banque se défaisant des actifs est forcée de reconnaître une perte substantielle affaiblissant encore plus ses fonds propres, avec un risque sérieux de se retrouver insolvable. Si la valeur de rachat est plus élevée que la valeur de long terme de ces actifs, la structure les reprenant devra faire face à une perte substantielle, reportée sur les contribuables qui dans la plupart des cas financent la structure. Dans ce cas la mise à l'écart des actifs représente un subside du contribuable aux banques, mais avec un certain manque de transparence. En outre, il est difficile d'évaluer la cause du bas prix des actifs. S'il reflète un problème

temporaire du fait de marchés dysfonctionnels, une reprise à un prix relativement élevé peut se justifier car les autorités peuvent se permettre d'attendre jusqu'au retour de conditions normales. Si en revanche la valeur des actifs a fondamentalement baissé, une reprise à prix élevé se soldera par des pertes pour le contribuable.

La seconde stratégie de nationalisation partielle ou totale des banques a l'avantage d'agir directement sur leur décision pour soutenir le volume de crédit à l'économie, plutôt que de procéder de manière indirecte. Elle expose toutefois le contribuable à des pertes substantielles si les actifs de la banque continuent de se déprécier. Cette stratégie soulève en outre la question de la privatisation ultérieure, toujours délicate dans son timing et ses aspects politiques. En outre, il est important que les actionnaires initiaux de la banque subissent une perte substantielle sur leurs avoirs. Sans cela, l'intervention des pouvoirs publics reviendrait à socialiser les pertes et privatiser les bénéficiaires, et serait source d'aléa moral en encourageant les banques à prendre des risques inconsidérés.

La troisième stratégie de garantie des passifs des banques représente l'avantage de n'impliquer que peu de dépenses publiques dans l'immédiat, voire aucune. Cette stratégie vise en fait à prévenir des mouvements de panique. Si elle est crédible, l'absence de tels mouvements ne met alors pas le gouvernement devant l'obligation de remplir sa promesse. Il convient de noter que cette crédibilité dépend de l'effort potentiel que l'état devrait fournir. Cela représente un point des plus pertinents pour la Suisse. Si les autorités s'engageaient à couvrir une grande partie du bilan d'une des grandes banques, cette promesse serait sans doute reçue avec scepticisme par les marchés car l'effort dépasserait alors la capacité fiscale du pays. Un inconvénient de cette dernière stratégie est qu'elle se limite à prévenir un problème additionnel, à savoir une perte de confiance des investisseurs, mais sans résoudre le problème initial de la réduction des fonds propres de la banque et du frein que cela exerce sur le volume de crédit.

La conduite de « stress test », si elle permet de clarifier la situation des établissements, n'est également pas sans risque. En particulier, le test doit être réaliste. Si le scénario est trop bénin, les investisseurs ne prendront pas les résultats au sérieux et la crédibilité des autorités serait érodée. Il convient également d'accompagner l'identification des banques à problème par une stratégie claire et crédible qui permettra à ces banques de retrouver une situation profitable, faute de quoi les résultats risquent de précipiter un mouvement de panique.

2.3.2. Les interventions durant la crise

Durant la première année de la crise, plusieurs banques ont renforcé leurs fonds propres sans recourir à l'aide publique. Les fonds souverains des pays émergents ont ainsi acquis des participations substantielles dans plusieurs grandes banques à l'automne 2007, comme UBS et Citigroup. De fait, l'UBS a été une des premières grandes banques internationales à reconnaître ses pertes et, surtout, à se recapitaliser. Ceci a permis que la première (en décembre 2007) et la deuxième (en avril 2008) recapitalisations puissent attirer des capitaux privés. Très peu de grandes banques ont pu ainsi commencer à reconstituer leur capital par appel au marché privé. Les pertes de l'UBS étant considérables, ces deux recapitalisations n'ont pas suffi et, comme la plupart des autres grandes banques, l'UBS a dû avoir recours à une aide publique en octobre 2008. Le Crédit Suisse, lui, a pu échapper à une intervention publique

lorsqu'il a procédé à une recapitalisation en octobre 2008, au cœur de la crise.⁸ La chute de Lehman Brothers en Septembre 2008, et le chaos subséquent sur les marchés financiers, n'a pas laissé aux banques d'autre choix que de recourir à l'aide des gouvernements.

L'aide publique au secteur bancaire s'est articulée autour des trois axes présentés ci-dessus : mise en quarantaine des actifs problématiques, recapitalisation des banques, et garanties de prêts. Le recours à ces trois axes a varié d'un pays à l'autre, reflétant les spécificités de chacun (tableaux 2.4 et 2.5). Par exemple, les autorités britanniques ont de facto nationalisé les grandes banque d'outre manche en y injectant des capitaux publics. La procédure adoptée aux États-Unis (TARP) s'est avérée plus fluctuante et fortement controversée. Elle combine une injection de fonds publics, quoique moindre qu'au Royaume Uni, des garanties sur les prêts aux banques, ainsi qu'un plafonnement des pertes sur les actifs toxiques qui s'apparente à une mise en quarantaine. Les mesures d'aide publique ne se sont pas limitées au secteur bancaire proprement dit. Le cas le plus notable est celui de l'assureur américain AIG, auprès duquel la plupart des grandes banques avaient acquis des produits dérivés (credit default swap) afin de couvrir le risque sur leurs portefeuilles. Une faillite d'AIG aurait invalidés ces contrats et conduit à une brutale détérioration de la situation des banques. Les conséquences d'un tel choc étant totalement imprévisibles, la Réserve Fédérale américaine a de facto nationalisé AIG, et cela malgré le fait que cette entreprise ne tombait pas strictement sous sa responsabilité.

⁸ L'UBS en revanche était moins à même de pouvoir conduire une telle capitalisation, étant plus exposée au problèmes hypothécaire américains, et ayant déjà mis les investisseurs privés à contribution lors des deux recapitalisations précédentes.

**Tableau 2.4 : Principales mesures de soutien au secteur financier
à l'automne 2008**

	Achat d'actifs	Garantie d'emprunts	Injections de capitaux
Canada		Canadian Lenders Assurance Facility, garantie des emprunts sur 3 years (23 Octobre)	
USA	Emergency Economic Stabilization Act, 700 milliards de dollar (TARP, 3 Octobre).	Prêt de 85 milliards de dollar de la Federal Reserve à AIG (16 Septembre), extension (8 Octobre). Garantie temporaire des emprunts, 50 milliards de dollar (19 Septembre) Asset Backed Commercial Paper Facility et Money Market Fund Liquidity Facility (29 Septembre) Augmentation temporaire de la garantie de dépôts bancaires par la FDIC à 250,000 dollars (7 Octobre) Programme Temporary Liquidity Guarantee (14 Octobre)	
UK		Augmentation de la garantie de dépôts bancaires à 50,000 livres (3 Octobre) Credit Guarantee scheme: garantie de dette de court terme (8 Octobre)	Injection de 3.7 milliards de livres dans HBOS/Lloyds et RBS
France	Achats d'actifs pour 40 milliards d'euros (13 Octobre)	Garantie d'emprunts de 320 milliards d'euros (13 Octobre)	Recapitalisation de Dexia pour 3 milliards d'euros (30 Septembre) Injection de 10.5 milliards d'euros en dette convertible dans les six plus grandes banques (20 Octobre).
Allemagne		Financement de 35 milliards d'euros pour Hypo Real Estate, garantie de 50 milliards de dettes (29 Septembre) Garantie des comptes bancaires (5 Octobre) Fonds de stabilisation (Soffin) 400 milliards d'euros (13 Octobre), prêt à Hypo pour 15 milliards (31 Octobre).	Injection de capital dans Bayern LB (22 Octobre)
Irlande		Augmentation de la garantie de dépôts à 100'000 euros (20 Septembre) Garantie des dépôts auprès des six banques principales (30 Septembre)	
Espagne	Achats d'actifs pour 30 milliards d'euros (7 Octobre)	Augmentation de la garantie de dépôts (6 Octobre) Garantie des dettes pour 100 milliards d'euros (13 Octobre)	
Suisse	Création du StabFund pour racheter les actifs problématiques d'UBS (16 Octobre)		Prêt convertible de 6 milliards de CHF à UBS (16 Octobre)

Tableau 2.5 : Mesures de soutien, Septembre 2008-Juin 2009

Date of announcement	Country/Institution	Type of action ¹	Type of measure ²	Currency	Amount (billions) ³	DESCRIPTION
16 Sep 2008	AIG	SAA	CI	USD	85	Emergency credit line to AIG from the NY Fed, in exchange for which the US Treasury gets a 79.0% equity interest.
29 Sep 2008	Fortis	SAA	CI	EUR	4	The Dutch government purchases 49% of the Dutch activity of Fortis Group (jointly with Belgium and Luxembourg).
30 Sep 2008	Dexia	SAA	CI	EUR	3	The French government recapitalises Dexia, replacing top management positions (jointly with Belgium and Luxembourg).
03 Oct 2008	Fortis	SAA	CI	EUR	13	The Dutch government completes the nationalisation of the Dutch arm of Fortis Group.
	US	PRO	AP	USD	700	Emergency Economic Stabilization Act, containing a commitment for up to \$700 billion to purchase bad assets from banks (TARP).
06 Oct 2008	Hypo Real Estate	SAA	DG	EUR	50	First round of help for HRE.
08 Oct 2008	IT	PRO	CI	EUR	Unspecified	Italy approves a law granting the government the possibility to recapitalise distressed banks.
	GB	PRO	CI	GBP	50	The United Kingdom adopts a comprehensive rescue plan, including CI and DG measures.
PRO		DG	GBP	250		
09 Oct 2008	NL	PRO	CI	EUR	20	The government announces that public funds can be used for bank recapitalisation, of which €20 billion immediately available.
10 Oct 2008	CA	PRO	DG	CAD	Unspecified	The government announces a scheme to guarantee bank liabilities.
12 Oct 2008	AU	PRO	DG	AUD	Unspecified	The government announces a scheme to guarantee bank liabilities.
13 Oct 2008	FR	PRO	CI	EUR	40	Over the weekend, euro area countries agree on a concerted action plan to preserve banking stability; as a follow-up national governments approve schemes including CI, DG and AP.
		PRO	DG	EUR	265	
	DE	PRO	DG	EUR	400	
		PRO	CI&AP	EUR	80	
	IT	PRO	DG	EUR	Unspecified	
	ES	PRO	DG	EUR	100	
		PRO	CI	EUR	Unspecified	
US	PRO	CI	USD	250		
	PRO	CI	USD	250	The government announces that up to \$250 billion of TARP funds, originally earmarked to buy bad assets, will instead be used to recapitalise banks (Capital Purchase Program).	
14 Oct 2008	NL	PRO	DG	EUR	200	Debt guarantee scheme approved.
	US	PRO	DG	USD	2,250	Debt guarantee scheme approved.
16 Oct 2008	UBS	SAA	AP	USD	54	The Swiss government recapitalises UBS and the SNB sets up a vehicle to remove up to \$60 billion worth of illiquid assets from UBS's balance sheet, on which the bank will bear the first \$6 billion loss.
		SAA	CI	CHF	6	
05 Nov 2008	CH	PRO	DG	CHF	Unspecified	The government announces that it will - if needed - provide a guarantee on bank liabilities.
10 Nov 2008	AIG	SAA	AP	USD	47	Second round of help to AIG, including purchase of illiquid assets and capital injection via preferred shares (partly replacing the \$85 billion credit line).
		SAA	CI	USD	15	
13 Nov 2008	Hypo Real Estate	SAA	DG	EUR	20	The government provides a guarantee on loans to HRE worth €20 billion (partly replacing the first round of measures).
23 Nov 2008	Citigroup	SAA	AG	USD	262	The Treasury subscribes \$20 billion preferred shares and ring-fences troubled assets worth up to \$308 billion (later reduced to \$301 billion - on which Citigroup bears a first loss).
		SAA	CI	USD	20	
28 Nov 2008	IT	PRO	CI	EUR	Unspecified	The government approves a law to inject capital into sound banks.
17 Dec 2008	JP	PRO	CI	JPY	12000	A law is approved increasing the available funds for recapitalisation of banks from JPY 2 trillion to 12 trillion.
16 Jan 2009	Bank of America	SAA	AG	USD	97	The Treasury subscribes \$20 billion of preferred shares and ring-fences troubled assets worth up to \$118 billion (on which BoA bears a first loss).
		SAA	CI	USD	20	
19 Jan 2009	GB	PRO	AG	GBP	Unspecified	A new plan is announced by the government, including the possibility for financial institutions to ring-fence selected portfolios of illiquid assets through a government backstop insurance.
26 Jan 2009	ING	SAA	AG	EUR	28	The Dutch government provides a backup facility to cover the risks of the bank's securitised mortgage portfolio worth €35.1 billion (of which ING bears a 20% loss).
03 Feb 2009	JP	PRO	AP	JPY	1000	Japan reintroduces a previously abandoned programme to purchase stocks from banks' balance sheets will resume.
10 Feb 2009	US	PRO	CI	USD	Unspecified	The Obama administration announces a new plan, including the Capital Assistance Program (stress tests and capital injections) and the Public-Private Investment Program (to remove legacy assets from banks' balance sheets; committed resources have been later quantified in \$75-100 billion).
		PRO	AP	USD	Unspecified	
02 Mar 2009	AIG	SAA	CI	USD	30	Third round of help to AIG: the Treasury commits to a further \$30 billion equity line, converts part of earlier preferred stock investments into instruments more closely resembling equity and restructures parts of AIG activities.
17 Mar 2009	JP	PRO	CI	JPY	1,000	The Bank of Japan announces a framework for providing subordinated loans to banks.
13 May 2009	DE	PRO	AG	EUR	200	Facility for banks to transfer toxic assets to a SPV, in exchange for government-guaranteed bonds.
09 Jun 2009	US	PRO	CI	USD	-68	The US Treasury allows 10 big banks to pay back funds received under the Capital Purchase Program.

¹ SAA = standalone action; PRO = programme. ² CI = capital injection or emergency loan; DG = debt guarantee; AP = asset purchase; AG = asset guarantee. ³ indicates the size of government exposure for the various interventions.

Sources: Central bank, government and company websites; press reports.

Source : Panetta et al. (2009, table 1.1)

En Suisse l'intervention publique du 16 Octobre 2008 s'est concentrée sur UBS, alors que le Crédit Suisse est parvenu à procéder à une recapitalisation au cœur de la crise. L'intervention combine une mise en quarantaine des actifs à problème d'UBS dans une structure de portage financée principalement par un prêt de la BNS, ainsi qu'une injection de 6 milliards de fonds publics sous la forme d'un emprunt convertible, équivalent à la prise de participation d'UBS dans la société de portage.

Les états ont en outre étendu la générosité de la garantie des dépôts de particuliers auprès des banques afin d'éviter une panique généralisée. La Suisse a rapidement amélioré la garantie des dépôts bancaires (de CHF 30'000 à CHF 100'000), sans toutefois adopter une garantie illimitée. Au contraire certains pays, suivant l'exemple Irlandais, ont offert explicitement (Allemagne, par exemple) ou implicitement (France, par exemple) une telle garantie illimitée. Ces mesures ont permis d'éviter des mouvements de panique bancaire dont les conséquences auraient été immenses. L'approche de couverture limitée adoptée en Suisse a bien fonctionné, sans doute parce qu'une partie importante du réseau bancaire (les banques cantonales) offrent déjà une garantie à 100% et aussi parce qu'une seule banque était effectivement menacée. Le résultat a été une migration des dépôts de l'UBS vers les banques cantonales et les Banque Raffeisen.

Si certaines mesures impliquent une dépense de fonds publics, comme par exemple le rachat d'actifs problématiques, d'autres, comme la garantie des dépôts, n'impliquent qu'une dépense contingente à l'aggravation d'un problème, sans dépense dans l'immédiat (tableau 2.6).

Tableau 2.6 : Appui promis et dépenses effectives, Septembre 2008-Juin 2009

Euro billions and percentage points	Capital injections			Debt guarantees (1)			Asset purchase			Asset guarantees (1)			Total			
	% of GDP (2008)	% of banking sector assets (end 2008)	% of banking sector assets (end 2008)	% of GDP (2008)	% of banking sector assets (end 2008)	% of banking sector assets (end 2008)	% of GDP (2008)	% of banking sector assets (end 2008)	% of banking sector assets (end 2008)	% of GDP (2008)	% of banking sector assets (end 2008)	% of banking sector assets (end 2008)	Euro billions	% of GDP	% of banking sector assets (end 2008)	
Australia																
Commitments	-	-	-	UNS	UNS	UNS	-	-	-	-	-	-	UNS	UNS	UNS	
Outlays	-	-	-	62	10.4	4.6	-	-	-	-	-	-	62	10.4	4.6	
Canada																
Commitments	-	-	-	UNS	UNS	UNS	-	-	-	-	-	-	UNS	UNS	UNS	
Outlays	-	-	-	0	0	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
France																
Commitments	43	2.2	0.6	320	16.4	4.2	-	-	-	5	0.2	0.1	368	18.9	4.8	
Outlays	28	1.4	0.4	72	3.7	0.9	-	-	-	5	0.2	0.1	104	5.3	1.4	
Germany (2)																
Commitments	80	3.2	1.0	420	16.9	5.3	UNS	UNS	UNS	200	8.0	2.5	700	28.1	8.9	
Outlays	22	0.9	0.3	129	5.2	1.6	0	0	0	0	0	0	151	6.1	1.9	
Italy (3)																
Commitments	20	1.3	0.5	UNS	UNS	UNS	-	-	-	-	-	-	UNS	UNS	UNS	
Outlays	10	0.6	0.3	0	0	0	-	-	-	-	-	-	10	0.6	0.3	
Japan																
Commitments	105	2.5	0.9	-	-	-	8	0.2	0.1	-	-	-	113	2.7	0.9	
Outlays	3	0.1	0.0	-	-	-	0	0.0	0.0	-	-	-	3	0.1	0.0	
Netherlands																
Commitments	37	6.2	1.7	200	33.6	9.0	-	-	-	28	4.7	1.3	265	44.6	11.9	
Outlays	31	5.1	1.4	40	6.8	1.8	-	-	-	28	4.7	1.3	99	16.6	4.4	
Spain																
Commitments	UNS	UNS	UNS	100	9.1	3.0	-	-	-	-	-	-	UNS	UNS	UNS	
Outlays	0	0	0	31	2.8	0.9	-	-	-	-	-	-	31	2.8	0.9	
Switzerland																
Commitments	4	1.1	0.2	UNS	UNS	UNS	27	7.6	1.3	-	-	-	UNS	UNS	UNS	
Outlays	4	1.1	0.2	0	0	0	27	7.6	1.3	-	-	-	31	8.7	1.5	
United Kingdom																
Commitments	54	3.4	0.7	269	17.2	3.4	-	-	-	523	33.4	6.7	845	54.0	10.8	
Outlays	54	3.4	0.7	113	7.2	1.4	-	-	-	523	33.4	6.7	690	44.1	8.8	
United States (4)																
Commitments	335	3.0	3.4	1,760	15.7	18.0	115	1.0	1.2	281	2.5	2.9	2,491	22.3	25.5	
Outlays	237	2.1	2.4	271	2.4	2.8	36	0.3	0.4	281	2.5	2.9	825	7.4	8.4	
Total commitments (5)	677	2.6	1.1	3,131	11.8	5.2	150	0.6	0.3	1,036	3.9	1.7	4,994	18.8	8.3	
Total outlays	387	1.5	0.6	719	2.7	1.2	64	0.2	0.1	836	3.2	1.4	2,006	7.6	3.3	

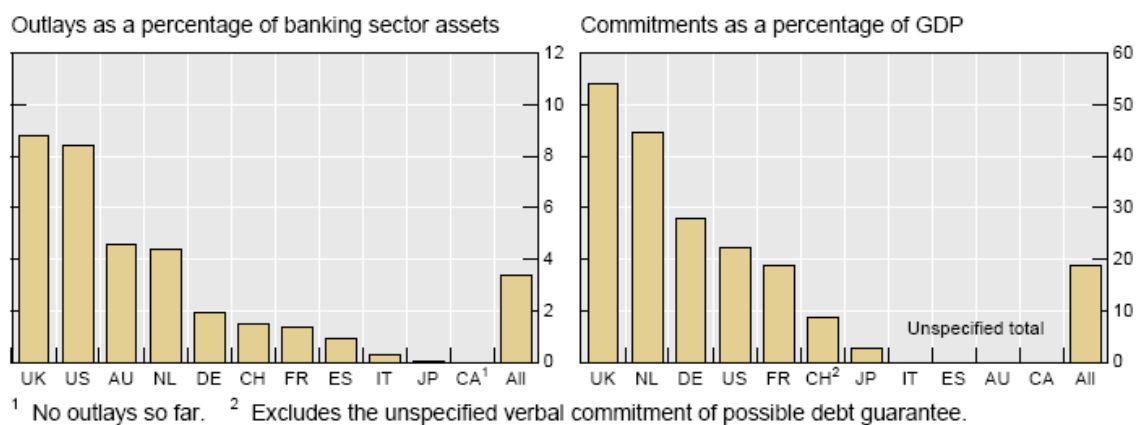
¹ As of 10 June 2009 unless otherwise specified. UNS = unspecified amount; "-" = no programme/action. Banking sector assets are consolidated data of: for Australia, banks, credit unions, building societies and corporations; for Canada, chartered banks; for Japan, depository corporations (banks and collectively managed trusts); for Switzerland, all domestic banks; for the five euro area countries and the United Kingdom, monetary financial institutions; and for the United States, commercial banks. (1) Outlays indicate the value of liabilities/assets actually under government guarantee. Debt guarantee outlays comprise only bonds publicly issued up to 29 May, except for: Australia, where they indicate average daily outstanding amounts of both deposits and wholesale funding in May 2009; and for the United States, where they include all outstanding FDIC-guaranteed liabilities as of 31 May. (2) Part of the €80 billion set aside for recapitalisation can be used also for asset purchase. (3) The commitment for capital injection indicates the upper bound of the global budget for the measure as approved by the European Commission; outlays include the intended (publicly announced) requests for funds not yet finalised. (4) Figures exclude the capital injections to Freddie Mac and Fannie Mae and the \$700 billion TARP commitment to buy illiquid assets (later modified for other purposes); capital injection outlays are net of funds already repaid by the time of writing. (5) Unspecified commitments are proxied by actual outlays.

Sources: Bloomberg; company and government/central bank websites; press reports; authors' calculations.

Source : Panetta et al. (2009, table 1.2)

L'ampleur de ces mesures a été substantielle, représentant 8 pourcent des actifs bancaires aux États-Unis et au Royaume Uni (figure 2.1). Si les mesures prises en Suisse paraissent plus modestes par rapport à la taille du secteur bancaire (1.5 pourcent), il convient de rappeler qu'elles ne concernent qu'une seule banque, dont elle représente 3.8 pourcent des avoirs.⁹ Étant donné la grande taille du secteur bancaire par rapport à l'ensemble de l'économie dans certains pays, l'impact macroéconomique des mesures est mieux apprécié par une comparaison par rapport au PIB. Les mesures de soutien représentent plus de la moitié du PIB britannique, suivi par les Pays Bas (tableau 2.6 et figure 2.1). L'effort est également soutenu aux États-Unis (20 pourcent du PIB). En comparaison internationale, à 10 pourcent du PIB, l'effort suisse apparaît relativement modéré.

Figure 2.1: Mesures de soutien au secteur financier



Source : Panetta et al. (2009, figure 1.1)

Les mesures de soutien au secteur financier ont rencontré un certain succès. Panetta et al. (2009) estiment que les mesures les plus efficaces pour l'ensemble du secteur bancaires ont été les garanties de prêts, suivies des injections de capital. Les rachats d'actifs par contraste n'ont qu'un succès limité pour l'ensemble du secteur, mais un effet plus marqué pour les banques directement concernées.

2.3.3. Implémentation des mesures

L'implémentation des différentes mesures de soutien s'étant déroulée dans l'urgence, il n'est guère surprenant qu'elle ne se soit pas faite sans quelques heurts.

États-Unis

Le plan Paulson a connu diverses moutures. La première version présentée au Congrès après la chute de Lehman Brothers présentait un degré d'improvisation marqué. Le plan en question ne couvrait que trois pages et n'articulait pas une stratégie bien définie. Il est peut surprenant que le Congrès ait demandé à l'administration américaine de revoir sa copie et de présenter une approche plus

⁹ Les statistiques de la BNS indiquent qu'à la fin 2008 UBS représente 38.6 pourcent des avoirs du secteur bancaire suisse.

élaborée qui fut acceptée. Cependant, l'approche américaine reste empreinte d'un manque de stratégie claire. Si une partie des fonds a été utilisée pour renforcer les fonds propres des banques, les autorités se sont refusé de parler de nationalisation effective. De même, les structures de partenariat public-privé destiné à relancer le marché pour les titres adossés aux hypothèques manquaient de clarté, expliquant en partie leur succès limité. S'il est normal que les mesures de politique économique s'ajustent à une crise en évolution, le manque de ligne directrice claire semble refléter une réticence à admettre le coût que le contribuable devrait absorber pour un nettoyage complet du système bancaire, les autorités cherchant plutôt des solutions palliatives. Les autorités américaines ont également conduit une série de « stress test » au printemps 2009, et ont communiqué les résultats détaillés au public. Quelques grandes banques ont été identifiées comme saines, et autorisées à quitter la protection du Trésor. D'autres, par contre, ont fait l'objet d'un diagnostic plus réservé et sont restés dans le giron protecteur de l'état. Ces tests, dont les paramètres ont été présentés avec un certain détail, ont grandement contribué à rassurer les marchés.

Grande-Bretagne

La réponse des autorités britanniques a initialement été marquée par un manque de coordination entre les différents acteurs, particulièrement dans le cadre du sauvetage de la banque Northern Rock pour lequel la Banque d'Angleterre et la Financial Service Authority ne semblaient pas suivre la même stratégie initialement, la Banque exprimant une réticence à sauver Northern Rock des conséquences de ses erreurs. La situation a cependant nettement évolué dans la seconde phase de la crise avec la décision du gouvernement de nationaliser de facto une grande partie du système bancaire. Le défi des autorités britanniques est maintenant de privatiser et de gérer le coût substantiel de cette politique pour les finances publiques.

Zone euro

Les interventions dans la zone euro ont fait preuve d'un manque de coordination et d'une certaine improvisation reflétant l'absence d'un cadre existant pour la gestion de problème dans des banques actives dans plusieurs états (De Larosière 2009, Pisani-Ferry et Sapir 2009). Si les autorités sont parvenues à gérer les problèmes des banques Dexia et Fortis, essentiellement par le biais de recapitalisations, ces interventions ont été effectuées en hâte et en bilatéral. En outre, le nombre limité de pays concernés (2 et 3 respectivement) limitait le degré de complexité de la crise. Il n'est pas certain que la résolution d'une crise similaire pour un établissement couvrant un plus grand nombre de pays se soit déroulée aussi bien. Si les autorités européennes ont conduit des « stress test », les critères du scénario ont été laissés à l'appréciation des différents états, donnant lieu à une palette de standards, et les résultats n'ont pas été communiqués publiquement. En conséquence il existe un très fort scepticisme en ce qui concerne la situation des grandes banques, surtout en Allemagne et en France.

Canada

Les autorités canadiennes se sont concentrées sur l'établissement de garantie des dettes bancaires. Ces garanties ne furent pas mises à contribution car les banques canadiennes ont traversé la crise sans subir de pertes massives (Ratnovski et Huang 2009).

Suisse

L'intervention des autorités suisses a été relativement claire et ciblée en comparaison internationale. Tout d'abord, la participation de l'état au capital d'UBS a été limitée, et revendue dès que possible avec un bénéfice substantiel. Ensuite, les actifs toxiques de l'UBS ont été clairement isolés. Si leur valeur ultime demeure incertaine, la performance du portefeuille jusqu'ici n'a pas montré des pertes substantielles. La politique suisse a eu le mérite d'éviter une panique des déposants, tout en limitant l'aléa moral puisque UBS a subi des retraits importants au bénéfice d'autres banques. Le système bancaire a donc été stabilisé et le « coupable » pénalisé.

Le succès relatif de la Suisse doit toutefois être tempéré par deux aspects. Tout d'abord, le fait que les problèmes aient été limités à une seule banque a sans doute joué en faveur de la Suisse. Les autorités ont pu mettre en place une réponse plus ciblée que si l'ensemble du secteur bancaire avait été touché. Ensuite, la dominance des deux grandes banques implique que la situation en temps de crise est l'une de deux extrêmes. Soit le problème reste limité, permettant à la banque de survivre, et le coût pour le contribuable reste limité, voire nul. Soit la situation est suffisamment grave pour entraîner la faillite de l'une des grandes banques, auquel cas le coût de la recapitalisation pourrait bien excéder les capacités fiscales du pays. Dans ce deuxième cas, la Suisse connaîtrait une situation similaire à celle de l'Islande, où l'état n'a pas les ressources nécessaires pour gérer la faillite des banques et a du recourir à l'aide du FMI dans une situation de crise économique aigue. Si les problèmes d'UBS sont restés suffisamment limités pour ne pas entraîner la banque dans la faillite, il convient de ne pas oublier combien la situation à l'automne 2008 était tendue. Si la crise s'était aggravée, la Suisse aurait pu connaître une profonde dépression économique.

2.4. Les leçons de la crise

2.4.1. Supervision bancaire

La supervision bancaire n'a pas anticipé la situation, elle a donc failli. Le fait que toutes les autorités des différents pays ont échoué ne doit pas nous faire perdre de vue que des voix, et non des moindres, ont souligné le risque que le boom immobilier américain et l'euphorie des marchés financiers faisait courir. Les autorités de supervision se sont concentrées sur la situation de banques individuelles et n'ont pas suffisamment porté leur attention sur la dimension systémique. De plus, ces autorités ne se sont pas montrées suffisamment distantes des banques dont elles avaient la charge, et auraient dû faire preuve d'un plus grand scepticisme dans leur évaluation des analyses présentées par les banques. En outre, le mandat de supervision s'est avéré trop étroit. L'assureur AIG n'était soumis qu'à une régulation minimale étant donné qu'il n'est pas une firme bancaire au sens strict, bien qu'il joue de facto un rôle central dans le fonctionnement des marchés financiers.

Les autorités helvétiques n'ont pas fait exception (Finma 2009c). Le problème est cependant particulièrement marqué pour la Suisse étant donné la grande taille du secteur bancaire, et d'UBS et du Crédit Suisse en particulier. Si un pays comme les États-Unis peut absorber le coût des erreurs de supervision, ceci est nettement moins le cas pour l'économie suisse.

Les perspectives de réformes sont discutées plus en détail au chapitre 5, mais quelques points méritent d'être soulignés. Tout d'abord une crise bancaire n'est pas une fatalité. L'exemple canadien est instructif sur ce point. Malgré la forte imbrication de l'économie canadienne avec celle des États-Unis, les banques canadiennes ont traversé la tourmente avec des dégâts limités. Cela reflète une structure de financement à plus long terme, ainsi qu'une législation limitant les pratiques à risque sur le marché hypothécaire (Ratnovski et Huang 2009).

Le message important est que régulateurs et superviseurs doivent avoir un sens critique particulièrement développé. La stratégie exacte de régulation apparaît secondaire, comme le montre l'expérience différente de pays aux stratégies similaires (FSA 2009b). Par exemple, les banques britanniques ont été tout aussi durement frappées par la crise que leurs consœurs américaines, malgré le fait que la supervision était concentrée au sein d'une agence au Royaume Uni au lieu d'être dispersée comme aux États-Unis.

La question de la collaboration entre superviseur et banque centrale est partout délicate. En période de crise, les deux autorités doivent avoir accès à la totalité des informations et elles doivent aussi agir dans le même sens. Il n'y a pas de solution parfaite. Attribuer la responsabilité à la banque centrale comme en Allemagne ou en Espagne, garanti une coordination parfaite mais l'inconvénient est de créer un risque potentiel de conflit d'intérêt. Si la banque centrale échoue en tant que superviseur, elle se doit de « corriger » son erreur en tant que prêteur en dernier ressort. De plus, elle met en jeu sa crédibilité monétaire. La Suisse a choisi d'avoir un superviseur unique indépendant, qui est le modèle adopté en Grande Bretagne. Durant cette crise, vu de l'extérieur, la coordination *durant* la crise a bien fonctionné, à la différence de ce qui s'est passé en Grand Bretagne. Il reste à savoir si la BNS avait détecté les problèmes d'UBS *avant* la crise.

2.4.2. Interventions urgentes en matière de liquidité

La réponse des autorités aux problèmes de liquidité des banques s'est avérée prompt et adéquate, y compris en Suisse. Cet aspect est discuté en détails au chapitre 3.

2.4.3. Interventions urgentes en matière de solvabilité

Si la réponse des autorités aux problèmes de solvabilité des banques à l'automne 2008 a été rapide, les stratégies n'ont pas toujours été claires. Une certaine improvisation est apparente dans la réponse de plusieurs pays. S'il serait irréaliste d'attendre une réponse sans accroc à une crise d'une telle ampleur, il n'en demeure pas moins que les autorités ont été prises de cours dans plusieurs pays.

Les difficultés étaient en partie conceptuelles. Comment maintenir à flot des banques en situations d'insolvabilité ? Comment reconstituer dans l'urgence les fonds propres détruits par des pertes immenses ? Comme en témoigne le côté improvisé du premier plan Paulson, la réflexion n'avait pas été menée. La Grande-Bretagne et la Suisse ont été les premiers pays à offrir des solutions satisfaisantes.

Les difficultés étaient aussi politiques. Dans tous les cas l'argent du contribuable était engagé, ce qui signifie que les décisions ne pouvaient pas être prises au niveau technique (banques centrales et autorités de supervision). La situation électorale explique en partie les difficultés du plan Paulson. Le blocage idéologique contre le

mot « nationalisation » est une autre explication. Dans chaque pays, les sources traditionnelles du débat politique sont revenues à la surface.

La conclusion qui s'impose est d'anticiper les crises bancaires. Le gouvernement britannique a proposé d'établir, banque par banque, un mécanisme de résolution (« living will ») agréé par les autorités de supervision et accepté par chaque banque. En cas d'insolvabilité, le mécanisme serait automatiquement exécuté. La question ne semble pas avoir débattue en Suisse, en public tout au moins. Elle est examinée plus bas (chapitre 5).

2.4.4. Coût des opérations de soutien aux banques

S'il est encore trop tôt pour établir le coût des politiques de soutien au système financier, il apparaît que celui-ci sera conséquent. Plusieurs pays, dont les États-Unis et la Grande Bretagne, font face à une hausse des dettes publiques sans précédent en temps de paix. Si cette hausse reflète dans une large mesure les plans de relance fiscale discutés au chapitre 4, ils sont également affectés par le coût des mesures de soutien aux banques. La volonté de l'administration américaine de percevoir une taxe sur les banques pour recouper le prix de son soutien montre que celui-ci est substantiel.

La situation est bien meilleure en Suisse. Les autorités ont en effet réalisé un bénéfice sur leur prise de participation temporaire au capital d'UBS, même si le résultat du financement par la Banque Nationale des actifs à problème d'UBS demeure préliminaire. Il convient toutefois de garder à l'esprit qu'une faillite d'UBS, qui n'était pas à exclure à l'automne 2008, aurait généré un coup nettement plus élevé pour l'économie suisse et aurait même bien pu le précipiter dans une crise profonde.

2.4.5. Coordination internationale

Les autorités n'étaient pas équipées pour faire face aux problèmes de banques aux activités sur plusieurs pays, et cela même au sein de l'union européenne. Les structures de régulation ne sont pas adaptées au risque de faillite d'une grande banque globale. Avant crise, il était admis que la supervision bancaire est la responsabilité des autorités du pays où la banque est basée. Cet arrangement s'est avéré inadéquate. Le démantèlement de Lehman Brothers à travers plusieurs pays demeure un sujet de dispute. L'effondrement des banques islandaise a donné lieu à de fortes tensions entre l'Islande et le Royaume Uni, ce dernier allant jusqu'à utiliser des lois relatives à la lutte anti-terroriste pour protéger les dépôts des résidents britanniques dans ces banques. La gestion des crises de Dexia et Fortis au sein de l'union européenne s'est aussi avérée complexe. Nul doute que si UBS n'avait pu surmonter ses difficultés sa liquidation aurait représenté un cauchemar pour les autorités helvétiques et d'autres pays.

2.5. Résumé

Si le besoin de réglementation du système bancaire est reconnu dans l'ensemble des pays, les modalités pratiques ne sont pas uniformes. Certains pays ont plusieurs agences de régulation, alors que d'autres, dont la Suisse, ont choisi une approche plus consolidée. D'autres confient la tâche à la banque centrale.

La performance des autorités de régulation peut être analysée sous l'angle des trois questions soulevées dans l'introduction.

- La supervision des banques avant la crise a-t-elle permis aux autorités d'établir une image complète et correcte de la situation ? Les autorités se sont-elles montrées suffisamment agressives dans leur supervision ?

La réponse est négative. La diversité des approches de régulation n'a pas empêché que les autorités dans la plupart des pays n'ont pas détecté à temps la montée des déséquilibres dans le secteur financier. La Suisse ne fait pas exception, les régulateurs n'ayant pas su prévenir les problèmes d'UBS. Ceci reflète un déséquilibre de moyens entre les régulateurs et le secteur bancaire, qui est particulièrement marqué en Suisse.

La vulnérabilité du secteur bancaire au manque potentiel de liquidité implique que la banque centrale a un rôle à jouer dans sa stabilisation. Il est alors important qu'elle soit en contact régulier avec les autorités de régulation. Cette coordination a bien fonctionné en Suisse.

- Les autorités ont-elles réagi aux problèmes des banques de façon prompte et adéquate ? Ont-elles établis des plans avant la crise afin de gérer de telles situations ?

Une fois la crise en cours, les autorités ont réagi rapidement par une combinaison d'injection de liquidités, d'isolation d'actifs problématiques, de recapitalisation des banques, et de garantie des emprunts bancaires. Les autorités suisses sont parvenues à bien contenir le problème d'UBS, évitant une panique plus étendue. La réaction a montré un degré substantiel d'improvisation. En particulier, la coordination internationale entre les autorités économiques s'est cependant avérée insuffisante, les autorités manquant de procédures bien établies pour gérer la faillite d'un établissement international.

- Les interventions de soutien au système financier se sont-elles soldées par une charge excessive pour le contribuable ?

Les plans de soutien au secteur financier se sont soldés par une lourde charge pour les contribuables, quand bien même une estimation définitive de ces coûts ne pourra être établie qu'une fois l'économie revenue à une situation plus normale. Le coût pour la Suisse demeure très faible en comparaison internationale, mais aurait été nettement plus élevé dans le cas d'une faillite d'UBS.

Les autorités de supervision financières ne gèrent pas les problèmes du secteur financier seules, mais en étroite coopération avec les banques centrales. Ces dernières sont en effet les seules agences à même de créer la liquidité dont les intermédiaires financiers ont besoin en temps de crise. Il convient donc de passer en revue la performance des banques centrales, ce que nous faisons dans le chapitre 3.

Chapitre 3. Le rôle des autorités monétaires

Les banques centrales ont toujours joué un rôle clé dans les épisodes de crise financière du fait de leur position unique comme créateur de liquidité. Elles doivent cependant prendre garde à ce que leurs interventions de soutien au secteur financier n'entrent pas en conflit avec leur mandat de stabilité macroéconomique, qui met l'accent sur la stabilité des prix.

Notre analyse du rôle des banques centrales durant la crise commence par une exposition de leurs mandats et de leurs outils. Nous considérons ensuite la réaction de la politique monétaire durant la crise, articulant notre analyse en cinq points. Le premier point porte sur les apports de liquidités aux marchés financiers. Nous considérons ensuite la conduite de la politique conjoncturelle. Les banques centrales ont utilisé leur outil principal, le taux d'intérêt, jusqu'à ses limites, et se sont tournées vers des outils supplémentaires que nous couvrons dans un troisième temps. Nous considérons également les interventions sur le taux de change, et concluons par une discussion sur le rôle international de certaines monnaies, dont le franc suisse.

3.1. Mandats et instruments des banques centrales

Si la mission formelle de la banque centrale diffère d'un pays à l'autre, en partie pour des raisons historiques, les deux dernières décennies ont vu une convergence des tâches imparties aux banques centrales, en particulier parmi les pays développés. Cette convergence reflète un consensus sur ce que les banques centrales peuvent, et ne peuvent pas accomplir, ainsi que les échanges de plus en plus étroits entre banques centrales, en particulier au sein de la BRI à Bâle. L'émergence de ce consensus a été grandement facilitée par un dialogue soutenu entre les progrès théoriques de l'analyse économique et les expérimentations des banques centrales elles-mêmes. Dans un nombre de cas, les missions officielles des banques centrales ont été formellement redéfinies. Entre autres, ce fut le cas, par ordre chronologique, en Nouvelle Zélande, Grande-Bretagne, Suède, Norvège, Suisse et dans la zone euro.¹⁰

La mission première est la stabilité des prix. Cette mission est formulée de diverses manières et la notion de stabilité des prix varie d'une banque centrale à l'autre. Celle adoptée par la BNS – un taux d'inflation entre 0% et 2% – est quasi-identique à celle fournie par la BCE. La plupart des autres banques centrales considèrent qu'un taux de 2% convient. L'accent sur la stabilité des prix ne signifie pas que les banques centrales ne prêtent pas attention à l'activité économique. La politique monétaire n'affecte les prix qu'avec un délai de l'ordre d'une à deux années. Une banque centrale ne peut donc pas piloter l'inflation à court terme mais elle peut viser la stabilité des prix à moyen terme tout en tenant compte de la conjoncture dans le court

¹⁰ Une présentation de cette évolution est fournie dans Blinder et al. (2001). Une présentation de l'approche de la BNS est fournie par Jordan et al. (2009).

terme. Aux États-Unis, la Fed est régie par une loi datant de 1933, adoptée en pleine dépression, qui lui assigne deux objectifs, à savoir la stabilité des prix et le plein-emploi. Si ce double mandat distingue formellement la Fed des autres banques centrales axées principalement sur la stabilité des prix, la différence est négligeable en pratique.

L'autre mission, moins précisément formulée, est la stabilité du système financier. C'est une notion quelque peu ambiguë car les marchés financiers sont par nature volatiles et périodiquement secoués par des crises plus ou moins graves. Il est communément admis, cependant, que les banques centrales ont une responsabilité particulière parce qu'elles peuvent contrôler les taux d'intérêt à court terme et parce qu'elles peuvent injecter en urgence une quantité illimitée des liquidités puisqu'elles ont le monopole de la création monétaire. Cette fonction de prêteur en dernier ressort concerne en particulière les systèmes bancaires. Jusqu'en 2008, les banques centrales ont toujours indiqué que la décision de prêter en dernier ressort n'a rien d'automatique et qu'elles se réservent la possibilité de décider au cas par cas. La violente secousse qui a suivi la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 a mis un terme à cette ambiguïté. Les banques centrales reconnaissent aujourd'hui que face à un risque de faillite d'une banque dite systémique – c'est-à-dire qui pourrait entraîner l'effondrement de tout le système bancaire – elles sont en fait obligées d'intervenir. Ce changement est une des conséquences les plus profondes de la crise financière.

Au chapitre 2 nous avons déjà noté qu'il est inconcevable pour les autorités d'abandonner les systèmes bancaires à leur sort en raison des dommages incalculables que leur effondrement peut causer à l'économie toute entière. Dès lors, les établissements financiers sont tous soumis à des réglementations élaborées. La banque centrale n'est pas nécessairement impliquée dans cette régulation. Dans certains pays, dont l'Allemagne et l'Espagne, la tâche de réglementer et de superviser les banques est confiée à la banque centrale. Dans d'autres pays, en revanche, cette tâche est confiée à une agence spécialisée, comme en Suisse avec la Finma ou au Royaume Uni avec la FSA. Ailleurs, les tâches de réglementation et de supervision sont réparties entre plusieurs agences. Ces agences peuvent inclure la banque centrale, comme c'est le cas aux États-Unis, ou non, comme dans la zone euro où la BCE n'a, pour l'instant, aucune autorité en la matière.

Le taux d'intérêt est l'outil utilisé par les banques centrales dans la conduite la politique monétaire au jour le jour. La pratique désormais adoptée dans la plupart des pays développés consiste à contrôler le taux d'intérêt à court terme. Si ce taux n'a directement que peu d'impact sur les décisions d'investissement, qui dépendent plutôt des taux à long terme (par exemple pour un emprunt sur 5 ans), les banques centrales organisent leur communication régulière avec les marchés pour influencer ces taux longs. En effet, le taux sur un emprunt à 5 ans reflète l'évolution du taux à court terme anticipée par les marchés sur les 5 prochaines années. La banque centrale peut donc affecter les taux de long terme en pilotant les anticipations des marchés par une communication claire de sa stratégie. Un accroissement du taux d'intérêt est destiné à renchérir le crédit, ce qui ralentit l'activité économique et modère indirectement les hausses de prix et de salaires. Inversement, face à un ralentissement de l'activité économique et une baisse de l'inflation, une banque centrale baissera son taux d'intérêt. La plupart des banques centrales contrôlent un taux d'intérêt très courts, comme celui utilisé par les banques pour leur emprunts au jour le jour, ou même

overnight. La BNS se distingue par son choix de piloter un taux plus long, en l'occurrence le taux LIBOR à trois mois.¹¹

Si le taux d'intérêt est l'instrument principal de la politique monétaire, il n'est pas le seul. Les banques centrales peuvent en effet injecter des fonds directement dans l'économie en acquérant des actifs pour leur propre compte. Cette stratégie conduit à une augmentation de la taille du bilan des banques centrales, et a été utilisée dans la crise comme montré ci-dessous. Une telle stratégie alternative est particulièrement utile lorsque la banque centrale a abaissé le taux d'intérêt à sa valeur plancher de zéro. On pourrait alors craindre que la banque centrale soit à court de munitions. Il n'en est toutefois rien. Comme indiqué plus haut, le point central de la politique monétaire est de guider les anticipations du marché afin d'influencer les taux d'intérêt à long terme. Le niveau du taux de court terme aujourd'hui est en fait un aspect secondaire, et son importance reflète le fait qu'il prodigue aux marchés une information sur le niveau de la politique monétaire dans les mois à venir. Cette information peut se transmettre d'autres manières que par des changements du taux de court terme aujourd'hui. Par exemple, la banque centrale peut indiquer une politique monétaire expansionniste dans le futur en accroissant son bilan, et donc la masse monétaire.

3.2. Politique monétaire

3.2.1. Marché interbancaire

La première manifestation de la crise a été le blocage des marchés interbancaires, le signal d'un profond disfonctionnement du système bancaire. Le 9 août 2007, la liquidité s'est soudain évaporée sur les marchés interbancaires des pays développés. Alors que les banques se prêtaient des fonds importants à court terme de manière fluide jusqu'alors, les pertes provenant de l'effondrement de la bulle immobilière ont conduit à des doutes sur la solidité de certains établissements. Ces craintes réciproques des banques les unes vis-à-vis des autres les ont amenées à refuser de se consentir les prêts qui, en temps normal, assurent la liquidité du marché. Avec la BCE, la BNS est immédiatement intervenue pour fournir aux banques les prêts à très courts termes dont elles avaient besoin pour assurer leurs engagements arrivant à échéance. Les autres banques centrales importantes ont également réagi, quoique plus lentement.

La méfiance des banques les unes envers les autres peut être mesurée par la prime de risque qu'elles demandent pour accorder un prêt. La mesure habituelle de cette prime de risque est présentée à la figure 3.1.¹² Les interventions de la banque centrale, qui ont d'abord pris la forme classique de repos (prise en pension) interbancaires à 3 mois sur le LIBOR, n'ont pas réussi à éliminer cette prime de risque sur les prêts non garantis. La prime, proche de zéro avant la crise, a connu une première augmentation durant l'été 2007 pour atteindre entre 50 et 100 points de base selon les pays, et s'est maintenue à ce niveau jusqu'à la fin de l'été 2008. La chute de Lehman Brother a entraîné une explosion des primes de risque jusqu'à plus de 350 points de base aux

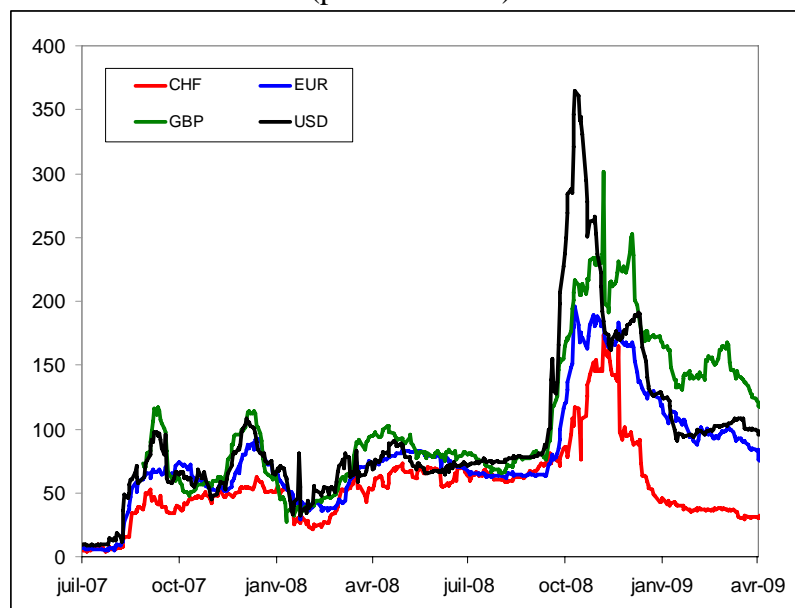
¹¹ Il s'agit du taux moyen sur les transactions entre banques sur la place financière de Londres (London InterBank Offer Rate). La BNS a annoncé son intention de contrôler le taux à trois mois sur la place de Zurich.

¹² Le spread est la différence entre les prêts LIBOR, qui ne sont pas garantis, et les accords de swap OIS qui sont implicitement garantis.

États-Unis. Ces primes sont ensuite graduellement redescendues. Un aspect intéressant est que le marché monétaire en franc suisse a été légèrement moins déstabilisé par rapport aux marchés en dollar, en livre sterling et en euro, durant toute la période de crise. La figure montre aussi que les tensions sur le marché en franc suisse se sont dissipées beaucoup plus tôt et que, dès la fin de 2008, la prime de risque est revenue presque à son niveau normal.

La BNS considère que son succès, car c'en est un, est dû à sa pratique d'interventions sur le LIBOR à 3 mois. Cette pratique, mise en place depuis de nombreuses années, se distingue de celle des autres banques centrales qui prêtent principalement à très court terme, privilégiant l'overnight. Dans son rapport annuel sur la Suisse, l'OCDE examine cette question¹³ et conclue que le mode d'intervention de la BNS a permis de réduire la volatilité du taux interbancaire à trois mois. Il s'agit là d'un constat intéressant car les maturités plus élevées sont plus proches des besoins de l'économie que les maturités ultra-courtes que ciblent les autres banques centrales.

Figure 3.1 Spreads sur LIBOR à 3 mois
(points de base)



Source : Reuters, Bloomberg, BBA.

Il convient toutefois de rappeler que les autres banques centrales ont rapidement changé leur fusil d'épaule. Au fur et à mesure que la crise avançait et que les marchés financiers vacillaient, toutes les banques centrales ont cherché à rassurer les banques en allongeant la maturité de leurs interventions, pour la plupart jusqu'à un an. La BNS a agi de même mais elle avait une longueur d'avance.

3.2.2. Politique conjoncturelle

Au-delà des mesures de sauvegarde de la liquidité, la BNS a conduit une politique monétaire de soutien à l'activité économique. Lorsque la crise financière a démarré,

¹³ Ce chapitre est basé sur Dell'Erba et. Al. (2009).

l'inflation était en phase ascendante en raison d'augmentations très rapides des prix du pétrole et de nombreuses autres matières premières. La question qui s'est alors posée était de savoir d'abord si la crise financière allait avoir un impact négatif sur l'activité économique, ensuite si cet impact serait suffisamment grave pour dominer la préoccupation de stabilité des prix, et finalement quand il pourrait se produire. Si la question peut sembler surprenante aujourd'hui, elle s'est alors posée de manière aigüe.

La crise s'est propagée par trois canaux principaux : 1) les pertes des banques commerciales engagées – en général indirectement à travers les produits dérivés – sur le marché hypothécaire américains ; 2) la chute des dépenses des consommateurs et des entreprises angoissés par la dégradation financière ; 3) le commerce, une fois que la récession a commencé à s'étendre des États-Unis vers l'Europe. La question est donc de savoir quand les banques centrales ont détecté la menace.

La figure 3.2 montre l'évolution des taux d'intérêt choisis comme instruments par les principales banques centrales. L'assouplissement de la politique monétaire s'est fait en deux vagues. La Réserve Fédérale américaine a été la première banque centrale à réagir, entamant des réductions de son taux d'intérêt dès l'été 2007. Les autres banques centrales, dont la BNS, n'ont réagi que dans un deuxième temps : la BNS et la Banque d'Angleterre ont attendu près d'un an pour amorcer les réductions de leur taux, et la BCE a même augmenté ses taux en juillet 2008. Étant donné que les effets de la politique monétaire sont lents, de l'ordre d'une année, l'action de la Fed apparaît ex post comme judicieuse et les autres banques centrales donnent l'impression d'avoir laissé passer la chance de prévenir la récession qui est arrivée fin 2008.

Il est vrai que les premières réactions à la crise d'août 2007 ont été optimistes. Le marché hypothécaire américain, à l'origine de la première secousse, est important mais demeure faible par rapport à l'ensemble des marchés. L'impression dominante était que les pertes représenteraient 1 ou 2% des actifs financiers, un montant parfaitement digestible. Début 2008 les prévisions privées et publiques, y compris celles de toutes les banques centrales, annonçaient un faible ralentissement de la croissance en 2008. En même temps, les banques centrales étaient focalisées sur l'impact de considérables hausses de prix des matières premières (pétrole, métaux, produits agricoles). Partout l'inflation commençait à augmenter très rapidement, comme le montre la figure 3.3. Il convient de rappeler que la réaction agressive de la Fed lui a valu des critiques acerbes tout au long de 2008. On a reproché à la Fed d'être trop encline à voler au secours des banques, et trop complaisante envers le risque inflationniste que les injections de liquidités généraient.

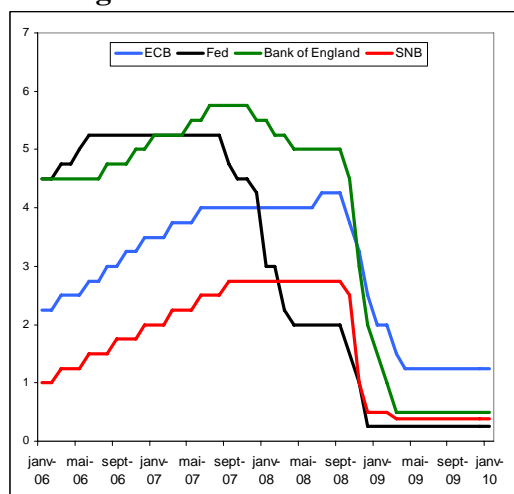
Au vu des informations disponibles en 2007, la vraie surprise était la baisse précipitée des taux d'intérêt aux États-Unis. La Fed a-t-elle été la seule à voir venir la crise ? Les prévisions publiées par la Fed, ainsi que les minutes des réunions du Federal Open Market Committee (FOMC) indiquent que ce n'est pas le cas.¹⁴ Jusqu'en janvier

¹⁴ Extraits des minutes du FOMC :

- Le 16 août 2007: "The Committee felt that the downside risks to growth had increased appreciably, but that a change in the federal funds rate target was not yet warranted. However, the situation bore close watching."

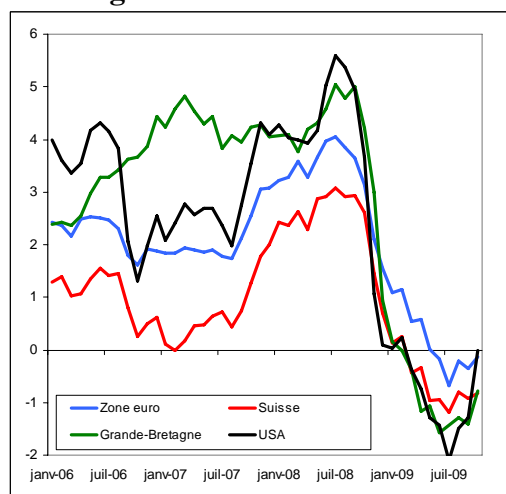
2008, la Fed a baissé ses taux parce qu'elle voulait compenser le disfonctionnement du marché bancaire, et non pas parce qu'elle avait anticipé la récession. Mais si le ton change à partir de cette date, la Fed n'a vraiment prévu le ralentissement mondial qu'à partir d'avril 2008. A posteriori, le retard des autres banques centrales s'explique, au-delà outre d'un optimisme trompeur, par le fait qu'elles considéraient que la crise bancaire était une crise des subprimes affectant principalement les États-Unis, et donc de la responsabilité unique de la Fed.

Figure 3.2 Taux d'intérêt



Source : Banques centrales

Figure 3.3 Taux d'inflation



Source : FMI

Les banques centrales ont donc globalement échoué en ne voyant pas venir la crise. Cet échec concerne toutefois l'ensemble des prévisionnistes. On a vu que la Fed réagit tôt par inquiétude pour ses banques et ses marchés financiers. Un examen approfondi des minutes du Comité de la Politique Monétaire de la Banque d'Angleterre et des communiqués de la BCE montrent que ces banques centrales ont aussi tardé à saisir l'ampleur de la menace. Il a fallu la chute de Lehman pour qu'elles se rendent compte des risques d'instabilité financière aiguë et de la profondeur probable de la récession. Qu'en est-il de la BNS ?

La publication des minutes de certaines banques centrales permet de suivre leurs raisonnements. Pour la BNS, nous ne disposons que des textes publiés dans le *Bulletin Trimestriel*. L'encadré ci-dessous reproduit la synthèse présentée durant la période cruciale. Ces textes fournissent peu d'informations précises sur l'appréciation que se fait la BNS à un horizon de un an et plus, qui est l'horizon que les banques centrales. Si la BNS publie quatre fois par ans ses prévisions d'inflation à un horizon de deux

- Le 31 octobre 2007 : "Looking further ahead, participants noted that economic growth should increase gradually to around its trend rate by 2009 as weakness in the housing sector abated and stresses in financial markets subsided."

- Le 11 décembre 2007 : "And some data, including readings on the labor market, suggested that the economy retained forward momentum. Members generally saw overall inflation as likely to be lower next year, and core inflation as likely to be stable, even if policy were eased somewhat at this meeting; but they judged that some inflation pressures and risks remained."

ans, elle n'indique rien en ce qui concerne le taux de croissance du PIB, au contraire de la plupart des autres banques centrales des pays développés. Il est donc difficile de comprendre son raisonnement avec précision.

Les minutes du FOMC montrent que, dès septembre 2007, la Fed était inquiète pour le fonctionnement du marché monétaire. Ce blocage n'était toutefois pas limité aux États-Unis. Il s'est également produit dans presque tous les pays développés. Si la BNS, tout comme la BCE, a répondu immédiatement en injectant des liquidités abondantes, elle n'a pas accompagné ses mesures par une baisse des taux d'intérêt. La Fed en revanche a agi plus sur les taux d'intérêt (bien qu'avec un certain retard) que sur les liquidités. Pourquoi une telle différence ?

Une première réponse est institutionnelle. La Fed fournit des liquidités à travers une dizaine de grandes banques qui ont le statut de « primary dealers » ; ces banques disséminent ensuite les liquidités auprès des autres banques. Comme les grandes banques ont cessé de remplir ce rôle, la Fed a ouvert un guichet d'escompte pour toutes les banques. Mais cette procédure est publique et les banques ne l'ont guère utilisée car elles craignaient d'être identifiées comme « en péril ». Il ne restait plus alors à la Fed qu'à baisser ses taux d'intérêt. La BCE et la BNS opèrent différemment et offrent des liquidités de manière non « stigmatisante ». Elles ont donc choisi d'utiliser le canal des liquidités sans toucher au taux d'intérêt.

Une deuxième réponse est que le système financier américain était évidemment plus directement affecté par les tensions sur le marché immobilier, alors qu'il a fallu du temps pour découvrir que des banques européennes étaient aussi en danger. On a vu au chapitre 2 que les autorités suisses ont poussé l'UBS à la recapitalisation dès Février 2008. Pourquoi la BNS n'a-t-elle pas alors baissé les taux ? Tout d'abord, les problèmes d'UBS étaient limités à cette banque et ne concernaient pas l'ensemble du secteur bancaire suisse. Le taux d'intérêt étant un outil macroéconomique, il ne permet pas à la banque centrale d'avoir un effet différencié sur une banque par rapport à une autre. Un tel outil macroéconomique était donc peu adapté à une situation affectant un établissement spécifique. Ensuite, la BNS ne pensait sans doute pas que la situation de l'UBS allait peser gravement sur la conjoncture. C'est en effet ce qui ressort de la citation correspondant au *Bulletin Trimestriel* de mars 2008 (voir encadré). Il reste à savoir si la BNS a minimisé l'impact psychologique de cet événement sur la confiance des consommateurs et des entreprises helvétiques. Aucune information ne permet de conclure sur ce point.

3.2.3. Politique monétaire non-conventionnelle

Le taux d'intérêt n'est pas le seul outil unique des banques centrales. Ayant abaissé dès la fin 2008 le taux d'intérêt à proximité immédiate du plancher de 0%, au même titre que les autres banques centrales, la BNS s'est trouvée dépourvue de son instrument habituel lorsque la conjoncture s'est encore détériorée au début de 2009. Si la politique monétaire était plus efficace qu'ailleurs, du fait de la prime de risque plus faible sur le franc suisse, le risque de déflation et la montée du chômage ont convaincu la BNS d'adopter des mesures non-conventionnelles.

La montée de la crise vue par la BNS

Extraits du Bulletin Trimestriel

Septembre 2007

Du fait des turbulences qui ont agité les marchés financiers en août dernier et conduit à une hausse des primes sur les placements hasardeux, les risques d'un affaiblissement de la croissance sont toutefois prédominants. ... Lors de son appréciation trimestrielle de la situation économique et monétaire en septembre, la BNS a décidé de viser un Libor pour dépôts à trois mois en francs suisses de 2,75%, après que ce taux a atteint 2,9% début septembre, en raison des primes de risque de crédit fortement accrues. Par cette décision, la BNS entend favoriser une détente sur le marché monétaire en francs suisses. Elle a relevé la marge de fluctuation du Libor à trois mois de 25 points de base, la portant à 2,25%–3,25%.

Décembre 2007

« La BNS a légèrement révisé à la baisse ses prévisions de croissance pour 2008, tant en ce qui concerne les États-Unis que la zone euro. Le tassement attendu de la croissance économique en Suisse conduit à une amélioration des perspectives d'inflation pour 2009 et 2010. Cette amélioration est certes entachée d'importantes incertitudes en raison notamment de la faiblesse persistante du franc et de la hausse des prix des matières premières. Elle permet cependant à la Banque nationale de laisser inchangé le cap de sa politique monétaire. »

Mars 2008

« Plusieurs indicateurs annoncent toutefois un fléchissement de la croissance du PIB en 2008. Pour 2008, la BNS table sur une hausse de 1,5% à 2% du PIB réel et a, de ce fait, revu sa prévision de décembre 2007 à la baisse. Les risques conjoncturels se sont en outre accrues en raison des turbulences qui agitent les marchés financiers. Le 13 mars 2008, lors de son appréciation trimestrielle de la situation économique et monétaire, la BNS a décidé de laisser inchangée à 2,25%–3,25% la marge de fluctuation du Libor à trois mois pour dépôts en francs. »

Juin 2008

« Une série d'indicateurs montrent qu'au cours des prochains trimestres également, la croissance économique sera modérée. Pour 2008, la BNS continue de tabler sur une progression du PIB réel de 1,5% à 2%. Lors de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire de juin, la BNS a décidé de laisser inchangée à 2,25%–3,25% la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs. »

Septembre 2008

« La BNS table sur le fait que la croissance de l'économie va continuer à décélérer au deuxième semestre. Pour l'ensemble de 2008, elle compte à nouveau avec une hausse du PIB réel comprise entre 1,5% et 2%. Lors de son examen trimestriel de la situation économique et monétaire de septembre, la BNS a décidé de laisser inchangée à 2,25%–3,25% la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs. »

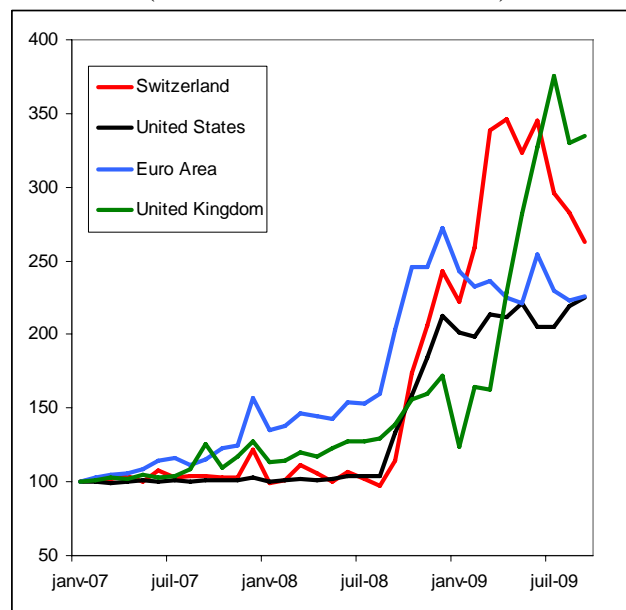
Décembre 2008

« A partir de septembre, la crise de confiance s'est nettement accentuée. Étant donné la détérioration des perspectives économiques, la Confédération a adopté début novembre un train de mesures d'un montant d'un milliard et demi de francs en vue de soutenir l'économie. A court terme, la BNS prévoit un recul du PIB. Pour l'ensemble de l'année 2009, elle table sur une baisse comprise entre 0,5% et 1%. Les exportations devraient pâtir de l'environnement international défavorable, ce qui devrait à son tour se répercuter de façon négative sur les investissements et la demande de main-d'œuvre. Lors de son examen trimestriel de la situation de décembre, la BNS a décidé d'abaisser de 50 points de base la marge de fluctuation du Libor pour dépôts à trois mois en francs, la portant ainsi à 0,0%–1,0%. »

En temps normal la banque centrale ne prête pas directement sur le marché obligataire, laissant cela aux intermédiaires financiers, afin de ne pas prendre de risque de crédit sur son bilan. Vu l'aggravation de la conjoncture en 2009, la BNS, tout comme toutes les autres banques centrales des pays développés, a entrepris de prêter directement au marché obligataire, court-circuitant ainsi les banques. La justification était que les banques réduisaient leurs prêts afin de reconstituer leurs fonds propres et réduire leur propre endettement. Les autorités ont dès lors redouté un « credit crunch », avec le risque que les prêts bancaires ne s'assèchent complètement et provoquent une dépression réminiscente des années trente. Comme ces mesures de politique monétaires non-conventionnelles ne sont que rarement utilisées, leur efficacité n'est pas bien connue. Une telle approche a été adoptée au Japon dans les années 1990 et le débat sur son efficacité n'est pas tranché. L'adoption de telles politiques a donc représenté un risque sans garantie de résultat.

La figure 3.4 montre une mesure de la vigueur des politiques non-conventionnelles : l'évolution de la base monétaire normalisée pour prendre la valeur 100 en janvier 2007, donc avant la crise. C'est une mesure imparfaite car elle inclue les prêts traditionnels aux banques. Dans les quatre pays représentés on note une accélération brutale dès septembre 2008, le mois où la faillite de Lehman a conduit au paroxysme de la crise. La BNS a été particulièrement active puisqu'elle a multiplié sa base monétaire par un facteur de 3,5. Bien sûr une telle expansion ne peut pas être permanente et un débat en cours évalue quand et comment renverser la vapeur. La figure montre que la BNS a déjà commencé à redimensionner son bilan, bien avant les autres banques centrales. Ceci reflète le fait que la crise économique s'est avérée moins marquée en Suisse que dans d'autres pays. Par exemple, les craintes d'un crédit crunch massif ne se sont pas réalisées en Suisse.

Figure 3.4. Base monétaire
(Indice : Janvier 2007 =100)



Source : IMF

Il est bien trop tôt pour évaluer l'efficacité de ces mesures et pour déterminer si elles ont conduit à des pertes pour les banques centrales. A ce stade, on peut simplement observer que la BNS a été en phase avec les autres grandes banques centrales.

3.2.4. Taux de change

En temps normal le taux de change n'entre pas en considération dans la conduite de la politique monétaire. La BNS, comme l'ensemble des banques centrales des pays industrialisés, axe sa politique sur l'inflation en Suisse et préfère laisser la valeur extérieure du franc fluctuer plutôt que de se lier les mains par un objectif de taux de change. La Suisse étant un petit pays fortement intégré dans les circuits économiques mondiaux, le taux de change l'affecte de manière plus marquée que dans d'autres pays comme la zone euro ou les États-Unis. Tout d'abord, la valeur externe du franc a un impact direct sur la compétitivité des exportateurs suisses et donc l'activité économique. Ensuite, et surtout, les mouvements du taux de change affectent le prix en franc suisse des produits importés, et donc l'inflation. En particulier, une appréciation du franc réduit le prix des biens importés et conduit à une déflation.

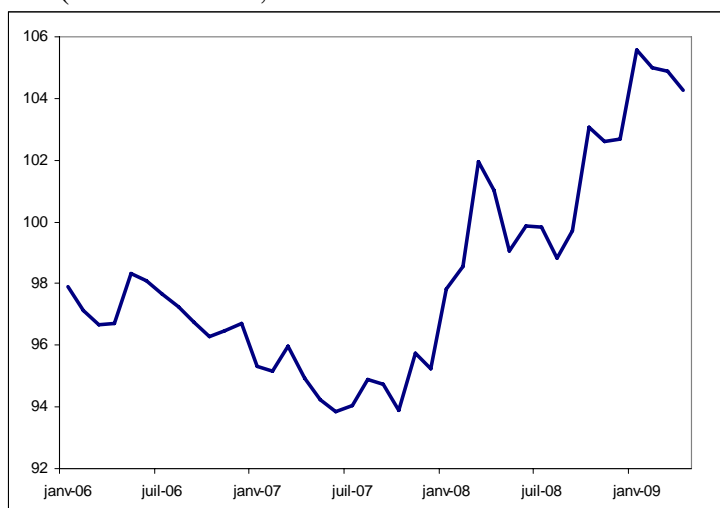
La déflation, représente un danger sérieux, car une baisse soutenue des prix rend les emprunts plus coûteux. En temps normal la BNS réagirait à un risque de déflation en abaissant son taux d'intérêt, stabilisant ainsi le taux d'intérêt *réel* (c'est-à-dire corrigé de l'inflation). Cette stratégie n'est pas applicable si le taux d'intérêt est déjà à sa valeur plancher de 0%. La pression déflationniste ne peut alors être contrecarrée que par une action directe sur le marché des changes. Il convient de souligner que si une telle action est inhabituelle, elle ne représente pas un abandon par la BNS de son objectif de stabilité des prix, bien au contraire. Ce n'est pas un changement de stratégie, mais le remplacement tactique d'un instrument, le taux d'intérêt, devenu inopérant (car au plancher) par un autre instrument, le taux de change.

Alors que le franc avait subi une légère dépréciation depuis le début de la décennie, il a commencé à s'apprécier au fur et à mesure où la crise s'aggravait, en partie du fait du rôle de valeur refuge du franc suisse (figure 3.5). Cette appréciation a posé un sérieux problème à la BNS. Tout d'abord elle réduisait la compétitivité des exportations, et exerçait donc un frein supplémentaire à l'activité économique. Avec un taux d'intérêt au plancher et une politique non-conventionnelle aux effets incertains, cette appréciation n'était pas souhaitable. Mais surtout, l'appréciation du franc se traduisait par des pressions déflationnistes, un aspect identifié par la BNS, comme un danger sérieux. Dans l'impossibilité de baisser le taux d'intérêt en dessous de 0%, la BNS entrevoyait le risque d'une pression contractionniste due à un renchérissement du crédit (des taux d'intérêts réels en augmentation). La reprise de l'appréciation du franc dès la fin de 2008 a conduit le BNS à intervenir directement sur le marché des changes en mars 2009, puis à nouveau à la fin de l'année.

L'intervention de la BNS sur le marché des changes ne cadre pas avec le code implicite de bonne conduite internationale qui est de ne pas utiliser le taux de change pour doper artificiellement la compétitivité. Ces interventions étaient particulièrement délicates car elles se sont produites à un moment où l'on redoutait des gestes protectionnistes qui pourraient déclencher des actions et contre-réactions dont la nocivité a été illustrée par l'effondrement du commerce mondial dans les années trente. De ce fait, ces interventions, les premières depuis de nombreuses années, ont été critiquées parmi les économistes et les médias. Le fait que l'Australie ait procédé à

des actions similaires a renforcé les craintes de voir l'établissement d'une spirale où chaque pays tenterait d'affaiblir sa monnaie pour soutenir ses exportations, seulement pour voir ses efforts contrebalancés par une action similaire de ses voisins.

Figure 3.5 Taux de change effectif
Indice (fin 2002 = 100, une valeur élevée dénote un franc fort)



Source : Banque des Règlements Internationaux

Note : le taux effectif est une moyenne pondérée vis-à-vis des devises des pays partenaires.

Si l'utilisation du taux de change n'est pas considérée comme faisant partie des bonnes pratiques en temps normal, il existe une exception pour un pays faisant face à un risque de déflation (Svensson 2003). La dépréciation – ou du moins une limite à l'appréciation – du taux de change constitue alors la seule manière de générer de l'inflation par le biais des biens importer, et prévenir ainsi l'ancrage d'anticipations déflationnistes

La BNS a expliqué sa logique à ses principaux partenaires. Alors que les interventions de mars 2009 avaient été suivies de commentaires publics désapprouvateurs, celles de la fin de l'année se sont produites dans un climat beaucoup plus apaisé. Par son action, la BNS a sans doute limité le risque, grave, de déflation. Elle a aussi ouvert un nouveau débat international sur les circonstances selon lesquelles l'intervention sur le marché des changes représente une politique monétaire appropriée plutôt qu'une tentative de stimuler l'activité économique aux dépens des voisins.

3.2.5. Rôle international du franc

Un aspect positif de la crise a été le haut niveau de coopération entre les banques centrales. Elles ont confronté leurs analyses, imaginé des types d'actions particulièrement audacieuses. Le consensus actuel est que la crise a été dominée. Les marchés financiers ont retrouvé une forme de stabilité, précaire peut-être. La récession a duré bien moins longtemps qu'on aurait pu le craindre en prenant l'exemple des années trente.

La coopération internationale entre les banques centrale a aussi pris une forme plus active. Cet aspect reflète le rôle international de certaines devises, c'est-à-dire leur

utilisation en dehors des frontières des pays où elles sont émises. Dans ce contexte, l'assèchement brutal des marchés monétaires posait un problème additionnel. En particulier, les banques commerciales européennes s'étaient substantiellement financées en dollar, essentiellement à court terme. Si la liquidité en dollar cessait de circuler vers ces pays, des banques ou des emprunteurs pouvaient se retrouver en situation dangereuse s'ils souhaitaient prolonger leurs emprunts en dollar. Incapables de le faire, et incapables aussi de rembourser leurs emprunts, ces agents économiques risquaient de devoir faire défaut. Des systèmes bancaires entiers pouvaient alors s'effondrer. La Suisse était dans une situation particulièrement précaire en raison du volume d'activité en dollars des deux grandes banques, présentes aux États-Unis. Ce problème ne pouvait pas être résolu par des injections de liquidité habituelles en francs. Si la Fed a pu injecter des liquidités en dollar dans les banques américaines, elle n'était pas en mesure de faire de même pour les banques européennes car celles-ci n'ont pas accès à ses lignes de crédit du fait de leur nationalité. Si elles peuvent obtenir des lignes de crédit de leur propre banque centrale, comme la BNS, ces fonds sont en franc suisse et donc de peu d'utilité lorsque les banques ont besoin de dollar.

Les banques centrales ont réagi rapidement pour éviter cette source de contagion. Dès décembre 2007, la Fed a offert des lignes de crédit à la BCE et à la BNS. Ces accords – dits de swap – permettaient à des banques suisses d'emprunter des quantités importantes de dollars auprès de la BNS. La Fed a par la suite augmenté les lignes de crédit et a étendu ces arrangements à un total de 14 banques centrales. Le tableau 3.1 décrit la situation et montre que la BNS est l'une des trois banques centrales qui a bénéficié au plus fort de la crise d'un accès illimité aux liquidités en dollars.

Tableau 3.1 Accords de swaps conclus par le Réserve Fédérale
(Milliards de dollars)

	12.12.2007	11.3.08	2.5.08	18.9.08	24.9.08	13.10.08	14.10.08	28.10.08	29.10.08
ECB	20	30	50	110		Illimité			
BNS	4	6	12	27		Illimité			
Canada				40					
Japon				60			Illimité		
Grande Bretagne				10		Illimité			
Australie					10				
Danemark					15				
Norvège					15				
Suède					10				
Nlle Zélande								15	
Brésil									30
Mexique									30
Corée									30
Singapour									30

Source: Réserve Fédérale

Le dollar n'était pas la seule monnaie avec un tel rôle international, et le franc suisse est aussi une monnaie utilisée dans d'autres pays. En Europe Centrale et de l'Est, de nombreux emprunts immobiliers sont conclus en francs afin de profiter du faible taux d'intérêt. Ce genre d'opérations est extrêmement risqué car en cas de dévaluation de la monnaie du pays concerné, le coût des emprunts en francs augmente et peut conduire à la faillite des emprunteurs. La multiplication de défauts sur ces prêts peut

alors conduire les banques à la faillite. La BNS n'a aucun moyen de prévenir l'utilisation du franc de cette manière. Elle aurait donc pu se désintéresser d'une situation dont elle n'était pas responsable. Elle a choisi de protéger les systèmes bancaires de deux pays où le risque était particulièrement aigu. En novembre 2008, elle a conclu des accords de swap avec les banques centrales de Hongrie et de Pologne, leur permettant ainsi d'injecter des francs dans leurs propres systèmes bancaires.

3.3. Résumé

Les banques centrales ont réagi à la crise de manière prompte, substantielle, et variée. Les tensions sur les marchés financiers les ont conduit à injecter des liquidités de manière massive, y compris pour la BNS. Cette réaction, largement coordonnée à l'échelle internationale, a prévenu un gel complet des marchés.

Entre l'été 2007 et septembre 2008, cette création de liquidité comportait un risque d'inadéquation avec le mandat de maintien de stabilité des prix. Plusieurs banques centrales, dont la BNS, ont semblé réticentes à abaisser leur taux d'intérêt, alors que d'autres comme la Réserve Fédérale ont réagi plus rapidement. La brutale chute de l'activité économique après la faillite de Lehman Brothers en septembre 2008 a cependant conduit toutes les banques centrales à rapidement baisser leur taux jusqu'à leur plancher de zéro.

Les banques centrales n'ont pas stoppé leur politique une fois que les taux d'intérêts ont été baissés au maximum, mais ont mis en œuvre des outils supplémentaires afin de contourner cet obstacle. Elles se sont directement impliquées sur les marchés du crédit, conduisant à une hausse massive de la taille de leur bilan. Si la plupart des banques centrales ont ciblé leurs efforts sur des investissements domestiques, la BNS a opté pour une acquisition soutenue de titres étrangers dans le but explicite de limiter l'appréciation du franc. Les interventions sur les marchés des changes étant un outil inhabituel, cette politique lui a d'abord valu des critiques, qui ont diminué une fois que la BNS a clairement motivé son choix par le rôle plus important du taux de change dans un petit pays ouvert comme la Suisse.

Les banques centrales ont été confrontées à des besoins de liquidité de leurs banques dans des monnaies étrangères, notamment le dollar américain. N'étant pas émettrices de ces monnaies, elles se sont trouvées dans l'impossibilité de gérer seules ce problème. Une coopération s'est très rapidement mise en place entre banques centrales sous la forme d'accords de swaps permettant l'échange de monnaies. La BNS a été partie à de tels accords, aussi bien pour obtenir de la liquidité en dollar, que pour fournir de la liquidité en francs suisses à d'autres banques centrales.

Si la politique monétaire a joué un rôle majeur dans la gestion de la crise, elle ne constitue que l'un des outils à disposition des autorités. La politique budgétaire offre un outil supplémentaire, que nous analysons au chapitre 4.

Chapitre 4. La politique budgétaire

La réponse vigoureuse de la politique monétaire à la crise, décrite au chapitre 3, a été complétée par la politique budgétaire. Si les banques centrales ont réagi rapidement et substantiellement coordonné leurs actions, la politique budgétaire a cependant été plus lente et plus hétérogène à travers les différents pays. Le chapitre commence par un survol de l'analyse économique de la politique budgétaire afin d'identifier les conditions dans lesquelles elle peut être efficace. Nous examinons en particulier son impact sur la demande privée, le rôle de sa composition entre différents types de dépenses, et les limites qu'elle connaît dans une économie ouverte. Nous considérons ensuite l'usage de la politique budgétaire durant la crise, aussi bien en termes d'amplitude qu'en termes de composition entre différentes stratégies. Notre analyse ne se limite pas à l'évolution des déficits, qui sont directement affectés par la conjoncture, mais considère également les mesures dites « discrétionnaires » qui reflètent des actions portant sur les paramètres de la politique budgétaire, comme les taux d'imposition ou le calendrier des dépenses. Nous concluons par un examen de la politique budgétaire suisse durant la crise.

4.1 Quand la politique budgétaire est-elle efficace ?

4.1.1. Le problème de l'éviction de la demande privée

La capacité de la politique budgétaire à soutenir l'activité économique est depuis très longtemps l'objet d'un débat entre économistes. La question essentielle est de savoir si l'impact direct d'une augmentation des dépenses publiques sur la croissance est compensé par une réduction des dépenses du secteur privé et si cette réduction est suffisante pour annihiler l'effet initial.

Si l'état décide d'augmenter ses dépenses en effectuant simultanément une hausse d'impôts pour équilibrer son budget, il reprend d'une main ce qu'il donne de l'autre, et il ne faut pas s'attendre à un impact marqué sur la croissance. Mais les autorités ne sont pas obligées d'augmenter les impôts dans l'immédiat, et peuvent financer les dépenses en empruntant auprès des agents privés. Cet emprunt devra toutefois être remboursé dans le futur par une hausse des impôts. Les ménages, conscients qu'ils feront face à une facture d'impôts accrue, peuvent alors épargner en conséquence. Or un accroissement de l'épargne privée a pour corollaire une baisse de la consommation. Si cette baisse compense exactement la relance budgétaire, celle-ci a un impact nul sur la croissance. Cette compensation de hausse de la demande publique par une baisse de la demande privée (effet d'éviction) peut également se produire par les dépenses d'investissement des entreprises. Le besoin de financement de l'état peut conduire à une hausse des taux d'intérêts. Cette hausse peut réduire l'investissement des entreprises et diluer l'impact de la relance budgétaire sur la croissance.

Sans qu'il y ait vraiment consensus, les travaux de recherche ont montré que l'efficacité de la politique budgétaire dépend de l'état de la conjoncture. L'effet d'éviction est plus marqué en période de boom. Il est alors plus aisé pour les ménages d'accroître leur épargne en vue d'impôts futurs sans devoir tailler dans le vif de leurs dépenses. En revanche, la politique budgétaire a plus d'impact en période de forte récession. On sait aussi qu'une dette publique élevée inquiète les consommateurs et les entreprises qui réagissent de manière vigoureuse quand elles voient le déficit se creuser.

La baisse très rapide du niveau d'activité à partir de 2008 renforçait la probabilité que la politique budgétaire serait efficace. Avec un endettement public parmi les plus bas des pays de l'OCDE (Figure 4.2 plus loin), la Suisse était l'un des pays qui disposait de plus de marge de manœuvre.

4.1.2. Composition de la politique budgétaire

Les politiques de relance budgétaire visent un double objectif. Il s'agit tout d'abord de créer – ou du moins maintenir – le plus d'emplois possible. Ensuite, les effets des politiques doivent se faire sentir le plus rapidement possible. La politique peut prendre plusieurs formes, telles que des réductions d'impôts ou des investissements d'infrastructure, qui affectent les deux objectifs dans différentes mesures.

Des réductions d'impôts, voire des ristournes, peuvent être mise en place très rapidement. Toutefois, elles ne créent pas directement d'emploi et ne se traduisent pas nécessairement par une demande supplémentaire car les ménages peuvent épargner une partie de leur ristourne. Ces mesures permettent donc d'atteindre le second objectif, mais ont un impact relativement modéré sur le premier. D'autres mesures, comme les investissements en infrastructure, sont directement génératrices d'emplois. Toutefois, elles prennent du temps à être mise en place. Elles satisfont donc au premier objectif, mais moins au second.¹⁵

On pourrait multiplier les exemples pour illustrer le fait qu'il n'y a pas de mesure idéale. Beaucoup dépend des conditions propres à chaque pays. De plus, toute politique budgétaire redistribue des revenus et a donc un caractère hautement politique. Il est donc parfaitement prévisible que chaque pays répond à la même situation par des mesures très différentes.

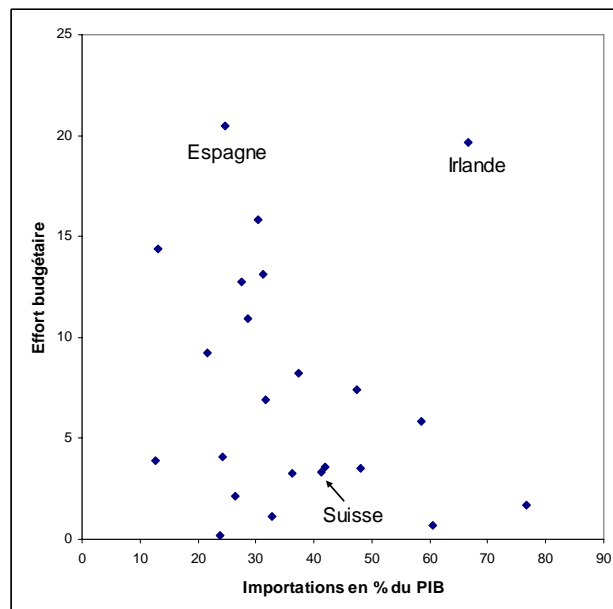
4.1.3. La dimension internationale

L'efficacité de la politique budgétaire dépend aussi du degré d'intégration du pays avec le reste du monde. Elle est d'autant moins efficace qu'un pays est ouvert au commerce international. La raison est facile à comprendre. Si la relance budgétaire stimule la demande totale, une partie de celle-ci est dépensée sur des biens importés et produit ses effets à l'étranger. Les « fuites » subies par la politique budgétaire sont directement liées à la part des importations dans les dépenses nationales. Cette observation s'applique clairement à la Suisse, une petite économie très ouverte aux échanges commerciaux.

¹⁵ Notre analyse se concentre sur l'impact conjoncturel des mesures budgétaires, et non pas sur la valeur propres des infrastructures ainsi construites.

La présence de ces « fuites » implique un besoin de coordination entre la politique budgétaire de différents états. Dans la situation de récession mondiale que nous avons connue, il était hautement désirable que les politiques budgétaires renforcent les politiques monétaires, d'autant plus que rapidement les taux d'intérêt ont atteint la limite de 0 pourcent. Mais chaque pays savait qu'une partie de son déficit budgétaire – et donc de sa dette publique future - allait profiter aux autres, et ce d'autant plus que le pays est ouvert. Le risque a toujours été qu'en l'absence de coordination, chaque pays allait faire un effort de relance limité. Une politique coordonnée de relance limite le problème. Chaque pays sait qu'une partie de son effort profite à ses voisins, mais aussi qu'il bénéficie des efforts de ses voisins. La figure 4.1 confirme la tendance des pays très ouverts à produire moins d'effort budgétaire discrétionnaire.¹⁶ Le lien n'est pas très fort, cependant, car bien d'autres considérations, détaillées plus haut, entre aussi en ligne de compte.

Figure 4.1. Effort budgétaire et ouverture au commerce international



Source : Economic Outlook, OCDE.

Note : L'effort budgétaire est calculé comme l'accroissement du déficit structurel primaire par rapport à 2007, cumulé sur la période 2008-2010. Le ratio importations/PIB correspond à l'année 2009.

4.2. La politique budgétaire durant la crise

4.2.1. Évolution des balances fiscales

La balance budgétaire des pays industrialisés a été fortement affectée par la crise, et les projections macroéconomiques indiquent des déficits publics substantiels et durables (figure 4.2 et tableau 4.1). Cet aspect est particulièrement marqué dans les pays anglo-saxons. Le déficit public des États-Unis est passé de 2.2 pourcent du PIB en 2006 à 11.2 pourcent en 2009, et pourrait rester à un niveau similaire en 2010. De même, la Grande Bretagne a vu son déficit s'accroître de 2.7 pourcent à plus de 12

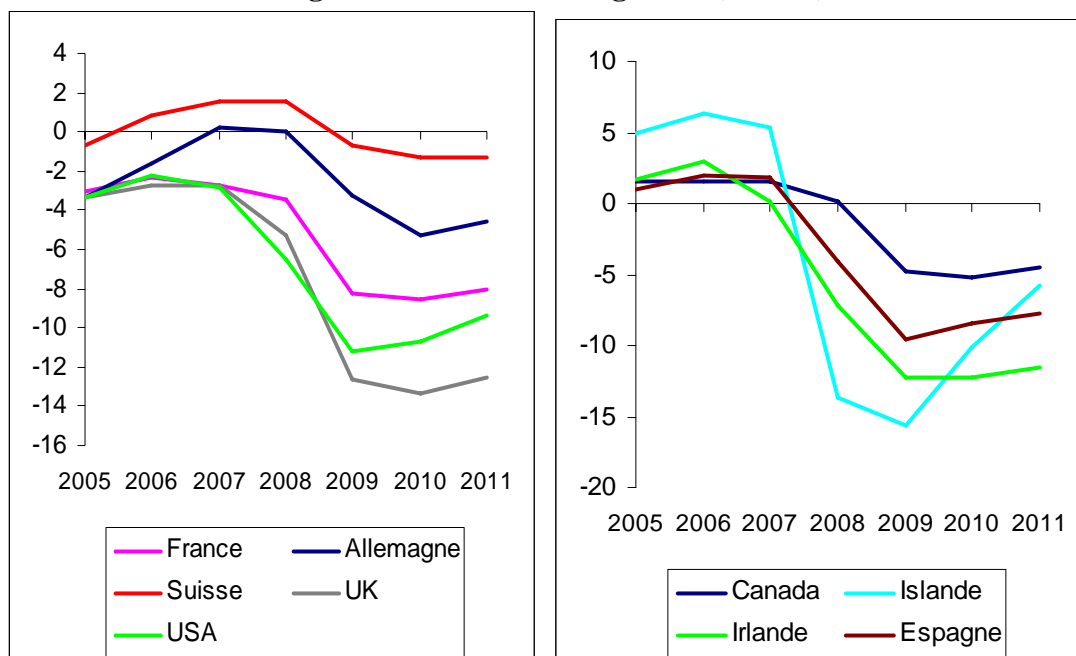
¹⁶ La partie discrétionnaire du budget est présentée plus en détail dans la section 4.2.2 ci-dessous.

pourcent. L'Irlande connaît également une forte détérioration, passant d'un surplus de 3 pourcent du PIB à un déficit de 12.2 pourcent.

Si les autres grands pays industrialisés ont également vu leurs déficits s'accroître, l'amplitude de ce changement est dans la plupart des cas moindre que dans les pays anglo-saxons. Les déficits au Japon, en France et au Canada se sont accrus d'environ 6 pourcent du PIB, et les finances publiques se sont montrées plus robustes en Allemagne où le déficit n'a augmenté que de 1.6 pourcent du PIB. D'autres pays européens font cependant face à des détériorations de leurs finances plus marquées, comme l'Espagne et l'Islande, avec des changements de 11.6 et 22.0 pourcent du PIB, respectivement mais il s'agit de deux pays qui ont aussi connu une bulle sur le prix de l'immobilier, ainsi qu'une récession particulièrement marquée.

Les différences entre pays s'expliquent en partie par la profondeur de leurs récessions (les stabilisateurs automatiques) ainsi que par la taille du soutien au secteur financier. Les États-Unis et le Royaume-Uni ont du fournir de gros efforts pour soutenir leurs larges secteurs financiers et, en plus, engager des efforts de relance substantiels. L'Irlande est également confrontée à un secteur bancaire en profondes difficultés après une bulle immobilière, alors que l'Islande a vu son secteur bancaire s'effondrer suite à une stratégie d'expansion très risquée en Grande-Bretagne et aux Pays-Bas. La détérioration des finances publiques espagnoles s'explique avant tout par la forte récession que ce pays traverse, avec une explosion du chômage, suite à l'éclatement de sa bulle immobilière.

Figure 4.2. Balance budgétaire (% PIB)



Source : OECD (2009)

La Suisse fait figure d'exception frappante dans cette situation. Elle est passée d'un léger excédent en 2006 (0.8 pourcent du PIB) à un déficit modéré en 2009 (0.7 pourcent). Si ce déficit va sans doute s'accroître dans les années à venir, les projections le mettent à un niveau soutenable. La bonne tenue des finances publiques helvétiques s'expliquent d'abord par une récession moins marquée que dans les autres pays, et ensuite par un engagement moindre de l'état dans le secteur bancaire, limité au plan de sauvetage d'UBS précédemment décrit.

Tableau 4.1. Changement du solde budgétaire: 2006-2009 (% PIB)

Canada	-6.4	Japon	-5.8
France	-5.9	Espagne	-11.6
Allemagne	-1.6	Suisse	-1.5
Islande	-22.0	Royaume Uni	-9.9
Irlande	-15.2	États Unis	-9.0

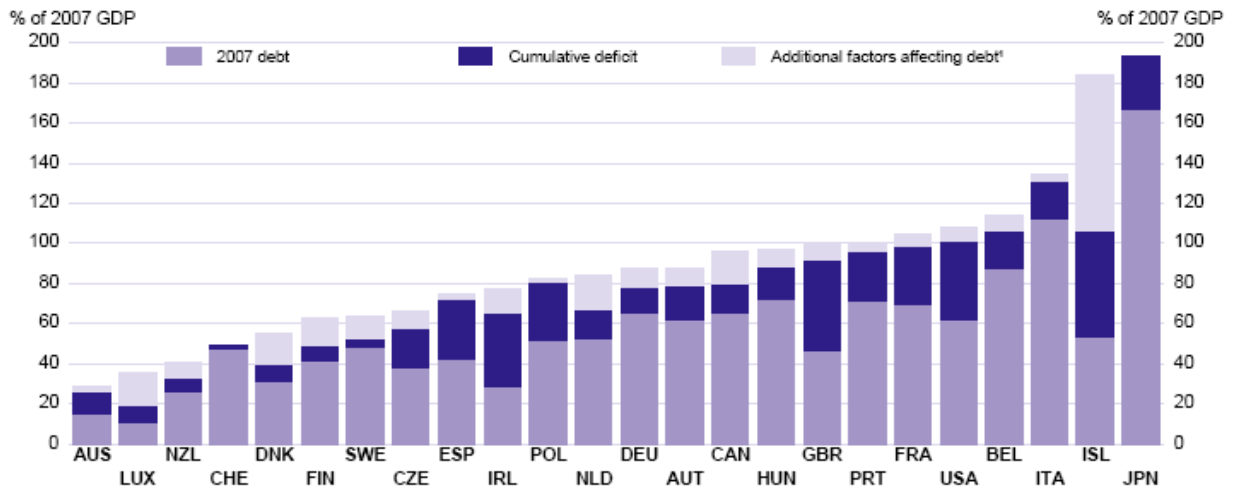
Source : Economic Outlook, OECD

Les substantiels déficits budgétaires de la plupart des pays industrialisés, ainsi que les injections de capital dans les établissements financiers en difficulté, vont se traduire par une forte augmentation des dettes publiques (figure 4.3). Cette augmentation devrait être particulièrement marquée pour le Royaume Uni, dont la dette publique devrait doubler entre 2007 et 2011, ainsi que pour les États-Unis. L'Irlande, l'Espagne, et surtout l'Islande, connaîtront également des augmentations substantielles de leurs dettes. La situation de la Suisse par contraste est nettement plus favorable. La dette publique helvétique est non seulement basse en comparaison internationale, mais en outre elle ne devrait s'accroître que modérément, restant en deçà de 50 pourcent du PIB. La situation fiscale favorable de la Suisse reflète un effort soutenu d'assainissement sur la décennie écoulée par le biais du frein à l'endettement.

4.2.2. Mesures discrétionnaires

Dans une grande mesure la détérioration des balances budgétaires reflète les stabilisateurs automatiques des budgets publics: une récession entraîne une hausse des dépenses de l'état social et une baisse des rentrées fiscales. Le déficit public a dès lors naturellement tendance à s'accroître en temps de crise, sans que l'état change explicitement les paramètres de la politique budgétaire. Les déficits publics se creusent également lorsque les états entreprennent des efforts, comme des baisses des taux d'imposition ou l'engagement de dépenses supplémentaires par rapport à celles initialement budgétées, allant au-delà de cette stabilisation automatique. Ces efforts additionnels, appelés les mesures discrétionnaires, sont donc un baromètre de la mesure dans laquelle la politique budgétaire est active.

Figure 4.3. Décomposition de la dette publique en 2011 (% PIB)



1. 2011 debt minus the sum of 2007 debt and the cumulative deficit for 2008-11. This includes debt-increasing equity participations in companies.

Source OECD (2009, figure 1.14)

Les mesures discrétionnaires ont été adoptées de manière hétérogène entre les différents pays (figure 4.1 et tableau 4.2). Les États-Unis fournissent l'effort le plus marqué avec des mesures sur 2008-2010 atteignant 4.9 pourcent du PIB. Le Canada et l'Allemagne ont également adopté de mesures substantielles, alors que la France et le Royaume Uni se sont montrés moins actifs. Dans le cas du Royaume Uni, le déficit a donc plongé en raison des stabilisateurs automatiques qui ont répondu à une récession particulièrement profonde et longue. Les efforts de relance italiens ont été très limités, reflétant la marge de manœuvre budgétaire réduite dont le pays dispose en raison d'une dette publique très élevée. L'amplitude de la réponse discrétionnaire américaine s'explique en partie par la portée limitée des stabilisateurs automatiques comme l'assurance chômage dans ce pays. Dans la plupart des pays européens, les politiques sociales développées ont conduit à un rôle important des stabilisateurs automatiques, ce qui a conduit les gouvernements à prendre moins de mesures discrétionnaires. La question de l'ouverture, traitée précédemment, intervient également pour expliquer la situation. La Suisse (Confédération, cantons et communes) fournit un effort limité, bien que relativement proche de celui de plusieurs pays européens comme la France (les détails de nos estimations sont fournies dans l'annexe 1 en fin de document).

Les mesures budgétaires discrétionnaires dans les pays industrialisés comportent aussi bien des mesures à effet immédiat comme des réductions d'impôts, que des mesures comme les investissements d'infrastructure dont les effets sont plus marqués, mais ne se manifestent que graduellement.

Tableau 4.2. Mesures discrétionnaires (% PIB)

	2008	2009	2010	Total
Suisse		0.6	0.5	1.1
Canada		1.9	1.7	3.6
France		1.2	0.5	1.7
Allemagne		1.6	2.0	3.6
Italie		0.2	0.1	0.3
Royaume Uni	0.2	1.4	-0.1	1.5
États-Unis	1.1	2.0	1.8	4.9

Source : FMI (tous les pays sauf la Suisse), estimations du SECO (Suisse, cf. table 4.3, dépenses de la Confédération, des cantons et des communes).

Note : la méthode de calcul est légèrement différente de celle utilisée dans la figure 4.1 et cumule les trois années 2008 à 2010.

Étant donnée l'urgence de la situation, les réductions d'impôts occupent une part prépondérante des mesures budgétaires discrétionnaires. Ces mesures représentent 39 pourcent du plan de relance de 700 milliards de dollars adoptés par le Congrès américain en février 2009. Les dépenses d'infrastructure se montent à 17 pourcent du plan, avec des mesures de soutien de l'assurance chômage pour un montant similaire. Près d'un tiers du plan prends la forme de soutien aux finances des états et collectivités locales.

Le plan de relance du gouvernement fédéral canadien se monte à 40 milliards de dollar canadiens entre 2009 et 2010. Près de la moitié de ce montant consiste en mesures d'aide directe aux ménages, avec un effet immédiat. Les dépenses d'infrastructure et le soutien à l'immobilier représentent un tiers du plan total, le reste étant fait de mesures d'assistance aux entreprises.

L'effort du Royaume Uni se concentre sur des réductions d'impôts, aussi bien au niveau de l'impôt sur le revenu pour les bas revenus que sur la TVA. Les mesures prises en France portent principalement sur les taxes (réduction des taux, accélération des remboursements de TVA). Les allègements fiscaux représentent près de la moitié du train de mesures adoptées en Allemagne, les dépenses d'infrastructures constituant un tiers du total.

Les autorités suisses ont également entrepris des mesures budgétaires discrétionnaires (tableau A.1 dans l'annexe). Au niveau fédéral, ces mesures sont réparties en 3 phases, les dépenses totales se montant à 0.19 pourcent du PIB en 2009 et en 2010. Les dépenses d'infrastructures représentent un peu plus d'un tiers de cet effort, principalement sur 2009. La redistribution de la taxe CO2 en 2010 représentent un autre tiers, et le solde est réparti entre le déblocage des crédits sur 2009 (10 pourcent

du total), le soutien au marché de l'emploi en 2010 (12 pourcent) et d'autres mesures (11 pourcent). Les cantons et les communes contribuent également à l'effort de relance dans une large mesure, et les dépenses discrétionnaires des trois niveaux se montent à 0.55 pourcent du PIB en 2009 et 0.51 pourcent en 2010.

Dans la plupart des pays, les mesures budgétaires ont été appuyées par d'autres actions publiques, notamment liées au marché du travail (tableau 4.3). Par exemple, plusieurs pays ont eu recours au chômage partiel afin de répartir la réduction de l'activité entre employés de manière large et éviter ainsi de concentrer le problème sur une minorité de chômeurs. Certains pays, dont les États-Unis et la France, ont également prolongé la durée des allocations chômage.

Tableau 4.3. Mesures structurelles

	Labour market policies			Fiscal measures		Competition and innovation	
	Expanded short-time working	Unemployment benefit extension ¹	Active labour market measures ²	Temporary support to auto industry	Other subsidies and export refunds	R&D tax credits and grants	Easing entry barriers
United States	X	X	X	X	X	X	
European Union					X		
Japan	X	X	X	X		X	X
Germany	X		X	X			
France	X	X	X	X		X	
Italy	X		X	X		X	X
United Kingdom			X	X			
Canada	X	X	X	X		X	
Australia		X	X	X			X
Austria	X		X	X		X	
Belgium	X		X			X	X
Czech Republic	X		X				X
Denmark	X		X				
Finland	X	X	X			X	
Greece			X	X			
Hungary	X						X
Iceland	X		X				
Ireland	X		X			X	
Korea	X	X	X	X		X	
Luxembourg	X			X		X	X
Netherlands	X		X	X		X	X
New Zealand	X	X	X				
Norway	X	X	X			X	
Slovak Republic	X		X	X	X	X	X
Poland	X		X			X	X
Portugal	X	X	X	X	X	X	X
Sweden		X	X	X	X	X	
Spain	X	X	X	X		X	X
Mexico	X		X				X
Switzerland	X	X			X		
Turkey	X		X				

1. Permanent or temporary easing in eligibility criteria for unemployment benefits or a permanent or temporary rise in the duration of benefits.

2. Activation requirements to help unemployed find work; job assistance and matching for unemployed; Training programmes to help unemployed find work.
Source: OECD.

Source OECD (2009, table 1.5)

4.3 Appréciation de la politique budgétaire suisse

Avec un faible niveau d'endettement, la Suisse faisait partie des pays qui pouvaient, s'ils le voulaient, dû fournir un effort budgétaire soutenu. On vient de noter que ce ne fut pas le cas. Que peut-on en penser ?

La réponse requiert un diagnostic de la performance de l'économie suisse. Entre le premier trimestre 2008, avant que la crise ne se manifeste dans l'économie réelle, et le troisième trimestre 2009, le PIB suisse a reculé de 1.7 pourcent (tableau 4.4). La raison première est la chute du commerce mondial, qui se traduit par un recul de près de 10 pourcent des exportations. L'économie domestique s'est en revanche bien maintenue, avec une augmentation de 1.3 pourcent de la demande intérieure finale (consommation privée et publique, et investissements des entreprises). Les collectivités publiques ont fortement contribué à cette expansion, alors que la demande des ménages est demeurée robuste. Si les dépenses d'investissement ont nettement faibli, cela est dû exclusivement aux investissements en équipements, avec un affaiblissement moindre de la construction. La demande publique a donc amorti une part du choc.

Tableau 4.4. Composantes du PIB Suisse

Changement entre le premier trimestre 2008 et le troisième trimestre 2009 (%)

PIB	- 1.7
Exportations	- 9.8
Importations	- 5.7
Demande finale	+ 1.3
Consommation des ménages	+ 2.1
Dépenses publiques	+ 4.1
Investissement	- 1.9
Construction	- 0.3
Équipements	- 3.1

Source : SECO

Le but des mesures budgétaires est avant tout de soutenir l'emploi. Le tableau 4.56 indique l'évolution de la situation dans les diverses branches. Depuis le premier trimestre 2008, l'emploi s'est accru de 1.1 pourcent en Suisse, mais la situation est nettement contrastée entre les différents secteurs. Le secteur secondaire a connu une chute d'emploi dans l'industrie, qui est fortement tournée vers l'exportation, alors que

la construction, qui sert exclusivement le marché intérieur, s'est bien maintenue. La même tendance est observée dans le secteur tertiaire. L'emploi s'est bien maintenu dans l'ensemble de ce secteur, avec une réduction là où la demande étrangère importe, soit par le biais du tourisme (hôtellerie et restaurant) soit par celui de l'activité commerciale.

La Suisse a donc principalement été affectée par une chute de la demande extérieure durant la crise. Étant un petit pays fortement intégré avec le reste du monde, la capacité des autorités à compenser cette source de demande était limitée. L'effort total a donc été faible, le pays se reposant sur les efforts de relance de ses partenaires commerciaux. Évidemment, du point global, la Suisse n'a pas apporté de contribution aux efforts internationaux, mais il s'agit là d'un aspect observé dans l'ensemble des petits pays et non pas d'une spécificité helvétique (figure 4.1). Des appels à la coopération ont bien été lancés par le FMI, l'OCDE et la Commission Européenne, mais ils n'ont pas été suivis par la nécessaire concertation. Le G20 s'est emparé de la question mais n'est pas arrivé à formuler des propositions précises. L'absence de coopération internationale est certainement un des points noirs de la crise.

Tableau 4.5. Emploi en Suisse

Changement entre le premier trimestre 2008 et le troisième trimestre 2009
(%, équivalents plein temps)

Total (secondaire et tertiaire)	+ 1.1
Secondaire	- 0.5
Industrie	- 2.2
Construction	+ 3.2
Tertiaire	+ 1.8
Commerce	- 1.1
Hôtellerie, restaurants	- 0.6
Transports, communications	- 1.4
Autres	+ 3.6

Source : SECO

De manière plus fine, l'accent mis dans les programmes de relance budgétaire sur des projets pouvant être mis en œuvre rapidement est approprié. Il convient en effet d'éviter que les dépenses ne déploient leur effets que trop tard du fait d'une longue mise en place des projets. En outre, les prévisions indiquent une montée du chômage en Suisse, le SECO tablant sur un taux de chômage de 4.9 pourcent en 2009 et 2010. Les mesures de soutien au marché de l'emploi déployée dans la troisième phase du programme de relance vont dès lors dans le bon sens.

4.4 Résumé

S'il existe un large consensus parmi les économistes sur l'efficacité de la politique monétaire pour la gestion conjoncturelle, c'est moins le cas pour ce qui est de la politique budgétaire. Les efforts budgétaires sont plus efficaces lorsque l'activité économique est basse, car ils sont alors peu susceptibles d'entraîner une hausse des taux d'intérêt qui réduit les dépenses d'investissement productif, ou un accroissement de l'épargne des ménages. De plus, la composition de l'effort joue un rôle, certaines mesures ayant un effet immédiat, mais relativement modestes, alors que d'autres génèrent plus d'emplois, mais prennent du temps à déployer leur effet.

La politique budgétaire est aussi plus efficace pour un grand pays car la demande générée est alors principalement dépensée domestiquement. Une expansion budgétaire dans un petit pays ouvert, comme la Suisse, en revanche est substantiellement dissipée par une hausse des importations.

Les déficits publics se sont fortement creusés dans l'ensemble des pays industrialisés. Si cela reflète l'impact immédiat de la conjoncture sur les recettes fiscales et les dépenses de l'état social, les gouvernements ont également entrepris des efforts de relance supplémentaire. Ce fut particulièrement le cas aux États-Unis, en partie pour compenser l'ampleur relativement modérée des stabilisateurs automatiques dans ce pays.

L'effort budgétaire suisse demeure modéré en comparaison internationale. Ceci reflète tout d'abord l'ampleur moindre de la crise en Suisse, mais aussi le risque d'une dilution substantielle des efforts budgétaires dans un petit pays ouvert au commerce mondial. Cette réticence est observée dans de nombreux autres pays, les efforts étant moins prononcés dans les petits états que dans les grands. Le problème de « fuites » des efforts budgétaires par les importations aurait pu être résolu par une coordination internationale de ces efforts, mais elle n'a eu lieu que très partiellement.

Chapitre 5. Après la crise : les nouveaux défis

La tourmente a révélé de nombreuses et profondes failles dans le fonctionnement du système financier mondial. Cette constatation a stimulé plusieurs études visant à établir les problèmes les plus saillants et les solutions qu'il convient d'y apporter (Brunnermeier et al. 2009, De Larosière 2009, FSA 2009a,c, Gerlach et al. 2009, Senior Supervisors Group 2009). Les instances de politique économique ont en outre entamé des efforts de réflexion et de réforme (DFP 2009, Finma 2009a,b, United States House of Representatives, 2009). Un vigoureux effort de coordination internationale a aussi été mené à Bâle au sein du Comité de supervision bancaire et du Conseil de la stabilité financière créé en Avril 2009 par le G20. Le Comité de supervision bancaire a remis ses premières propositions en décembre 2009.

Ce chapitre revisite les plus importantes failles révélées par la crise qui ont été détaillées plus haut et examine, dans chaque cas, où nous en sommes en matière de réformes et ce qui s'est fait en Suisse. Nous commençons par les réformes en matière de réglementation financière, suivi de ceux portant sur les agences en charge de la supervision. Un troisième point porte sur la taille des intermédiaires financiers. Nous considérons ensuite la dimension internationale, ainsi que les réformes nécessaires au plan de la gouvernance des établissements bancaires. Notre analyse se termine par un examen des défis pour la politique macroéconomique

5.1. Réforme de la réglementation

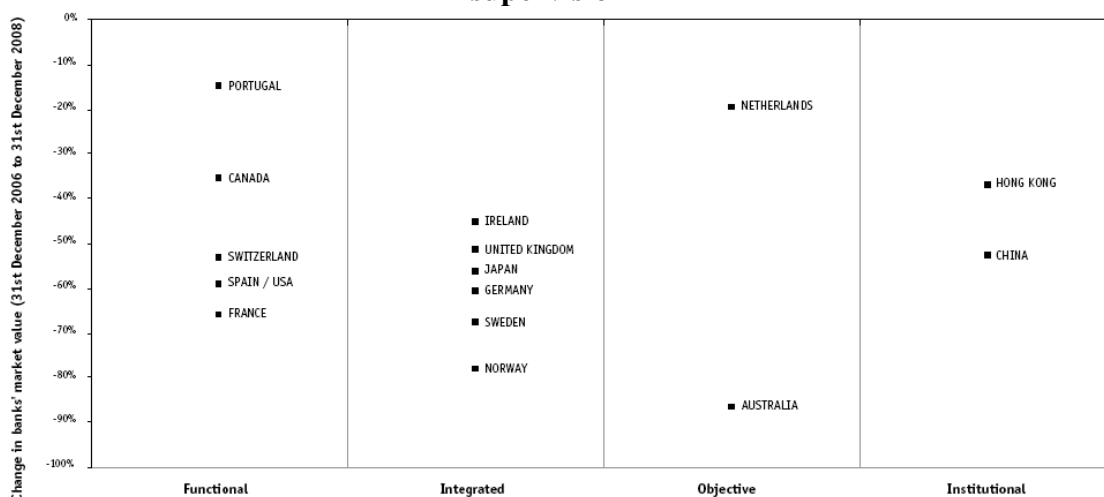
Dans plusieurs pays, le mandat du régulateur était trop étroit et défini selon des critères juridiques d'organisation des entreprises (distinguant par exemple les banques des assurances et des groupes d'investissements tels que les hedge funds). Le mandat ne couvrait dès lors pas des institutions comme AIG qui, bien que n'étant pas une banque à proprement parler, jouait un rôle central. Plus généralement, la forte croissance du système financier parabancaire avant la crise a eu comme résultat que plusieurs établissements, comme les banques d'affaires, effectuaient une transformation de maturité entre emprunts à court terme et placement à long terme. Si cette activité est d'un point de vue économique identique à celle d'une banque traditionnelle, avec les vulnérabilités que cela implique, ces établissements n'étaient pas soumis aux règles prudentielles en vigueur pour les banques.

C'est une première raison pour consolider les agences de régulation bancaires et financières. Une autre raison est de limiter les dilutions d'information et les rivalités potentielles entre agences. Ceci est particulièrement pertinent pour les États-Unis et la zone euro. Toutefois, chercher LA structure organisationnelle de régulation qui permettra d'éviter les crises est un exercice peu prometteur. Le lien entre la structure formelle de supervision et la performance des banques est en effet tenu (figure 5.1,

tiré de FSA 2009b). En Suisse, la création de la Finma, consolidant des régulateurs existants, répond largement à cette analyse.

Un second aspect concerne le développement du secteur bancaire « de l'ombre » (shadow banking system). Ce terme s'applique à des intermédiaires financiers qui effectuent des « transformations d'échéances », c'est-à-dire qu'ils empruntent à court terme pour acquérir des actifs de long terme, comme toutes les banques, qu'ils le font avec un très fort effet de levier, comme certaines banques, mais qu'ils ne sont pas juridiquement considérés comme des banques. Ces institutions ne tombent dès lors pas sous la juridiction des agences de réglementation et de supervision bancaires qui, pourtant, ont pour mission de réduire les risques de la transformation de maturité, qui est au cœur de l'activité des banques et la source de leur vulnérabilité aux paniques. En outre, plusieurs de ces intermédiaires du secteur bancaire « de l'ombre » étaient des filiales créées par les banques. Mais ces filiales étaient structurées de telle manière qu'elles puissent juridiquement être considérées hors du bilan des banques, alors que d'un point de vue économique elles auraient dû figurer sur ces bilans puisque la responsabilité des maisons-mères était nécessairement engagée en cas de faillite.¹⁷ L'inclusion de ces structures hors bilan avait pour but premier d'évader la réglementation. Le Comité de Bâle recommande de traiter tous les engagements des banques, y compris le hors-bilan, de la même manière. Il faudra sans doute attendre la période de consultation en cours pour savoir si les propositions du Comité de Bâle seront maintenues et ensuite appliquées en Suisse.

Figure 5.1: Diminution de la valeur de marché des banques selon les systèmes de supervision



Source : (FSA 2009b, p 195)

¹⁷ Le développement de ces intermédiaires parallèles s'est concentré sur les places financières anglo-saxonnes – y compris parmi les filiales de banques étrangères – et n'a pas été un facteur important pour la place financière suisse.

5.2. Agences de supervision

Les agences de supervision sont chargées d'appliquer les réglementations et, le cas échéant, de sanctionner les institutions qui ne s'y conforment pas. Tout ceci peut représenter des coûts considérables pour les banques. Dans ces conditions, les superviseurs doivent pouvoir opérer librement de pressions politiques. L'expérience montre que les banques savent alerter les responsables politiques et l'opinion publique en leur faveur. Elles développent aisément l'argument selon lequel les règles sont trop restrictives et limitent la compétitivité du secteur bancaire. Il est donc essentiel que les agences de supervision aient la capacité de résister à ces pressions. En Suisse, l'indépendance de statut et de financement de la Finma est un élément extrêmement positif.

Pour remplir leurs missions, les superviseurs doivent disposer d'instruments adaptés et contraignants. S'ils sont soumis à la discrétion – et donc au jugement professionnel – des autorités de supervision, ces instruments peuvent être d'un usage souple mais nécessairement conflictuel. Alternativement, ces instruments peuvent prendre la forme de règles rigides et permanentes, qui s'imposent naturellement mais qui impliquent en général des coûts plus élevés pour les banques. Or l'approche dominante est la seconde, en raison d'un fort scepticisme sur la capacité des superviseurs à s'imposer auprès des banques. Autrement dit, de manière peut-être paradoxale, plus les superviseurs sont puissants et compétents, plus ils peuvent être flexibles et réduire le coût de la mise en œuvre de la réglementation.

Cela signifie que les agences de supervision doivent avoir les moyens de développer une analyse indépendante et critique de la situation des banques. Cela exige des ressources suffisantes pour leur permettre de recruter un nombre suffisant de collaborateurs d'un niveau suffisamment élevé pour qu'ils soient perçus comme des pairs par les hauts dirigeants des banques. A ce titre, le fait que la Finma puisse accorder des rémunérations qui ne sont pas étroitement limitées par les grilles salariales de l'administration fédérale est un aspect positif. Le progrès sera visible quand la Finma aura su recruter des banquiers de haut niveau. Les autorités doivent également disposer de ressources en personnel suffisante. Cet aspect est particulièrement pertinent pour la Suisse vu la disproportion entre la taille des banques et celle du pays. Comme souligné plus haut, la supervision des deux grandes banques par un groupe de 25 personnes implique une charge démesurée. Le projet de porter ce groupe à 40 personnes est un pas dans la bonne direction, mais il serait souhaitable d'accentuer l'effort. Les chiffres du tableau 2.2. indiquent par exemple qu'il faudrait porter ce groupe à 94 personnes pour atteindre une charge de 20 milliards de francs par régulateurs, en ligne avec la charge moyenne de l'Espagne ou du Canada. S'il s'agit là d'un effort substantiel, il demeure dans le domaine du possible.

Le développement de capacités d'analyse plus indépendantes par les superviseurs contribueraient également à limiter le problème de « regulatory capture ». Toutefois, il n'existe pas de solution miracle contre ce problème. Les autorités doivent en effet disposer de personnels suffisamment proches du monde bancaire et financier pour être au fait des avancées et développements dans ce secteur, mais ils doivent aussi en être suffisamment éloignés pour ne pas confondre les intérêts du secteur et ceux du public. Il s'agit là d'une limite délicate qui peut difficilement être codifiée. Elle doit plutôt

être implémentée par une culture et une gestion appropriée au sein du superviseur, et des autorités politiques le chapeautant.

5.3. Taille des établissements bancaires

La Suisse se trouve face à un dilemme. Elle est trop petite pour abriter une des plus grandes banques du monde, et elle en abrite deux. Si l'intervention rapide des autorités a permis de limiter l'engagement de l'état à des montants tolérables, rien ne dit que ce sera toujours le cas. L'Islande fournit un exemple de ce qui arrive dans le pire des cas : l'état a dû promettre aux créanciers étrangers d'une banque islandaise – dont la stratégie d'expansion extraordinairement agressive a conduit à la faillite – de les rembourser au moins partiellement, mais le poids de cette dette est insupportable (il est estimé à 50% du PIB). En attendant le règlement de cette affaire, l'Islande est un état paria sur le plan financier. Dans ce sens, les deux grandes banques représentent un danger potentiel. D'un autre côté, le secteur financier en général, et les deux banques en particulier, sont des sources majeures d'emplois et de revenus pour la Suisse.

La question est de savoir si les mêmes revenus ne pourraient pas être générés par un nombre plus important de banques chacune de taille plus modeste. Étant donnée la concurrence internationale, la réponse dépend de l'évolution de la réglementation à l'étranger. L'administration américaine a fait part de son intention de réduire la taille des banques. Si elle réalise cet objectif, les règles du jeu mondiales seront radicalement modifiées. Il reste que la réponse à cette situation peut prendre différentes directions, qui ne sont mutuellement exclusives

Une première approche consiste à traiter différemment les grandes banques. L'objectif est de faire en sorte que les grands établissements soient plus à même de traverser une tourmente que leurs concurrents de taille plus modeste qui ne représentent pas un risque systémique aussi important. C'est la voie choisie par les autorités suisses lorsqu'elles envisagent d'imposer aux grandes banques des niveaux de fonds propres plus élevés (DFP 2009, FSA 2009a). Sont concernés aussi bien le ratio des fonds propres par rapport aux actifs pondérés par le risque que le ratio par rapport à l'ensemble du bilan sans pondération. Ce second ratio, plus simple que le premier, est donc plus frustré mais moins manipulable. Il se justifie comme une assurance contre le manque de fiabilité des modèles d'appréciation du risque qui ont révélé de profondes failles avant la crise. Le bilan des banques peut également être renforcé par une utilisation plus importante de sources de financement stables. Ratnovski et Huang (2009) montrent que la solidité des banques canadienne s'explique en partie par un financement plus important par les dépôts de particuliers par rapport aux banques d'autres pays. Ces dépôts étant moins susceptibles d'être retirés rapidement que les emprunts à court terme sur le marché interbancaire, ils offrent une plus grande sécurité pour le financement des banques.

Une deuxième approche est de directement limiter la taille des banques. Diverses méthodes sont possibles. La plus brutale est une interdiction pure et simple de dépasser une certaine taille. Par exemple, il est interdit à toute banque d'avoir des dépôts qui excèdent 10% de l'ensemble des dépôts dans le système bancaire américain. Cette mesure, adoptée en 1933, répondait à une motivation d'anti-trust et

non prudentielle, mais l'administration Obama envisage à présent de la renforcer. Une méthode plus subtile est de faire augmenter les exigences de fonds propres très fortement au-delà d'un certain seuil. S'il est bien calibré, le surcoût pourrait bien conduire les banques à réduire d'elles-mêmes leur taille ou à se découper volontairement en unités plus petites.

Une autre méthode est de limiter ou même de prohiber la coexistence d'activités différentes au sein des mêmes établissements bancaires et dont de les amener à réduire leurs activités, voire à se scinder. Cette méthode est également envisagée aux États-Unis. Elle se concentre sur les investissements propres de la banque (« proprietary trading »). On sait que les pertes d'UBS furent le résultat des actifs adossés à l'immobilier que la banque détenait pour son propre compte, alors que la gestion des fonds des clients et les activités de banque commerciale ont peu souffert. Les investissements pour le compte propre de la banque peuvent être soit interdits, soit être soumis à des exigences de fonds propres plus restrictives que les activités commerciales. Toutefois les exigences accrues de fonds propres pour des activités risquées ne peuvent se faire que si les régulateurs ont une appréciation correcte du risque. Il est concevable que cette appréciation s'avère erronée. Par exemple, les produits dérivés au cœur des pertes bancaires étaient considérés comme sûrs jusqu'au début de la crise. C'est peut-être la raison pour laquelle l'administration Obama veut limiter, voire interdire, les investissements pour compte propre des banques de dépôt.

Une dernière possibilité est de faire preuve de patience. Il s'agit de renforcer les plans contingents pour la liquidation de grands établissements. Si la plupart des pays connaissent une procédure bien rodée pour les petits établissements, comme leur reprise par la FDIC aux États-Unis, les autorités manquent de plans préparés pour gérer la faillite d'une grande banque. Ce problème est particulièrement marqué pour les banques actives dans plusieurs pays, un aspect discuté plus en détail dans la section 5.4 ci-dessous. Un remède potentiel, mentionné précédemment, est de demander aux établissements de fournir des plans de liquidation (« living wills ») à activer en cas d'insolvabilité. Ce mécanisme a deux avantages. Il suffirait d'attendre la prochaine crise pour éliminer tout ou partie des grands établissements, ce qui soulèverait moins de problèmes politiques qu'une réduction à froid. D'autre part, connaissant à l'avance le sort qui leur est promis en cas de défaillance, les banques agiraient avec une grande prudence. Elles seraient à la fois grandes et prudentes. S'en remettre à des plans de liquidation élaborés par les banques pourrait cependant s'avérer risqué, surtout si les autorités acceptent ces plans sans trop de scepticisme. Si les banques ne consacrent que peu d'effort dans l'établissement de ces plans, ceux-ci pourraient s'avérer dépassés en période de crise. L'état n'aura alors pas d'autre choix que de voler au secours des banques. La stratégie comporte donc un problème marqué d'aléa moral. Les banques, sachant que l'état ne restera pas les bras croisés en cas de turbulences, auraient une incitation à produire des plans apparemment robustes pour tenir les régulateurs à distance. Il appartiendra aux régulateurs d'évaluer ces plans de manière critique.

La régulation suisse a déjà évolué vers des exigences plus marquées pour les grandes banques. Le tableau 5.1 contraste les approches helvétiques et américaines (FSA 2009a). Il montre des critères et règles plus spécifiques pour la Suisse, tout en tenant

compte que les mesures américaines sont encore au stade de propositions.¹⁸ La définition des grandes banques est plus claire en Suisse, reflétant naturellement la dominance claire d'UBS et Crédit Suisse. Les exigences de capital sont définies aussi bien en termes d'actifs pondérés au risque qu'en termes d'actifs totaux. Ces deux mesures tiennent en outre compte du cycle conjoncturel, les banques devant avoir des fonds propres particulièrement élevés en période faste pour pouvoir les utiliser afin d'amortir leur pertes en temps de crise. Les règles considérées pour les États-Unis sont moins explicites quantitativement et laissent une marge d'appréciation au régulateur. On observe également une distinction selon les activités. Par exemple les règles suisses sont plus contraignantes sur les activités étrangères (qui représentent environ 80 pourcent du bilan des grandes banques), et la législation américaine prévoit des restrictions sur certaines activités.

5.4. La dimension internationale

La faillite d'un grand groupe bancaire est particulièrement difficile à gérer lorsque ses activités recouvrent plusieurs pays. Avant la crise la règle standard était que le régulateur du pays où la banque a son siège était responsable pour celle-ci. L'expérience Islandaise a montré les limites de ce système car le pays est dans l'incapacité d'assumer les engagements de la banque.

Il convient alors de coordonner les efforts des régulateurs du pays d'origine de la banque et des états où elle est active. Il est important d'adopter des structures de coopération plus contraignantes qu'un simple accord de principe comme dans la zone euro (Pisani-Ferry et Sapir 2009). L'union européenne s'est montrée disposée à suivre les recommandations du rapport De Larosière (2009) en établissant un collège de régulateurs au niveau européen. La réforme en chantier aux États-Unis prévoit également d'instaurer un conseil de coordination entre les différentes agences de régulation.

Le démantèlement transfrontalier d'un établissement étant une tâche des plus complexes, il convient d'adopter une structure juridique facilitant cet exercice. Par exemple, les activités d'une banque à l'étranger peuvent être conduites par le biais de filiales incorporées dans les pays en questions, plutôt que par des branches de la maison mère (Turner 2009a). En cas de faillite, cette structure permet de traiter les différentes pièces de l'ensemble de manière séparée, laissant au régulateur dans chaque pays le soin de s'occuper des filiales sous sa juridiction. Une telle stratégie est plus facile à coordonner internationalement que dans le cas où le régulateur du pays d'origine porte toute la responsabilité formelle.

¹⁸ Les toutes dernières propositions annoncées le 21 janvier 2010, ne sont pas prises en compte.

Tableau 5.1. Grands établissements : les approches suisses et américaines

Systemically important institutions ¹⁴		
	Switzerland	United States
Identification	Applies to the two largest Swiss banks.	The US Treasury proposes to identify so called Tier 1 Financial Holding Companies (FHCs) and Designated Financial Market Utilities (DFMUs). Those financial institutions would be subject to enhanced regulation and supervision from the Federal Reserve (the Fed). The Fed will identify Tier 1 FHCs and DFMUs according to factors to be specified in forthcoming legislation. These are likely to include size, inter-connectedness, leverage, reliance on short-term funding, likely impact on the financial sector and the real economy under stressed economic conditions. Ultimately, the Fed will be able to exercise discretion in the identification. Treasury draft legislation indicates that the Fed will be able to ask US and foreign (assets and revenues to be located in the US) financial companies which have: <ul style="list-style-type: none"> • \$10bn or more in assets; • \$100bn or more in assets under management; or • \$2bn or more in gross annual revenues; to submit such information that the Fed Board may reasonably require for the sole purpose of determining whether to designate the company a Tier 1 FHC.
Capital surcharge	The two major banks are required to hold a target capital-to-RWA ratio of 200% of the minimum Basel capital-to-RWA ratio (100% Pillar 1 and 100% Pillar 2). This is required in 'good times', while in 'bad times' the buffer can be drawn down to 150% (i.e. 16% to 12% capital-to-RWA ratio). There is some flexibility as to how good and bad times are identified. The two banks are expected to hold mainly Tier 1 capital and have until 2013 to adjust gradually to the new requirements.	Higher capital requirements as defined by the Fed. Tier 1 FHCs should be required to have enough high-quality capital during good economic times to keep them above prudential minimum capital requirements during stressed economic times. The Fed should also evaluate the firm's capital strength using assessments of capital adequacy under severe stress scenarios, assessment of the firm's capital planning practices and review market-based indicators of the firm's credit quality. Tier 1 FHCs should be subject to a prompt corrective action regime similar to the FDICIA when the firm's regulatory capital declines
Other measures	Leverage ratio: 3% of core capital to total assets is required at group level, while 4% of core capital to total assets is required for individual institutions. This is required for the whole Swiss banking system. The two largest banks are expected to exceed the minimum leverage ratio in good times. Banks' domestic lending business is excluded from this requirement.	Enhanced consolidated supervision for Tier 1 FHC and DFMUs For Tier 1 FHCs: <ul style="list-style-type: none"> • stricter liquidity requirements; • stricter risk management standards; • restriction on non financial activities; and • rapid resolution plans. For DFMUs: <ul style="list-style-type: none"> • higher prudential and risk management requirements.

Switzerland: Swiss Federal Banking Commission Decree, November 2008 (www.finma.ch/archiv/ebk/e/publik/medienmit/20081204/mm-em-leverageratio-20081204-e.pdf);
US: Proposals in US Treasury paper *Financial Regulatory Reform*, June 2009 (www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf); Draft Legislation, July 2009 (www.treas.gov/press/releases/reports/title%20ii%20tier%201%20fhcs%20%20722009%20fml.pdf).

Source : FSA (2009a, box 1)

La dimension globale des banques demande aussi que les efforts de réforme soient coordonnées afin d'éviter des disparités de traitements. Cet élément est en place, et la

réflexion a été très largement menée de manière coopérative au niveau international. Comme indiqué plus haut, les instances de Bâle, le très expérimenté Comité de supervision bancaire (appelé le Comité de Bâle) et le Conseil de la Stabilité Financière (FSB, ou Financial Stability Board) nouvellement créé, ont pris le problème en main en coopération avec le FMI. La BNS et la Finma ont joué un rôle important dans ces réflexions. Les propositions les plus importantes à ce jour ont été formulées en novembre et décembre 2009 et sont en cours d'évaluation. A la suite de ces consultations, des recommandations seront formulées au printemps 2010. Le Comité de Bâle et le FSB n'ont pas de pouvoir formel puisque chaque pays demeure souverain en matière de réglementation financière et bancaire. Mais dans la mesure où leurs propositions représentent l'aboutissement consensuel de longues réflexions détaillées auxquelles les autorités des pays importants ont contribué, on peut s'attendre que ces recommandations jouent un rôle prépondérant.

La Suisse est bien positionnée dans le processus de réforme. La BNS et la Finma, en liaison avec le DFF, ont proposé des nouvelles mesures de réglementation dès l'automne 2009. Les principales mesures – un renforcement des fonds propres, une limite à l'effet de levier et des rémunérations qui n'encouragent pas la prise de risque systématique – figurent de manière quasi identique dans les propositions de Bâle. Autrement dit, la Suisse a repris à son compte les conclusions en cours de gestation avant même qu'elles ne soient formulées. Une fois ces mesures mises en place, la Suisse aura une longueur d'avance sur tous les pays qui abritent des systèmes bancaires d'importance internationale.

5.5. Gouvernance des établissements bancaires

Les banques étant les premières fautives pour leurs stratégies d'investissement risquées, les réflexions en cours portent également sur une amélioration de la gouvernance interne de ces établissements. Une première approche très visible s'attaque aux systèmes de rémunération. Si les employés de la banque reçoivent un revenu accru sur des gains à court terme sans être pénalisés sur des pertes ultérieures, il s'ensuit une prise de risque excessive. Ce problème peut être limité en liant la compensation à la performance sur des périodes étendues, ou en la bloquant pendant plusieurs années avec une réduction si les bénéfices initiaux sont suivis de pertes.

Les autorités suisses ont été actives sur ce plan avec de nouvelles directives sur les rémunérations octobre 2009 (Finma 2009a). Si une meilleure adéquation des rémunérations avec les intérêts à long terme des établissements est souhaitable, nous conservons un certain scepticisme envers cette stratégie. L'argument sous-jacent consiste à dire que les personnes concernées étaient pleinement conscientes des risques encourus et les ont pris malgré tout en réponse à une structure de rémunération biaisée. Une grande partie du problème a cependant été que les personnes se sont trompées, étant pleinement convaincues de la profitabilité des nouveaux instruments.¹⁹ Dans ce cas, changer les incitations du système de rémunération s'avère secondaire.

¹⁹ Les employés des banques américaines dont Lehman Brothers ont conservé une grande partie de leur épargne dans les actions de la banque, et dès lors subis une perte conséquente.

Une dimension plus pertinente de la gouvernance est de renforcer le rôle des personnes en charge de gérer le risque (Senior Supervisors Group, 2009). Bien souvent les avertissements de ces personnes ont été ignorés au profit des évaluations plus optimistes des traders. Le fait que les gérants de risque ne contribuent aux profits des établissements que de manière plus indirecte que les traders affaiblit leur position dans les choix internes de la banque. Les régulateurs peuvent insister de manière soutenue pour que les départements de gestion du risque bénéficient d'une voix plus forte dans la gouvernance.

5.6. Défis pour la politique macroéconomique

La crise a montré la nécessité d'une plus grande communication entre les différents acteurs de la politique économique, en particulier entre les banques centrales et les autorités de supervision bancaire et financière (Gerlach et al. 2009). Si les banques centrales ont réagi à la crise de manière rapide et substantielle, il apparaît que la conduite de la politique monétaire dans les années précédentes n'a pas suffisamment tenu compte des conditions sur les marchés financiers. De même, les régulateurs n'ont pas suffisamment incorporé l'influence des conditions macroéconomiques sur les incitations des investisseurs. Par exemple, le maintien durable de bas taux d'intérêt bas au début de la décennie 2000 par la Réserve Fédérale américaine, justifiée d'un point de vue macroéconomique, a conduit les investisseurs à chercher des rendements plus élevés. Pour ce faire, ils ont pris des risques importants – et excessifs ex post – en acquérant des produits dérivés et en recourant à de forts effets de leviers pour soutenir les rendements sur une étroite base de fonds propres. Les régulateurs auraient du faire preuve d'une vigilance accrue face à cette situation, mais ils n'ont pas suffisamment intégré les conditions macroéconomiques inhabituelles dans leur analyse.

La conclusion pratique est que, désormais, les règles prudentielles doivent tenir compte du cycle conjoncturel. De nombreuses recommandations visent à moduler la sévérité de la régulation suivant le cycle économique, avec des exigences fortes dans les périodes de croissance forte et un assouplissement en période de ralentissement. Un tel système existe depuis plusieurs années en Espagne, où la banque centrale est en charge de la réglementation et de la supervision bancaire. Ailleurs, comme en Suisse, ces règles cycliques vont exiger un haut degré de collaboration entre banque centrale (compétente pour les aspects cycliques) et l'autorité de supervision.

Au plan de la politique budgétaire, le défi majeur pour la plupart des pays industrialisés est la gestion des dettes publiques. Du fait des plans de relance massifs mis en place durant la crise, ces dettes atteignent des niveaux sans précédent en temps de paix, en particulier aux États-Unis et au Royaume Uni comme montré au chapitre 4. Ces dettes vont contraindre fortement la capacité des gouvernements à gérer les conséquences de la crise. En particulier, les efforts de recapitalisation des banques pourraient ne rester que partiels, ce qui soulève le risque d'une croissance plombée par un secteur bancaire convalescent, à l'instar de ce que l'économie japonaise a connu dans les années 1990.

Dans le cas de la Suisse, les défis macroéconomiques paraissent gérables. Au plan fiscal, l'endettement limité des collectivités publiques laisse une marge de manœuvre substantielle. La politique monétaire de la Banque Nationale apparaît également

appropriée. Il convient cependant de garder à l'esprit que si cette situation pourrait se détériorer de manière substantielle et très rapide si les autorités devaient voler au secours de grandes banques.

5.7. Résumé

La crise a révélé d'importantes failles dans la réglementation bancaire de nombreux pays. Un certain nombre d'activités, qui se sont révélées fatales, échappaient à la réglementation. Aux États-Unis, en particulier, ce fut le cas du secteur bancaire de l'ombre et de certaines activités d'assurance financière. En Suisse ce problème ne s'est pas posé avec une acuité particulière en dehors du cas d'UBS.

La meilleure réglementation ne sert pas à grand-chose si la supervision ne suit pas. L'agence de supervision doit être dotée de collaborateurs en nombre et en qualité suffisants. Un défi particulier est de combiner proximité, pour être parfaitement au courant de ce qui se passe dans les banques, et distance, pour éviter le phénomène général de capture. En comparaison internationale, la Finma est sous-équipée.

La taille des banques pose un double problème. « Too big to fail » signifie que les grandes banques bénéficient d'une garantie implicite, qui les encourage à prendre des risques excessifs. De plus, pour des petits pays, le montant de la garantie implicite peut dépasser les moyens disponibles et donc menacer la stabilité financière des autorités. La Suisse est, à cet égard, dans une situation exceptionnelle. Limiter la taille des banques est une question redoutable, tant sur le plan politique que sur le plan technique. Le débat en Suisse n'a pas vraiment eu lieu pour l'instant. Parce que le marché bancaire est, en partie international, la concurrence risque d'être faussée si la réglementation n'est pas harmonisée. De plus la réglementation des activités transfrontalières pose des problèmes particulièrement aigus, notamment en cas de faillite. Le Comité de Bâle assure un certain niveau d'harmonisation. La Suisse y joue un rôle proportionnel à la taille de ses banques et elle est toujours l'un des premiers pays à adopter les recommandations du Comité. C'est encore le cas cette fois.

La crise a révélé de profondes insuffisances en matière de gouvernance au sein des banques. La question de la rémunération des dirigeants et des traders a occupé le devant de la scène, mais elle n'est pas la seule à poser problème. Un aspect souvent sous-estimé est l'influence du CRO (Chief Risk Officer) qui a souvent été faible car son action n'apporte pas de revenus, en fait elle peut les diminuer. Peu de progrès réglementaire a été réalisé dans ce domaine. Par contre la Finma a rapidement produit une directive en matière de rémunération des dirigeants.

Avant la crise, les autorités monétaires et les agences de supervision des différents pays qui abritent des secteurs financiers importants et interconnectés ont largement partagé ce qui apparaît, ex post, comme des erreurs. Les réponses devront être coordonnées. En particulier, il est désormais admis que les besoins en capitaux propres devront être modulés durant les cycles. La mise en œuvre de ces solutions va représenter un autre défi, en particulier dans les pays, comme la Suisse, où les banques centrales ne sont pas en charge de la supervision bancaire.

Enfin, dans la plupart des pays développés, les dettes publiques se sont considérablement accrues. Dans cette nouvelle situation, la conduite de la politique

budgétaire va devenir plus délicate et requérir l'adoption de solides mesures pour assurer la discipline budgétaire à long terme. La Suisse est dans une bonne position. Sa dette publique a peu augmenté et elle dispose du mécanisme du frein à l'endettement.

Chapitre 6. Conclusions

La Suisse n'a pas échappé à la crise mondiale. Sa performance, mesurée en termes de croissance, de chômage, et de durée est relativement meilleure – moins mauvaise, plus précisément – que celle de ses voisins. Ce résultat est d'autant plus satisfaisant qu'il a fallu faire face aux pertes considérables subies par UBS. Un examen détaillé des diverses actions entreprises en Suisse et dans les autres économies avancées nous amène à formuler les observations suivantes :

Règlementation bancaire

La Suisse avait appliqué très tôt les accords internationaux dits de Bâle 2. La crise a révélé d'importantes lacunes, voire des erreurs dans l'analyse qui a conduit à ces accords. Ces lacunes et erreurs n'avaient été identifiées ni en Suisse, ni dans les autres pays.

Une nouvelle régulation est en gestation. La Suisse est active au sein du Comité de Bâle et du FSB. La Finma a déjà mis en œuvre les premières propositions du Comité de Bâle, en fait avant même qu'elles aient été rendues publiques. Elle a également émis des directives en matière de rémunération des dirigeants de banques et des traders.

Supervision bancaire

Les autorités de supervision n'ont pas agi en amont de la crise. Cet échec est général, y compris en Suisse. Certaines autorités de supervision avaient découragé, voire interdit, l'achat des produits dérivés liés au marché hypothécaire américain et prévenu ainsi les lourdes pertes subies par les banques qui ont acquis ces produits. La CFB n'a pas agi en ce sens.

Une des raisons de cet échec, correctement identifié par la Finma, est un déséquilibre dans la relation, par nature difficile, entre superviseur et supervisé. Des aménagements ont été apportés avec la création de la Finma. Si la possibilité d'offrir des rémunérations compétitives est un pas en avant, les effectifs restent dramatiquement insuffisants étant la taille du système bancaire suisse.

Une autre raison de l'échec de la supervision bancaire est, dans certains pays, le morcellement de la supervision entre plusieurs agences. La création de la Finma est une bonne réponse.

La question de la taille des banques est particulièrement cruciale en Suisse. Le débat est difficile, à la fois sur le plan politique et sur le plan technique. Il n'a pas vraiment été abordé en Suisse. Le lien entre banques centrales et autorités de supervision constitue un point faible dans de nombreux pays. Une réponse a parfois été de confier la supervision à la banque centrale. La question – à laquelle la réponse n'est pas simple – se pose également en Suisse même si la coopération entre la BNS et la Finma semble satisfaisante.

Interventions pendant la crise

Les autorités (CFB et BNS) ont rapidement pesé sur l'UBS pour que les pertes soient reconnues et que les fonds propres soient promptement reconstitués. Cela a permis à l'UBS de lever par deux fois des fonds privés, une des très rares banques de taille internationale à avoir pu le faire.

Avec l'aggravation de la crise en Septembre, l'UBS n'a pas pu procéder à une troisième recapitalisation – alors que le Crédit Suisse a réussi à lever des fonds privés. L'intervention des autorités helvétiques – DFF et BNS – a été rapide, innovante et efficace. Au total, le risque pris par le contribuable a été raisonnable et s'est traduit, pour l'instant, par des profits, bien que la BNS détienne encore des actifs dits toxiques. L'aléa moral a été limité par le fait que la plus grande partie des pertes potentielles étaient destinées à être supportées par l'UBS.

L'augmentation de la garantie des dépôts a prévenu toute panique bancaire. L'aléa moral a été atténué par le fait que l'UBS a perdu un volume important de dépôts.

La politique monétaire

Comme la plupart des autres banques centrales, la BNS a concentré ses efforts initiaux sur la fourniture de liquidités au système bancaire. Ex post, il apparaît que les taux d'intérêt auraient dû être baissés plus tôt pour prévenir, ou du moins atténuer, la récession et la déflation de 2009.

Le système bancaire suisse a mieux résisté à la crise que les autres pays, reflétant l'absence de problèmes domestiques, au contraire d'autres pays comme l'Espagne. Une première raison est que, face au risque majeur d'effondrement de l'UBS, les autorités ont agi rapidement et dans des proportions hors normes, reconnaissant ainsi que la situation était profondément inhabituelle. L'autre raison est qu'hormis les deux grandes banques, le reste du système bancaire n'a pas subi de pertes exceptionnelles et pouvait donc fonctionner normalement.

L'optimisme initial, qui s'est révélé par la suite injustifié, de la BNS a été partagé par presque tous les prévisionnistes et observateurs. Comme beaucoup d'autres banques centrales, la BNS a préféré agir avec prudence face à l'inflation en cours d'augmentation rapide en 2007. L'exception est la Fed, certes confrontée à une crise avant tout domestique, mais instinctivement plus sensible aux risques conjoncturels. La relative opacité de la BNS ne permet pas de savoir quand le Conseil des Gouverneurs a pris conscience de l'évolution en cours.

La politique budgétaire

L'effort budgétaire s'est surtout appuyé sur les stabilisateurs automatiques, et les mesures discrétionnaires ont été relativement modérées en comparaison internationale. Les autorités suisses semblent avoir raisonné comme celles des autres petits pays très ouverts aux échanges internationaux : le rapport du coût (montée de la dette publique) au bénéfice (l'effet de la relance qui ne se dissipe pas en importations) n'est pas attractif. La coopération internationale dans le domaine budgétaire n'a pas fonctionné.

Dans le détail, la Confédération a focalisé ses mesures de relance sur des dépenses qui peuvent être rapidement activées et qui se portent sur des biens et services produits en Suisse. C'était en effet une condition d'efficacité de la politique budgétaire.

Contrairement à beaucoup d'autres pays, la dette publique a peu augmenté en Suisse durant la crise. De plus, le frein à l'endettement implique que la question de la soutenabilité de la dette ne se pose pas vraiment.

Références

- Banque Nationale Suisse, 2009. “101ème Rapport de Gestion”.
- Blinder, Alan, Charles Goodhart, Philipp Hildebrand, David Lipton et Charles Wyplosz (2001) “How Do Central Banks Talk?” *Geneva Reports on the World Economy* 3, CEPR, London.
- Brunnermeier, Markus, Andrew Crockett, Charles Goodhart, Avinash Persaud and Hyun Shin, 2009. “The fundamental principles of financial regulation”, Geneva Report on the World Economy 11.
- De Larosière, Jacques, 2009. “The high-level group on financial supervision in the E.U”, Brussels, 25 Février 2009.
- Dell’Erba, Salvatore, Simone Meier, Pascal Towbin and Sebastian Weber, 2009. “Swiss monetary policy in the current crisis”, mimeo, Graduate Institute for International and Development Studies, Geneva.
- Département Fédéral des Finances, 2009. “Place financière Suisse: situation et perspectives. Rapport à l’attention de la CER-N”, Berne, 11 September 2009.
- Financial Service Authority, 2009a. “Turner review conference discussion paper. A regulatory response to the global banking crisis: systemically important banks and assessing the cumulative impact”, Discussion Paper 09/4, London, October 2009.
- Financial Service Authority, 2009b. “The Turner review. A regulatory response to the global banking crisis”, London, March 2009.
- Financial Service Authority, 2009c. “The Turner review. A regulatory response to the global banking crisis”, Discussion Paper 09/2, London, March 2009.
- Finma, 2009a. “Circulaire 10/1. Système de rémunération. Normes minimales des systèmes de rémunération dans les établissements financiers”, Berne, 21 Octobre 2009.
- Finma, 2009b. “Simulations de crise : information de la Finma”, Berne, 2 Octobre 2009.
- Finma, 2009c. “Crise des marchés financiers et surveillance des marchés financiers”, Berne, 14 Septembre 2009.
- Gerlach, Stefan, Alberto Giovannini, Cédric Tille and José Viñals, 2009. “Are the golden years of central banking over? The crisis and the challenges”, Geneva Report on the World Economy 10.
- Jordan, Thomas J., Michel Peytrignet and Enzo Rossi (2009) “Ten Years' Experience with the Swiss National Bank's Monetary Policy Strategy”, unpublished, Swiss National Bank.
- OECD (2009a). “Economic Outlook”, Novembre.
- OCDE (2009b) “Suisse”, *Etudes Economiques de l’OCDE*, Paris.
- Panetta, Fabio, Thomas Faeh, Giuseppe Grande, Corrinne Ho, Michael King, Aviram Levy, Federico M Signoretti, Marco Taboga and Andrea Zaghini, 2009. “An assessment of financial sector rescue programmes”, BIS working paper 48.
- Pisani-Ferry, Jean and André Sapir, 2009. “Banking crisis management in the EU: An early assessment”, mimeo, 28 Décembre 2009.
- Ratnovski, Lev, and Rocco Huang, 2009. “Why are Canadian banks more resilient?”, IMF Working Paper 09/152.
- Senior Supervisors Group, 2009. “Risk management lessons from the global banking crisis of 2008”, Bank for International Settlements, Basel, 21 October 2009.

Svensson, Lars, 2003. "Escaping from a Liquidity Trap and Deflation: The Foolproof Way and Others," *Journal of Economic Perspectives* 17(4), pages 145-166.

United States House of Representatives, 2009. "H.R. 4173, Wall Street reform and consumer protection act of 2009," bill summary. http://financialservices.house.gov/Key_Issues/Financial_Regulatory_Reform/Financial_Regulatory_Reform.html

Annexe 1 : Mesures budgétaires en Suisse

Notre analyse est basée sur les documents et communiqués de presse du SECO et du Département Fédéral des Finances. Les mesures budgétaires au niveau fédéral comportent trois phases, détaillées sur le site du SECO.²⁰ Elles sont accompagnées de mesures fiscales décrites dans un communiqué de presse du DFF.²¹ Les mesures présentées par les autorités incluent aussi bien des éléments discrétionnaires que des mesures relevant des stabilisateurs automatiques comme l'assurance chômage. Notre approche cible les mesures discrétionnaires, et nos estimations sont présentées dans le tableau A.1.

La première phase de mesures au niveau fédéral, adoptée en Novembre 2008, se monte à 1'102 millions de francs, dont 432 de dépenses fédérales effectives en 2009. Les dépenses principales sont un déblocage des crédits permettant d'avancer la réalisation de projets planifiés (205 millions), ainsi que des dépenses d'infrastructures (217 millions).²² Ces dépenses de la Confédération sont complétées par des dépenses de tiers (120 millions), ainsi qu'un soutien aux entreprises par le déblocage de leurs réserves de crise (550 millions).

Le second train de mesures a été adopté en Février 2009, pour 1'260 millions de francs, dont 710 millions de dépenses fédérales devant être implémentée en 2009 dans leur vaste majorité. Les mesures principales prennent la forme de dépenses d'infrastructures (535 millions).²³

Une troisième phase a été mise en place en Juin 2009 pour 944 millions de francs, mis en place en 2010. Les deux tiers de ces mesures prennent la forme de redistribution des produits de la taxe CO2 (627 millions), le solde étant essentiellement composé de diverses mesures de soutien au marché du travail (247 millions).²⁴

Les dépenses de la Confédération sur les trois phases se montent à 0.19 pourcent du PIB en 2009 et en 2010.²⁵ Les dépenses d'infrastructures représentent un peu plus

²⁰ Les mesures de stabilisation sont présentées sur le site internet du SECO :

<http://www.seco.admin.ch/stabilisierungsmassnahmen/index.html?lang=fr>

La vue d'ensemble au 2 octobre 2009 est donnée à :

http://www.seco.admin.ch/stabilisierungsmassnahmen/index.html?lang=fr&download=NHZLpZeg7t,lnp6I0NTU042l2Z6ln1ae2IZn4Z2qZpnO2Yuq2Z6gpJCEfYB_gGym162epYbg2c_JjKbNoKSn6A--

Les détails des trois phases de mesures sont présentés sur les pages suivantes :

<http://www.seco.admin.ch/stabilisierungsmassnahmen/03049/index.html?lang=fr>

<http://www.seco.admin.ch/stabilisierungsmassnahmen/03053/index.html?lang=fr>

<http://www.seco.admin.ch/stabilisierungsmassnahmen/03055/index.html?lang=fr>

²¹ Mesures de stabilisation conjoncturelle des cantons: rapport adopté par le Conseil fédéral, communiqué de presse du 16 décembre 2009 :

<http://www.news-service.admin.ch/NSBSubscriber/message/attachments/17995.pdf>

²² Aide au logement (45 millions), infrastructures de protection contre les crues (66 millions), entretiens de constructions de la Confédération (20 millions), assainissement des bâtiments octroyé par le Parlement (86 millions).

²³ Infrastructures routières (143 millions) et ferroviaires (252 millions), projets de politique régionale (100 millions), assainissement et entretiens de bâtiments fédéraux (40 millions).

²⁴ Lutte contre le chômage des jeunes (52 millions), lutte contre le chômage de longue durée (150 millions), qualification durant la période chômeée (45 millions).

²⁵ Le PIB nominal provient des projections du SECO :

d'un tiers de l'effort au niveau fédéral, principalement sur 2009. La redistribution de la taxe CO2 en 2010 représentent un autre tiers, et le solde est réparti entre le déblocage des crédits sur 2009 (10 pourcent du total), le soutien au marché de l'emploi en 2010 (12 pourcent) et d'autres mesures (11 pourcent). Étant donné notre accent sur les mesures discrétionnaires, nous n'incluons pas les prestations de l'assurance chômage dans nos calculs car elles relèvent des stabilisateurs automatiques. Ces prestations se montent à 2'800 millions en 2009 et 2'900 millions en 2010 selon le communiqué du DFF du 19 décembre 2009.

Les mesures au niveau fédéral ont été appuyées par des efforts des cantons et des communes. Le communiqué du DFF du 19 décembre 2009 indique des mesures de dépenses et de diminutions de rentrées fiscales se montant à 3'400 millions en 2009 et 2'700 millions en 2010. Ces chiffres incluent cependant des mesures relevant des stabilisateurs automatiques, et les mesures discrétionnaires représentent 53 % du total en 2009 (soit 1'908 millions) et 62 % en 2010 (soit 1'736 millions).

Les mesures aux plans fédéral, cantonal, et communal se montent donc à 2'934 millions en 2009, soit 0.55 pourcent du PIB, et 2'796 millions en 2010, soit 0.51 du PIB. Ces estimations sont utilisées dans le tableau 4.2

Tableau 4.3. Mesures budgétaires en Suisse

	Millions CHF			Pourcent du PIB		
	2009	2010	Total	2009	2010	Total
Phase 1						
Dépenses fédérales	427	5	432			
Levée de blocage de projets	205		205			
Infrastructures	217		217			
Promotion des exportations	5	5	10			
Autres dépenses	395	275	670			
Libération de réserves	275	275	550			
Dépenses de tiers	120		120			
Phase 2						
Dépenses fédérales	599	111	710			
Infrastructures	424	111	535			
Recherche, énergie et autres	175		175			
Autres dépenses	500	50	550			
Dépenses de tiers	450		450			
Autres	50	50	100			
Phase 3			0			
Dépenses fédérales		944	944			
Marché de l'emploi		247	247			
Redistribution de taxe CO2		647	647			
Autres		50	50			
Dépenses fédérales, toutes phases	1'026	1'060	2'086	0.19%	0.19%	0.38%
Levée de blocage de projets	205		205			
Infrastructures	641	111	752			
Marché de l'emploi		247	247			
Redistribution de taxe CO2		647	647			
Autres	180	55	235			
Cantons et communes						
Mesures discrétionnaires	1'908	1'736	3'644	0.35%	0.32%	0.67%
Total fédéral, cantons et communes	2'934	2'796	5'730	0.55%	0.51%	1.06%
Autres dépenses, toutes phases	895	325	1'220	0.17%	0.06%	0.23%

Sources: SECO, DFF, calculs des auteurs.