

Conférence

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



Embargo jusqu'au

1^{er} novembre 2017, 18 h 15

Crédit, endettement et croissance

Collegium generale, Université de Berne

Fritz Zurbrügg

Vice-président de la Direction générale*

Banque nationale suisse

Berne, le 1^{er} novembre 2017

© Banque nationale suisse, Berne, 2017 (conférence donnée en allemand)

* L'intervenant remercie Till Ebner, Rita Fleer et Adriel Jost pour leur contribution à la rédaction du présent exposé. Ses remerciements s'adressent également à Robert Bichsel pour ses précieux commentaires ainsi qu'aux services linguistiques de la BNS.



Mesdames et Messieurs,

Un retour aux sources constitue toujours un moment particulier. C'est ici, à l'Université de Berne, que j'ai obtenu mon doctorat voici 28 ans. Si mon parcours professionnel m'a ensuite mené vers différents horizons, un thème n'a cessé de revenir comme un leitmotiv: celui de l'endettement. A mon premier poste, auprès de l'Administration fédérale des finances à la fin des années 1980, j'avais pour mission d'analyser la crise de la dette latino-américaine. Dans les années 1990, alors que je travaillais au Fonds monétaire international (FMI) à Washington D.C., la crise de la dette en Asie se trouvait au centre des préoccupations. De retour en Suisse, je me suis consacré à la mise en œuvre du frein à l'endettement au niveau fédéral. Et depuis mon entrée en fonctions à la Banque nationale suisse (BNS), en 2012, le thème de l'endettement ne m'a jamais quitté non plus. La crise de la dette européenne influait alors fortement sur le cours du franc et sur notre politique monétaire. Par ailleurs, à la BNS, nous examinons de près les risques que peut représenter la hausse de l'encours des prêts hypothécaires pour la stabilité financière.

Vous pouvez donc voir que le thème actuel du *Collegium generale* revêt une grande importance dans mon parcours. C'est pourquoi je suis ravi d'avoir été invité à donner cette conférence sur le crédit et l'endettement. J'ai choisi délibérément de parler à la fois du *crédit* et de la *dette*. Ces termes désignent l'un et l'autre un accord conclu entre deux parties. L'une de ces parties (le prêteur) confie de l'argent (ou un objet) à l'autre (l'emprunteur). Ce dernier promet de restituer ultérieurement le montant ou l'objet prêté. La dette financière de l'emprunteur représente ainsi la fortune du prêteur.

Bien que ces deux termes désignent donc une seule et même réalité, ils s'opposent par leur connotation. Cette connotation est généralement négative pour la *dette*, qu'il convient d'éviter. Au contraire, elle est positive pour le *crédit*, qui a vocation à ouvrir de nouvelles opportunités et constitue un facteur de croissance.

La différence de perception entre ces deux termes remonte à leur origine (transparent 2). Selon le *Grand Robert de la langue française*, le mot *dette* vient du terme latin *debita*, qui est dérivé du verbe *debere* et signifie «devoir». Ainsi, il implique une idée de contrainte ou d'obligation et évoque donc une «charge» morale. En revanche, le terme *crédit* renvoie au verbe latin *credere*, signifiant «croire», et à son participe passé *creditum*, qui désigne «ce qui est confié à la bonne foi».

Mais qu'en est-il exactement? Dette et crédit (que j'utiliserai désormais comme synonymes) sont-ils des termes correspondant à des notions positives ou négatives? Je consacrerai la prochaine heure à cette question, que j'analyserai d'un point de vue économique.

Mais permettez-moi d'anticiper le résultat de mes réflexions en établissant une analogie . L'octroi de crédit selon des critères de durabilité est comparable à l'adoption d'une alimentation saine et équilibrée. L'alimentation est la base de l'existence. L'octroi de crédit est la base de la prospérité. Or si notre alimentation est malsaine ou excessive, notre sentiment de satisfaction sera bref. Nous risquons d'avoir plus tard des problèmes de santé, auxquels

nous devons remédier par des régimes draconiens, voire par des interventions médico-chirurgicales. De même, des crédits «malsains» ou excessifs peuvent déclencher des crises et contraindre les autorités politiques et les banques centrales à en combattre les effets négatifs par diverses interventions de grande ampleur.

Mesdames et Messieurs, voici donc le programme de cette conférence (transparent 3): je vais d'abord expliquer pourquoi le crédit est essentiel à la prospérité, tout comme l'alimentation est essentielle à l'homme. Je dirai ensuite pourquoi, au cours de l'histoire, on a toujours eu tendance à se servir trop généreusement au «buffet du crédit», et pourquoi ce comportement peut être lourd de conséquences. Enfin, je m'appuierai sur l'évolution du marché suisse du crédit pour démontrer comment il est possible d'en limiter les aspects négatifs et d'en préserver les aspects positifs, et mettrai l'accent sur les actions que les banques centrales peuvent et doivent entreprendre à cette fin.

Pourquoi le crédit est-il utile à l'économie?

Le crédit constitue l'une des bases d'une économie prospère reposant sur la division du travail. Il s'agit là d'un fait avéré depuis l'Antiquité (transparent 5). Il y a environ 5 000 ans, on prêtait déjà des semences en Mésopotamie, lesquelles devaient être remboursées après la récolte moyennant un intérêt. Le crédit était alors également répandu en Grèce et à Rome¹.

Dans sa forme actuelle, le crédit trouve sa source à la fin du Moyen-Age, alors qu'émergeaient en Europe les banques «modernes»². Jusqu'à aujourd'hui, les banques ont rempli des fonctions centrales, en permettant notamment une intermédiation efficace à large échelle entre prêteurs et emprunteurs³. Même si dernièrement, de nouvelles formes d'intermédiation se sont répandues grâce à la numérisation (*P2P-lending*, *crowd lending*), les banques demeurent le pilier central d'un système de crédit performant.

Sans un système de crédit performant, la croissance et la prospérité seraient donc bien moins fortes, et c'est ce que je vais montrer maintenant. J'aimerais exposer deux fonctions fondamentales du crédit (transparent 6): premièrement, il permet à l'emprunteur d'utiliser dans l'immédiat des revenus dont il ne dispose pas encore. Deuxièmement, il permet au prêteur d'utiliser au mieux les fonds dont il dispose.

Le crédit permet d'utiliser dans l'immédiat des revenus dont on ne dispose pas encore

Permettez-moi d'expliquer plus en détail ces fonctions. Commençons par la première: si le crédit n'existait pas, les dépenses seraient limitées à un moment donné, soit par l'épargne disponible, soit par les revenus. Un crédit permet d'assouplir cette limite en offrant la possibilité d'utiliser dans l'immédiat des revenus dont on ne dispose pas encore. Pourquoi est-ce que cela peut s'avérer opportun? La réponse est quelque peu banale: parce qu'il peut être

¹ Voir Graeber (2011) et Grossman (2010) ainsi que les sources qui y sont citées.

² Voir Grossman (2010) et Ferguson (2009).

³ Le suivi des emprunteurs et la gestion des risques sont au centre de l'attention des banques.

utile d'effectuer certaines dépenses avant d'avoir pu rassembler soi-même l'argent nécessaire. J'aimerais m'appuyer sur quelques exemples pour montrer que cette affirmation correspond à la réalité, que ce soit du point de vue des entreprises, des ménages ou de l'Etat en tant qu'emprunteurs.

Prenons d'abord l'exemple d'une jeune diplômée de l'Université de Berne qui a une idée brillante pour un nouveau produit. Il faut disposer du capital nécessaire pour en lancer le développement et démarrer la production. Or elle en est dépourvue et devrait économiser pendant plusieurs décennies pour rassembler ces fonds, ce qui la contraindrait à renoncer à son idée. La possibilité d'emprunter de l'argent change complètement la donne. Le crédit permet à cette jeune diplômée de mettre son idée en œuvre sans attendre et de générer des revenus en vendant ses produits⁴.

L'exemple montre comment le crédit offre également aux entreprises disposant de peu de capital, l'opportunité d'effectuer des investissements qui permettront de générer des revenus. Idéalement, ces investissements contribueront même au progrès technologique. L'utilité du crédit ne se limite donc pas à l'entreprise concernée. Il participe à l'augmentation de la productivité, du potentiel de croissance et de la prospérité de l'économie⁵.

Idem pour les ménages: le crédit leur permet d'utiliser dans l'immédiat des revenus dont ils ne disposent pas encore. L'achat d'une maison par le biais d'un prêt hypothécaire en est l'exemple parfait. Prenons un cas concret: une jeune famille, que nous appellerons Müller, attend un heureux évènement et a besoin d'un espace de vie plus spacieux. Elle a certes déniché la maison de ses rêves mais l'argent qu'elle a économisé jusqu'ici ne suffit pas pour l'acquérir. En contractant un prêt hypothécaire, la famille Müller peut tout de même acheter cette maison et y emménager sans attendre. En échange, elle devra rembourser le prêt avec une partie de ses revenus futurs. Là aussi, les revenus futurs sont utilisés dans l'immédiat. En d'autres termes, l'argent est dépensé au moment le plus opportun, ce qui permet d'accroître la prospérité⁶.

Enfin, l'emprunt peut également être opportun pour l'Etat. En effet, il arrive que ses recettes fiscales ne permettent pas toujours de couvrir les dépenses (par exemple si les recettes de l'Etat reculent en raison d'une récession), et que ses dépenses augmentent en même temps du fait de la nécessité de prendre différentes mesures anticycliques (par exemple, soutien aux

⁴ En réalité, les investisseurs privés acquérant des parts de start-up en vue de financer ces dernières jouent un rôle au moins aussi important que les crédits.

⁵ Le crédit permet également aux entreprises d'utiliser des revenus dont elles ne disposent pas encore pour couvrir des dépenses courantes. Souvent, elles ne disposent pas des revenus générés par leurs activités au moment où elles ont des coûts de production à assumer ou des salaires à payer. Au lieu d'adapter leur production et leur besoin de main d'œuvre aux revenus courants, elles ont la possibilité de combler un éventuel manque de moyens financiers par des crédits de gestion ou d'exploitation. Ainsi, ces derniers contribuent à stabiliser la production et augmentent la sécurité en matière de planification, aussi bien du côté des entreprises que des salariés. Il en découle également des effets positifs sur la prospérité.

⁶ Si un ménage pouvait obtenir en une seule fois l'ensemble des revenus qu'il peut escompter au cours de sa vie, il est fort probable qu'il le répartirait à parts relativement égales entre les différentes années (voir *Life cycle theory of consumption* [Friedman, 1957 ainsi que Modigliani et Brumberg, 1954]). Sa consommation correspondrait à cette répartition pour chacune des différentes périodes prises en compte. Sauf qu'en réalité, il arrive que les revenus soient généralement inférieurs à ce niveau de consommation hypothétique, surtout dans les jeunes années. Le crédit permet au ménage de surmonter cette phase de bas revenus au cours d'une étape de sa vie et donc d'utiliser son argent au moment le plus opportun.

chômeurs). Il en résulte un déficit de trésorerie à la charge de l'Etat. Ce dernier pourrait y remédier, soit en augmentant provisoirement les impôts, soit en réduisant les dépenses. Or aucune de ces deux mesures n'est vraiment pertinente en cas de récession. Bien au contraire, elles ne feraient qu'accentuer la crise. L'emprunt permet à l'Etat de combler les écarts temporaires entre recettes et dépenses, sans qu'il soit nécessaire d'augmenter pour un temps les impôts ou de freiner les dépenses.

Le crédit permet une utilisation optimale du capital disponible

Grâce au crédit, les emprunteurs peuvent donc utiliser leurs revenus au mieux et au moment opportun. Aux yeux du prêteur, le crédit revêt également une utilité significative: j'en arrive ainsi à sa deuxième fonction fondamentale. L'octroi de crédit permet de placer l'épargne disponible de manière à obtenir un rendement maximal tout en diversifiant les risques y afférents. Pour la société dans son ensemble, cela implique que l'épargne soit largement disponible et puisse être mieux utilisée.

Prenons un exemple pour étayer cette affirmation. Un entrepreneur se demande comment utiliser sa fortune. Pour le moment, il n'a pas besoin de cet argent pour sa consommation. Il n'a pas non plus de projet rentable à mettre en œuvre dans le cadre de son entreprise. Au fait, vous vous souvenez de notre jeune diplômée de l'Université de Berne et de son idée brillante? L'entrepreneur pourrait lui prêter son capital, moyennant un intérêt, et générer ainsi des revenus⁷. Cela lui permettrait en même temps de diversifier ses placements et d'éviter, comme on le dit familièrement, de «mettre tous ses œufs dans le même panier».

D'une manière générale, on peut donc dire qu'un système de crédit performant constitue une base essentielle pour une économie prospère. Le crédit permet aux emprunteurs d'utiliser leurs revenus au mieux et au moment opportun. Il permet également aux prêteurs de placer l'épargne de manière optimale. Ces mécanismes ne bénéficient pas seulement à des personnes isolées, mais à l'économie tout entière. Comme l'ont illustré les exemples précédents, le crédit peut soutenir la prospérité et la croissance économique tout en contribuant à augmenter le potentiel de croissance⁸.

Dans quelles circonstances le crédit est-il nuisible à l'économie?

Après cette énumération de tous les aspects positifs, chances et possibilités qu'offre le crédit, nous pouvons nous demander à juste titre: d'où vient l'image négative véhiculée par l'endettement?

Comme je l'ai indiqué tout à l'heure, la notion de *dette* est liée à l'obligation qu'a l'emprunteur de rembourser son crédit ultérieurement. Tout crédit comporte donc par

⁷ Cet exemple simplifié n'aborde pas les considérations, évidemment indispensables, liées au rapport entre risques et rendements.

⁸ C'est ce que révèlent les études empiriques à ce propos: un système financier progressif ainsi que l'accès à une intermédiation efficace sont étroitement liés à un haut niveau de croissance et de prospérité (voir Beck [2011] et Levine [2005]). Il convient d'observer à ce sujet qu'un système financier moderne englobe, outre le domaine du crédit, d'autres éléments centraux, notamment les systèmes de paiement, le négoce sur les marchés des actions et des obligations ainsi que les assurances.

définition le risque que l'emprunteur rencontre des difficultés et ne soit plus en mesure de le rembourser. Le dessin illustre de manière parlante ce que l'on appelle le risque de crédit (transparent 8).

Le risque de crédit existe bien entendu également dans le cas de la start-up de notre jeune diplômée de l'Université de Berne. L'expérience montre en effet que sur dix start-up créées, une seule survit. Si l'idée de la jeune diplômée ne rencontre pas le succès escompté, elle n'aura pas les moyens de rembourser le crédit ni les intérêts.

De même, le prêt hypothécaire octroyé à la famille Müller comporte lui aussi un risque de crédit. L'emprunteur peut en effet rencontrer des difficultés: en cas de divorce ou d'augmentation des charges d'intérêt, par exemple, ses dépenses courantes peuvent dépasser ce qui était prévu. Il en sera de même si son revenu diminue pour cause de chômage ou de maladie.

Dans une telle situation, l'emprunteur fera bien sûr tout son possible pour ne pas faire défaut; il essaiera d'abord de réduire ses autres dépenses, par exemple en supprimant les dépenses de consommation qui ne sont pas immédiatement nécessaires, ou en reportant des travaux d'entretien ou des investissements. Car les conséquences d'un défaut de paiement peuvent être considérables. Pour notre start-up, celui-ci pourrait mener à l'insolvabilité. Quant à la famille Müller, elle pourrait être contrainte de vendre sa maison.

Si un emprunteur a des difficultés à rembourser son crédit ou fait défaut, cela est également problématique pour le prêteur. En effet, ce dernier va devoir amortir des produits d'intérêts attendus, voire perdre le capital prêté à moins que le crédit n'ait été assorti d'une garantie. Mais même dans le cas où le prêt est garanti – par exemple par un bien immobilier –, il peut être difficile, selon la situation, de revendre la garantie à un prix intéressant.

Le poids du crédit sur l'économie

Les exemples que je viens de présenter montrent que le risque de défaut et le défaut effectif de l'emprunteur peuvent entraîner des problèmes considérables, voire des tragédies personnelles pour les deux parties. A présent, nous comprenons certainement un peu mieux l'image négative véhiculée par l'endettement. Mais à l'échelle de l'économie dans son ensemble, le défaut d'un emprunteur ne constitue généralement pas un problème.

A moins qu'il s'agisse d'un Etat surendetté ou d'une grande banque. Si de tels agents économiques menacent de faire défaut, les conséquences sur l'économie seront considérables, comme nous l'avons vu récemment à la suite de la crise financière.

De même, l'endettement devient un problème pour l'ensemble de l'économie si un grand nombre d'agents économiques se servent trop généreusement au «buffet du crédit». De tels excès conduisent souvent à une phase durant laquelle un grand nombre d'emprunteurs ont des difficultés à rembourser leur crédit. Dans la suite de mon exposé, je vais me concentrer sur ce type de crise et sur les coûts qui en résultent.

Les études empiriques montrent que les récessions liées à une telle crise sont plus fortes (transparent 9), et que la reprise qui s'ensuit manque souvent quelque peu de vigueur. Ce constat se vérifie d'autant plus si la crise de la dette touche le secteur bancaire⁹.

Qu'est-ce qui explique ce phénomène? Lors d'une crise de la dette survenant après un boom du crédit, les ménages et les entreprises sont très nombreux à avoir des difficultés à rembourser leur prêt, et tant leurs revenus que leur patrimoine disponibles sont en recul. Ils doivent par conséquent réduire respectivement leur consommation et leurs investissements sur une longue période, afin de rembourser leurs crédits et de réduire le poids excessif de leur endettement. En outre, un tel environnement favorise en général l'augmentation de l'incertitude, ce qui se répercute sur des agents économiques qui ne sont pas eux-mêmes directement concernés par des difficultés de remboursement. Ces derniers peuvent alors également réduire leur propension à consommer, à investir et à prendre des risques¹⁰.

Le recul de la consommation et de l'investissement est encore plus marqué si les banques s'attachent à «nettoyer» leur bilan: elles octroient alors nettement moins de nouveaux crédits¹¹. Une telle décision peut également affecter des investissements tout à fait rentables et des emprunteurs de premier ordre.

Tous ces facteurs pèsent sur la croissance, et ce non seulement durant la phase aiguë de la crise, mais aussi sur une longue période. Dans le même temps, le recul des investissements entraîne celui du potentiel de croissance. En effet, il conduit à un repli des innovations, lequel freine l'augmentation de la productivité.

En deux mots, et pour rester dans la métaphore de l'alimentation: comme les agents économiques se sont servis trop généreusement dans la marmite du crédit pendant la période d'essor, ils doivent, après une crise de la dette, se soumettre à un régime long et douloureux.

Pourquoi de nombreux agents économiques prennent-ils simultanément des risques disproportionnés?

La correction des excès sur le marché du crédit n'entraîne donc pas seulement une interruption marquée de la croissance, mais entame aussi durablement le potentiel de croissance. En toute logique, les agents économiques devraient donc s'efforcer d'éviter de favoriser des excès qui entraînent une crise.

Or, il suffit d'observer le passé pour constater que les épisodes où des individus, des banques, des entreprises ou des Etats prennent des risques de crédit excessifs se sont multipliés d'une manière assez inquiétante. Pourquoi n'apprenons-nous donc jamais de nos expériences?

Disons-le tout de suite: il n'existe aucun facteur qui permettrait à lui seul d'expliquer les excès répétés sur le marché du crédit. Au contraire, ce phénomène résulte de différentes

⁹ Voir Boissay et al. (2016), Jorda et al. (2013), Reinhart & Reinhart (2010) et Taylor (2015).

¹⁰ Voir la littérature sur l'endettement excessif, par exemple Buttiglione et al. (2014) et Koo (2011).

¹¹ L'incertitude sur la stabilité des banques peut également les amener à ne plus se prêter de fonds, se mettant mutuellement en difficulté et restreignant par là même l'encours des crédits qu'elles octroient.

causes. J'aimerais me pencher sur trois de ces causes (transparent 10). Premièrement, un environnement macroéconomique favorable stimule l'offre et la demande de crédit. Deuxièmement, dans cet environnement, le comportement rationnel de chaque emprunteur et de chaque prêteur pris isolément peut entraîner la formation de risques systémiques. Et troisièmement, les anticipations erronées des agents économiques jouent un rôle important¹².

Le boom sur le marché suisse de l'immobilier, dans les années 1980, permettra d'illustrer chacun de ces facteurs. Il est intéressant de noter que l'on peut observer des développements comparables avant toute crise de la dette¹³.

Essor économique, taux bas et progression des prix des actifs

L'environnement macroéconomique joue donc d'abord un rôle important. L'expansion du crédit s'accompagne souvent d'un essor économique¹⁴. Le niveau des taux constitue à cet égard une variable importante: si les taux effectifs et les taux anticipés s'inscrivent à un niveau relativement bas, des agents économiques s'endettent pour réaliser des projets qui ne seraient pas rentables ou pas réalisables en cas de remontée des taux. De plus, un tel environnement incite souvent les prêteurs à prendre davantage de risques dans l'octroi de crédit, afin d'atteindre leurs objectifs de rendement et de croissance malgré le bas niveau des taux.

Un autre élément important dans la progression de l'encours des crédits accordés est l'évolution du prix d'actifs tels que les actions ou les biens immobiliers. Une augmentation du prix de ces actifs s'accompagne souvent d'une croissance de l'encours des crédits octroyés, ces deux facteurs se renforçant mutuellement. Ce phénomène se vérifie tout spécialement sur le marché immobilier, car les biens y sont presque toujours financés à crédit.

Deux mécanismes se conjuguent ici. D'une part, la hausse du prix des actifs entraîne chez les ménages qui détiennent ces actifs un «effet d'enrichissement», lequel accroît leur solvabilité et favorise la demande de crédit par les ménages. Dans le même temps, elle permet à ces derniers de disposer de garanties d'une valeur plus élevée et, partant, d'emprunter des sommes plus importantes, ce qui à son tour se traduit par une nouvelle progression du prix des actifs.

D'autre part, l'augmentation du prix des actifs atténuée, aux yeux du prêteur, le risque de crédit. C'est pourquoi les banques ont tendance, durant de telles phases, à proposer davantage de crédits à des taux plus bas.

L'évolution connue en Suisse dans les années 1980 est exemplaire en la matière. A partir de 1983, notre économie a connu une croissance dynamique durant de nombreuses années. Cette

¹² Il existe d'autres aspects découlant de réflexions rationnelles, sur lesquels je ne m'étendrai pas ici et qui peuvent également entraîner un endettement et un octroi de crédit excessifs: les (mauvaises) incitations institutionnelles, réglementaires et budgétaires ainsi que l'apparition de produits financiers innovants.

¹³ Voir Kindleberger et Aliber (2005).

¹⁴ Voir Jorda et al. (2016).

croissance a été brièvement interrompue par la chute des cours boursiers à l'échelle mondiale durant l'automne 1987¹⁵. Les banques centrales, dont la BNS, ont réagi en assouplissant considérablement leur politique monétaire, ce qui a permis de stabiliser rapidement la situation. L'essor économique en Suisse a affiché un rythme croissant au cours des trimestres suivants. L'environnement macroéconomique était donc globalement favorable. Dans ce contexte, les prix immobiliers ont enregistré une croissance de plus en plus rapide entre 1985 et 1990. De même, l'encours des prêts hypothécaires s'est fortement accru.

Risques systémiques

Revenons à la théorie et donc à notre deuxième facteur d'explication. La manière dont les emprunteurs ou les banques réagissent individuellement à l'environnement de taux bas favorise la formation de risques systémiques (transparent 11). Autrement dit, dans un environnement favorable, l'extension de l'offre et de la demande de crédit découle certes de la rationalité du comportement des agents économiques concernés. Mais ce comportement rationnel peut conduire à un endettement excessif et non soutenable à terme. Qu'est-ce qui explique ce phénomène? Un emprunteur pris individuellement ne se préoccupe pas des conséquences de son comportement sur la capacité des autres agents économiques de supporter leur propre endettement. Ce principe est particulièrement vrai lorsqu'une pluralité d'agents ont tendance à prendre les mêmes risques et à placer leurs capitaux sur les mêmes marchés.

Imaginons par exemple qu'un nombre important d'entreprises ou de ménages recourent simultanément au crédit pour acquérir des biens immobiliers. Une telle situation comporte des risques systémiques du fait qu'un retournement sur le marché immobilier peut occasionner des pertes simultanées pour nombre de ces agents économiques, lesquels pourraient alors être contraints de revendre leurs actifs pour pouvoir continuer à rembourser leur crédit. Cela pourrait entraîner une spirale à la baisse auto-entretenu des prix immobiliers, davantage d'emprunteurs ne seraient alors plus en mesure de rembourser leur crédit et, par conséquent, seraient davantage incités à revendre leurs actifs.

Anticipations erronées

Souvent, lors d'un boom du crédit, les agents économiques n'agissent pas de manière complètement rationnelle. Ce constat nous amène au troisième facteur susceptible de contribuer à des excès sur le marché du crédit: les anticipations erronées (transparent 12). L'histoire des crises financières a montré que les anticipations des agents économiques sont d'autant plus excessivement optimistes que la croissance dure longtemps et que les prix des actifs augmentent. Dans le même temps, ces mêmes agents économiques sous-estiment les

¹⁵ Le 19 octobre 1987 («lundi noir»), l'indice boursier des Etats-Unis, le Dow Jones, a perdu plus de 20% de sa valeur. Il en a résulté une pression très forte sur les marchés boursiers à l'échelle mondiale.

risques associés à l'acquisition d'actifs ainsi qu'aux crédits obtenus ou accordés à cette fin. Alan Greenspan et Robert Shiller ont appelé ce phénomène l'«exubérance irrationnelle»¹⁶.

Comment en arrive-t-on à ces anticipations erronées?

L'histoire économique et l'économie comportementale nous livrent des explications. La spirale formée par l'essor économique, les taux bas, la progression des prix des actifs et la croissance du crédit, facteurs qui se renforcent mutuellement, peut conforter les agents économiques dans leur optimisme et leurs anticipations sur l'évolution des prix des actifs. Les représentants des autorités sont souvent eux-mêmes gagnés par cet optimisme. Du reste, qui peut prédire de quoi demain sera fait? Peut-être l'économie a-t-elle réellement enregistré un changement structurel? Autrement dit, pendant les phases d'essor économique, tout le monde trouve des raisons apparemment bonnes, tenant aux fondamentaux, pour expliquer la progression des prix des actifs et de l'encours des crédits, et ce malgré tous les contre-exemples fournis par l'histoire économique¹⁷.

L'impression que cette fois-ci, ce serait vraiment différent, je l'ai eue moi-même personnellement, lorsque j'habitais et travaillais à Washington D.C., entre 1998 et 2006. Durant cette période, les prix de l'immobilier local augmentaient chaque année d'environ 15% en moyenne. Pendant toute la durée de notre séjour, nous nous sommes demandé s'il valait mieux louer ou acheter. Et notre réponse était toujours la même: il valait mieux louer, parce que la hausse des prix enregistrée cette année-là ne pouvait durer. Mais ce raisonnement devenait de plus en plus fragile, car les prix s'accroissaient fortement chaque année. A la fin de notre séjour, nous avons presque fini par nous rallier à ceux qui croyaient que la situation économique avait fondamentalement changé, et que les prix de l'immobilier ne pouvaient varier que dans un sens: vers le haut. Or, comme vous le savez tous, les prix ont bel et bien commencé à baisser fortement en 2006.

Pour illustrer ces deux phénomènes, l'optimisme excessif des agents économiques et la formation des risques systémiques, je mentionnerai à nouveau le boom immobilier en Suisse dans la seconde moitié de la décennie 1980 (transparent 13). Durant cette période, les bonnes perspectives de croissance et de revenus, ainsi que les conditions favorables au marché hypothécaire ont stimulé la demande de biens immobiliers. L'augmentation de la valeur laissant escompter des opportunités de rendements élevés pour ce type de biens, leur acquisition à des fins de placement a été de plus en plus fréquente. A son tour, la demande plus soutenue s'est traduite par de nouvelles hausses des prix immobiliers. La valeur des objets mis en gage, et par là même le patrimoine des propriétaires, se sont par conséquent accrus, comme on pouvait s'y attendre. Cette situation a incité les banques à se montrer plus optimistes en matière de risques de crédit, car la progression des prix de l'immobilier et la

¹⁶ Shiller (2000).

¹⁷ Reinhart et Rogoff (2009) appellent ce phénomène le syndrome *This time is different*. L'hypothèse d'instabilité financière de Minsky est également fondée sur l'idée que, lors d'une phase de croissance portée par le crédit, la progression du prix des actifs et la hausse de la spéculation visant des gains en capital croissants se renforcent mutuellement (voir par exemple Minsky [1992]). Keynes (1936), quant à lui, explique ce phénomène par ce qu'il appelle les *esprits animaux*, c'est-à-dire par le fait que cette confiance généralisée des agents économiques est surtout portée par l'intuition et les émotions, et non pas par une anticipation mathématique rationnelle.

persistance de conditions de crédit favorables limitaient le nombre des créances en souffrance. L'encours des crédits accordés et les prix immobiliers ont continué d'augmenter, confortant les agents économiques dans leur optimisme.

Après une telle période d'optimisme excessif, tout retournement de tendance frapperait d'autant plus violemment les agents économiques fortement endettés. Sur le marché immobilier suisse, la tendance s'est retournée en 1989 (transparent 14), et les risques systémiques se sont matérialisés. Le recul des prix a été considérable. Or, comme les acquisitions avaient principalement été financées à crédit, les défauts se sont multipliés. En Suisse, les banques ont dû amortir plus de 40 milliards de francs de créances impayées¹⁸. La suite se résume en quelques mots: au début des années 1990, l'économie suisse est entrée en récession, enregistrant une forte augmentation du chômage, lequel a atteint plus de 5%, et la reprise a été très lente dans les années qui ont suivi (transparent 15).

Mesdames et Messieurs, dans la première partie de cette conférence, j'ai expliqué que le crédit constitue une base importante de la croissance économique. Je viens maintenant de vous montrer que l'endettement excessif peut entraîner des dommages considérables au sein d'une économie. J'ai par ailleurs souligné qu'une combinaison de comportements rationnels et d'anticipations erronées de la part tant des emprunteurs que des prêteurs peut conduire à des excès dommageables sur le marché du crédit.

Quel rôle les banques centrales jouent-elles dans le cycle du crédit?

Peut-être objecterez-vous que le comportement des emprunteurs et des prêteurs, qu'il soit explicable par des motifs rationnels ou par des anticipations erronées, est en définitive déterminé par les taux d'intérêt. Ce n'est que lorsque les taux d'intérêt sont bas que le processus que je viens de décrire peut se mettre en marche. Or les taux d'intérêt sont fortement influencés par les banques centrales.

J'aimerais consacrer la dernière partie de ma conférence à cette objection et examiner une question redevenue cruciale depuis la crise financière: quel est le rôle joué par les banques centrales dans des situations d'excès et de crises sur le marché du crédit?

Les banques centrales, dont la BNS, ont pour mission d'assurer la stabilité des prix en tenant compte de l'évolution conjoncturelle (transparent 17). Le principal instrument qu'elles utilisent à cette fin est le taux directeur. Si elles estiment, par exemple, que l'inflation pourrait descendre à un niveau trop faible, elles abaissent leur taux directeur. Cette mesure agit favorablement, par plusieurs canaux, sur l'évolution des prix¹⁹. Le crédit, en particulier, est l'un de ces canaux: une baisse des taux d'intérêt réduit le coût du crédit et incite les prêteurs à augmenter l'offre de crédit, ce qui stimule les investissements et la consommation, et entraîne donc également une augmentation des prix. En prenant des décisions influant sur les taux

¹⁸ CFB (1998).

¹⁹ La littérature spécialisée distingue plusieurs canaux par lesquels la politique monétaire peut influencer sur la demande et, partant, sur l'inflation: outre le crédit, il s'agit notamment des taux d'intérêt, des cours de change et du prix des actifs.

d'intérêt, les banques centrales agissent par conséquent aussi délibérément sur l'octroi de crédit par les banques. Toutefois si les banques centrales estiment que, pour garantir la stabilité des prix, il est nécessaire de maintenir les taux d'intérêt à un bas niveau pendant une longue période, on ne peut exclure la formation d'excès au fil du temps sur certains segments du marché du crédit. Il en résulte alors des risques pour la stabilité financière.

Dans une telle situation, le recours à l'instrument des taux d'intérêt peut placer les banques centrales devant un conflit d'objectifs entre la stabilité des prix et la stabilité financière. D'un côté, elles doivent maintenir les taux d'intérêt à un niveau approprié pour que la stabilité des prix soit assurée. De l'autre, elles doivent tenir compte des répercussions de cette politique sur le cycle du crédit et sur la stabilité financière. Or, pour ce qui concerne la Suisse, la BNS a notamment pour mandat légal de contribuer à la stabilité du système financier.

Permettez-moi d'expliquer ce point en me référant à la situation actuelle de notre pays.

A l'échelle internationale, les taux d'intérêt tendent à reculer depuis de nombreuses années²⁰ et s'inscrivent actuellement à un bas niveau. Il en a résulté une réduction de l'écart de taux entre la Suisse et le reste du monde. Associée à d'importantes entrées de capitaux à la suite de la crise financière, cette diminution de l'écart de taux a conduit à une forte appréciation du franc, lequel s'est établi à un niveau élevé (transparent 18).

Dans ce contexte, pour assurer la stabilité des prix en Suisse et créer un cadre monétaire approprié, la Banque nationale doit maintenir, depuis plusieurs années déjà, les taux d'intérêt à un bas niveau (transparent 19). Des taux plus élevés dans notre pays contribueraient à une nouvelle appréciation du franc. Il en résulterait un ralentissement de la croissance économique et des pressions à la baisse sur les prix des biens et des services. Si ce processus menait à des pressions à la baisse durables sur les prix, la stabilité des prix en serait menacée. C'est pourquoi il est nécessaire, du point de vue de la politique monétaire, de maintenir le taux de référence à un niveau aussi bas.

Parallèlement, la période prolongée de taux bas entraîne des risques pour la stabilité financière, et, en premier lieu, sur les marchés hypothécaire et immobilier. Ainsi, depuis environ 25 ans, les taux tendent à baisser, non seulement sur le plan international, mais aussi, plus spécifiquement, sur le marché hypothécaire en Suisse. De ce fait, des déséquilibres importants se sont formés sur les marchés hypothécaire et immobilier.

Nous le voyons clairement lorsque nous observons l'évolution sur ces deux marchés depuis 2000 (transparent 20): en données corrigées des variations saisonnières, les prix des maisons familiales ont globalement augmenté de plus de 50%. Parallèlement, l'encours des prêts hypothécaires a pratiquement doublé. Ces fortes hausses ne prouvent toutefois pas à elles seules que des déséquilibres se soient accumulés. Ces développements peuvent s'expliquer en partie par des facteurs fondamentaux, par exemple par la forte croissance de la population (+18% depuis 2000). En effet, l'augmentation de la population se traduit par une hausse de la

²⁰ Cette tendance à la baisse s'explique par des facteurs tant structurels que conjoncturels; voir en particulier Danthine (2013).

demande de logements. Etant donné que la surface des terrains à bâtir est limitée, il en résulte des pressions à la hausse sur les prix de l'immobilier résidentiel. Ce phénomène favorise une progression de la demande de prêts hypothécaires²¹.

Ces dernières années, la croissance sur les marchés hypothécaire et immobilier a été nettement plus prononcée que ne pourrait l'expliquer l'évolution de ces fondamentaux. Par exemple, le rapport entre l'encours des prêts hypothécaires et le produit intérieur brut (PIB) est passé de 110% en 2000 à environ 145% aujourd'hui (transparent 21). Autrement dit, l'encours des prêts octroyés a augmenté bien plus fortement que le PIB. Parallèlement, nous observons, chez les banques, un accroissement de la propension au risque en matière de prêts. En effet, leurs revenus découlant des opérations d'intérêt pâtissent du bas niveau des taux. En prenant davantage de risques – notamment lors de l'octroi de prêts hypothécaires –, les banques peuvent ainsi compenser à court terme le recul de ces revenus. Mais elles deviennent par là même plus vulnérables aux développements sur les marchés hypothécaire et immobilier ou à une hausse soudaine et substantielle des taux d'intérêt.

Les éléments que j'ai présentés dans la deuxième partie de cette conférence sur les conséquences négatives d'une crise de la dette montrent clairement pourquoi la BNS observe depuis longtemps très attentivement ces développements et signale les risques qui en découlent.

Les banques centrales doivent-elles recourir au taux d'intérêt pour endiguer les excès sur le marché du crédit?

Mais que doivent faire les banques centrales pour contrer les excès qui se forment sur le marché du crédit? Doivent-elles relever les taux d'intérêt, même si une telle mesure n'est pas appropriée du point de vue tant de la stabilité des prix que de la conjoncture (transparent 22)?

Trois raisons s'y opposent.

La première découle du principe énoncé par Tinbergen dans les années 1950 (transparent 23), selon lequel on doit utiliser un instrument spécifique pour chaque objectif de politique économique²². Ce principe réduit le risque de conflits d'objectifs et aide à atteindre efficacement chaque objectif. Dans la question qui nous intéresse ici, ce principe trouve également sa justification. En effet, si une banque centrale recourt à l'instrument des taux pour atteindre un objectif de stabilité financière, elle peut être amenée, dans certaines circonstances, à s'écarter de l'objectif de stabilité des prix. Elle remettrait alors en cause sa propre crédibilité en matière de stabilité des prix. Cela compromettrait la confiance du public dans la banque centrale et restreindrait effectivement la capacité de cette dernière à assurer la stabilité des prix.

²¹ Par ailleurs, le revenu des ménages a progressé de près de 15% en termes réels depuis le début de l'an 2000. Ce facteur peut également contribuer à une augmentation de la demande et des exigences de qualité en matière de logement et, partant, à une hausse de la demande de prêts hypothécaires.

²² Voir Tinbergen (1956).

Passons maintenant à la deuxième raison. L'efficacité du levier des hausses de taux pour enrayer les phénomènes de surchauffe sur le marché du crédit est déterminante. J'ai déjà évoqué l'impact des taux d'intérêt sur le comportement des agents économiques. Ainsi, des taux élevés devraient avoir un effet modérateur sur la croissance des crédits. Or diverses analyses montrent que dans de nombreuses situations, une hausse des taux conséquente serait nécessaire pour contrer notablement les excès sur le marché du crédit. Il en résulterait alors un ralentissement conjoncturel marqué et un écart par rapport à la trajectoire d'inflation optimale²³.

Troisièmement, et ce dernier facteur découle du précédent, il ne faut pas oublier que les hausses de taux d'intérêt ont un impact sur l'économie dans son ensemble. Or les excès ne surviennent souvent que dans certains segments du marché du crédit.

Pour toutes ces raisons, il est plus judicieux d'utiliser d'abord d'autres instruments que celui des taux pour endiguer les excès observés sur le marché du crédit. A la condition, bien sûr, que de tels instruments efficaces soient disponibles²⁴.

Instruments macroprudentiels

Les instruments macroprudentiels nous intéressent ici tout spécialement (transparent 24). Il s'agit d'instruments destinés à prévenir l'accumulation de risques menaçant la stabilité du système financier et à rendre celui-ci plus résistant aux chocs négatifs.

Depuis la crise financière mondiale, les instruments macroprudentiels sont de plus en plus répandus²⁵. En Suisse, le recours à des mesures macroprudentielles revêt actuellement une importance particulière en raison des déséquilibres notables constatés sur les marchés hypothécaire et immobilier.

En Suisse, la priorité est donnée au volant anticyclique sectoriel de fonds propres et aux normes qui agissent sur la demande de crédit (transparent 25).

En vertu du volant sectoriel de fonds propres, les banques sont tenues d'accroître leurs fonds propres lorsque des déséquilibres se développent sur le marché hypothécaire. L'objectif poursuivi est double: premièrement, les banques qui détiennent davantage de fonds propres sont mieux à même d'absorber les pertes pouvant se produire à la suite d'une croissance excessive des prêts; deuxièmement, le coût de l'octroi de prêts hypothécaires augmente, ce qui contribue à prévenir la formation de déséquilibres dans ce segment.

Ce volant est appelé «anticyclique», car les exigences de fonds propres s'accroissent lorsque le marché hypothécaire se trouve en phase d'expansion. Cet essor est donc atténué, et l'amortisseur des banques et du système, renforcé. En revanche, dans les phases de

²³ Voir Assenmacher et Gerlach (2008), Bean et al. (2010), ainsi que Svensson (2016).

²⁴ Voir Smets (2014).

²⁵ On trouve par exemple des instruments macroprudentiels dans les normes minimales internationales qui ont été adaptées après la crise financière dans la réglementation bancaire du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, hébergé au sein de la Banque des Règlements Internationaux (Bâle III), voir CBCB (2010).

ralentissement, les exigences diminuent. Les banques disposent ainsi de davantage de fonds propres pour compenser d'éventuelles pertes sur les crédits. Cela réduit la menace de matérialisation des risques systémiques, laquelle entraînerait une spirale à la baisse se traduisant par des ventes d'urgence et des défauts sur les créances.

Sur proposition de la Banque nationale, le Conseil fédéral a activé en 2013 le volant anticyclique sectoriel de fonds propres pour les prêts hypothécaires finançant les objets d'habitation situés en Suisse et l'a relevé en 2014, pour le porter à 2% des positions pondérées en fonction des risques correspondantes.

Outre le volant anticyclique sectoriel de fonds propres, il faut mentionner en particulier deux mesures d'autoréglementation que le secteur bancaire a introduites en 2012 pour les demandes de prêts hypothécaires: premièrement, l'obligation pour les emprunteurs de disposer d'un apport personnel minimal; et deuxièmement, l'obligation de rembourser une partie du prêt concerné dans un laps de temps donné, si la quotité de financement représente plus des deux tiers de la valeur de l'objet financé.

Avec le volant de fonds propres, ces mesures ont contribué à ralentir le rythme de la croissance sur les marchés hypothécaire et immobilier durant les trois dernières années (transparent 26)²⁶. Il est toutefois encore trop tôt pour baisser la garde. Il faudra encore voir dans quelle mesure cette évolution est globalement durable. Ainsi, les déséquilibres sur les marchés immobilier et hypothécaire persistent. De même, la dynamique des prix dans le segment des objets résidentiels de rendement se maintient à un niveau élevé. En outre, on observe actuellement les signes d'une nouvelle hausse des prix dans le segment des logements occupés par leur propriétaire. Parallèlement, les taux d'intérêt appliqués aux crédits octroyés restent extrêmement bas. C'est pourquoi les incitations à prendre des risques excessifs sur ces marchés demeurent fortes pour les ménages, les entreprises et les banques.

On peut donc retenir ce qui suit: les instruments macroprudentiels sont devenus – à juste titre selon moi – un élément important de la boîte à outils des banques centrales et des autorités de réglementation. Ils permettent de faire face efficacement aux risques du système financier. Toutefois, il serait illusoire de penser qu'ils peuvent prévenir tous les risques susceptibles de menacer la stabilité financière.

Conclusion

Mesdames et Messieurs, j'arrive à la fin de cette conférence. Le crédit est salubre, mais la dette est loin de l'être. Comment expliquer cette ambivalence dans la perception du public? Je reprends une citation de Stephen Cecchetti, qui résume les choses comme suit. «*Debt is a two-edged sword. Used wisely and in moderation, it clearly improves welfare. But, when it is*

²⁶ La croissance économique suisse globalement modérée au cours des deux dernières années et le recul de l'immigration nette expliquent aussi le ralentissement de la dynamique sur les marchés hypothécaire et immobilier.

used imprudently and in excess, the result can be a disaster» (transparent 27)²⁷. J'ai moi-même comparé l'octroi de crédit, non pas à une arme à double tranchant, mais à l'alimentation. Une alimentation équilibrée est indispensable pour rester en bonne santé. Mais si elle est malsaine ou excessive, elle devient source de problèmes. De même, un emprunt et un prêt mûrement réfléchis constituent des éléments essentiels d'une économie prospère. Par contre, les excès sur le marché du crédit peuvent conduire à des crises et, partant, causer des dommages considérables à l'économie dans son ensemble. Il est donc d'autant plus important que les banques, les ménages et les entreprises fassent toujours preuve de prudence et de retenue au «buffet du crédit». Il est également essentiel que la Banque nationale analyse avec précision les développements sur le marché du crédit et utilise ses instruments de manière optimale, afin d'endiguer le plus possible d'éventuels risques pour la stabilité financière.

²⁷ Cecchetti et al. (2011). Dans son dernier rapport sur la stabilité financière, le Fonds monétaire international (FMI) aboutit à une conclusion similaire concernant l'endettement des ménages: à court terme, le financement des ménages par le crédit est bénéfique pour la croissance, mais à moyen terme, un trop fort endettement freine cette dernière (FMI, 2017).

Bibliographie

- Assenmacher-Wesche, K. et S. Gerlach (2008), «Financial structure and the impact of monetary policy on asset prices», SNB Working Paper 2008-16, septembre 2008.
- Bean, Ch. et al. (2010), «Monetary policy after the fall», présentation au Federal Reserve Bank of Kansas City's Symposium «Macroeconomic challenges: The decade ahead», Jackson Hole, 26-28 août 2010.
- Beck, T. (2011), «The role of finance in economic development: Benefits, risks, and politics», CentER Discussion Paper, n° 2011-141.
- Boissay, F. et al. (2016), «Booms and banking crises», BIS Working Paper, n° 545, février 2016.
- Buttiglione, L. et al. (2014), «Deleveraging? What deleveraging?», Centre international d'études monétaires et bancaires, *Geneva Reports on the World Economy* 16.
- Cecchetti, S.G. et al. (2011), «The real effect of debt», BIS Working Paper, n° 352, septembre 2011.
- CFB (1998), *Rapport annuel 1997*.
- Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (2010), *Bâle III: dispositif réglementaire mondial visant à renforcer la résilience des établissements et systèmes bancaires*, Banque des Règlements Internationaux, décembre 2010.
- Danthine, J.-P. (2013), «Causes and consequences of low interest rates», présentation au Swisscanto Market Outlook 2014, Lausanne, 14 novembre 2013.
- Ferguson, N. (2009), *The ascent of money: A financial history of the world*, Penguin Books.
- FMI (2017), *Global Financial Stability Report*, octobre 2017.
- Friedman, M. (1957), «The permanent income hypothesis», dans Friedman, M., *A theory of the consumption function*, Princeton University Press, pp 20-37.
- Graeber, D. (2011), *Debt: The first 5000 years*, First Melville House Printing.
- Grossman, R.S. (2010), *Unsettled account: The evolution of banking in the industrialized world since 1800*, Princeton University Press.
- Jorda, Ò. et al. (2013), «When credit bites back», *Journal of Money, Credit and Banking*, supplément au vol. 45/2.
- Jorda, Ò. et al. (2016), «Macrofinancial history and the new business cycle facts», NBER Working Paper, n° 22743, octobre 2016.
- Keynes, John M. (1936), *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, Editions Payot, 1942.
- Kindleberger, C.P. et R.Z. Aliber (2005), *Manias, panics, and crashes: A history of financial crises*, 5^e édition, Basingstoke, John Wiley & Sons.

- Koo, R.C. (2011), «The world in balance sheet recession: Causes, cure and politics», *Real-world Economics Review*, n° 58.
- Levine, R. (2005), «Finance and growth: Theory and evidence», *Handbook of Economic Growth*, vol. 1A, Elsevier, pp 865-934.
- Minsky, H.P. (1992), «The financial instability hypothesis», The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper, n° 74, mai 1992.
- Modigliani, F. et R.H. Brumberg (1954), «Utility analysis and the consumption function: An interpretation of cross-section data», dans Kurihara, K.K. (éd.), *Post-Keynesian Economics*, Rutgers University Press, pp 388-436.
- Reinhart, C.M. et V.R. Reinhart (2010), «After the fall», présentation au Federal Reserve Bank of Kansas City's Symposium «Macroeconomic challenges: The decade ahead», Jackson Hole, 26-28 août 2010.
- Reinhart, C.M. et K.S. Rogoff (2009), «The aftermath of financial crises», *The American Economic Review*, vol. 99/2, *Papers and Proceedings*, pp 466-472.
- Shiller, R.J. (2000), *Exubérance irrationnelle*, Valor Editions.
- Smets, F. (2014), «Financial stability and monetary policy: How closely interlinked?», *International Journal of Central Banking*, vol. 10/2, pp 263-300.
- Svensson, L.E.O. (2016), «Cost-benefit analysis of leaning against the wind: Are costs larger also with less effective macroprudential policy?», IMF Working Paper, n° 16/3, janvier 2016.
- Taylor, A. (2015), «Credit, financial stability, and the macroeconomy», NBER Working Paper, n° 21039, mars 2015.
- Tinbergen, J. (1956), *Economic policy: Principles and design*. North-Holland.

Crédit, endettement et croissance

Fritz Zurbrügg
Vice-président de la Direction générale
Banque nationale suisse

Collegium generale
Berne, le 1^{er} novembre 2017

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



Dette et crédit

Dette: *debita* = devoir

Crédit: *credere* = croire

creditum = ce qui est confié à la bonne foi

Programme

- Première partie: Pourquoi le crédit est-il utile à l'économie?
- Deuxième partie: Dans quelles circonstances le crédit est-il nuisible à l'économie?
- Troisième partie: Quel rôle les banques centrales jouent-elles dans le cycle du crédit?

Première partie:

Pourquoi le crédit est-il utile à l'économie?

Le crédit était déjà répandu dans l'antiquité

Exemple: une tablette d'argile mésopotamienne consignant des dettes (3000 avant notre ère)



Le crédit a deux fonctions principales

Emprunteur: Le crédit lui permet d'utiliser dans l'immédiat des revenus dont il ne dispose pas encore

Exemple: start-up

Exemple: achat d'une maison

Exemple: dette publique

Prêteur: Le crédit lui permet d'utiliser au mieux le capital disponible

Exemple: investissement d'un entrepreneur

Deuxième partie:

Dans quelles circonstances le crédit est-il nuisible à l'économie?

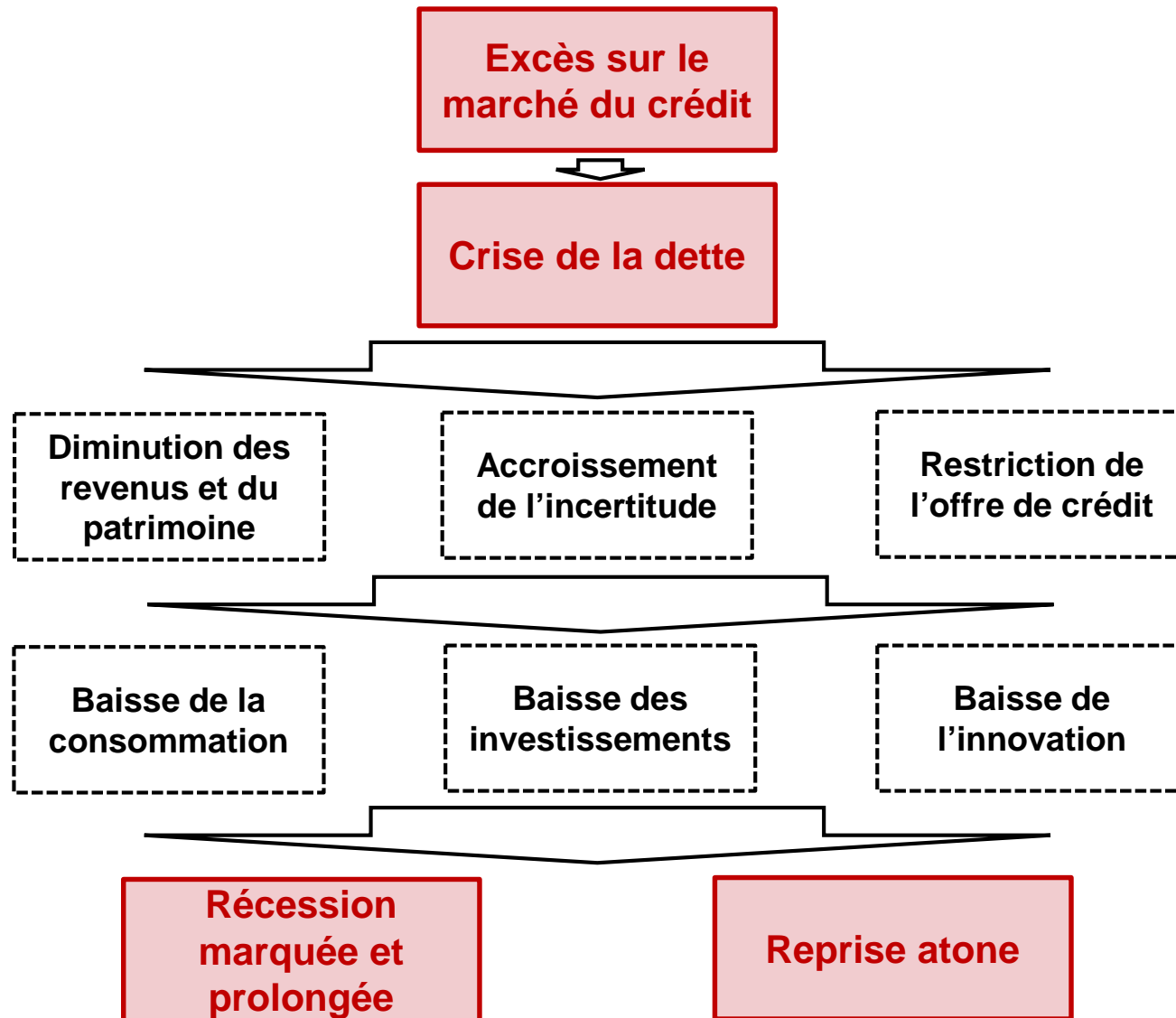
Le risque de crédit

«Qu'est-ce qui me dit que vous serez encore là dans un an?»



CartoonStock.com

Le crédit, une charge pour l'ensemble de l'économie



Le crédit, une charge pour l'ensemble de l'économie lorsque les agents économiques prennent des risques excessifs

Environnement
macroéconomique

Essor économique

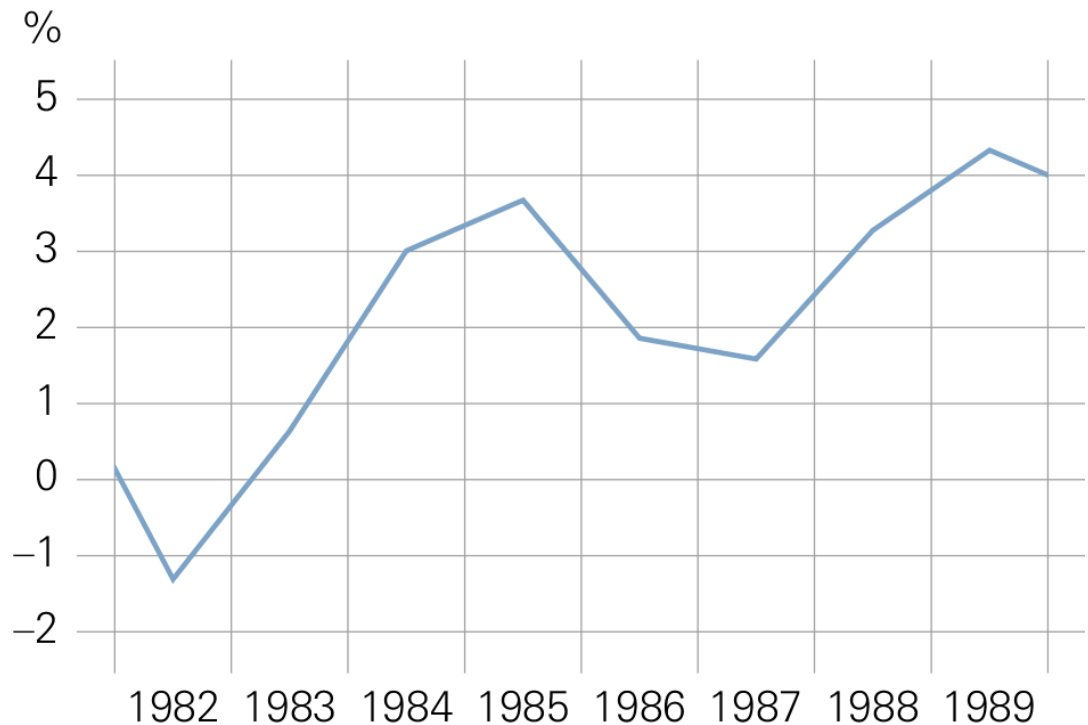
Taux bas

Prix des actifs

Risques systémiques

Anticipations erronées

CROISSANCE ANNUELLE DU PIB SUISSE



Sources: BNS et SECO.

Le crédit, une charge pour l'ensemble de l'économie lorsque les agents économiques prennent des risques excessifs

Environnement
macroéconomique

Essor économique

Taux bas

Prix des actifs

Risques systémiques

Anticipations erronées



Le crédit, une charge pour l'ensemble de l'économie lorsque les agents économiques prennent des risques excessifs

Environnement
macroéconomique

Essor économique

Taux bas

Prix des actifs

Risques systémiques

Anticipations erronées



Le crédit, une charge pour l'ensemble de l'économie lorsque les agents économiques prennent des risques excessifs

Environnement
macroéconomique

Essor économique

Taux bas

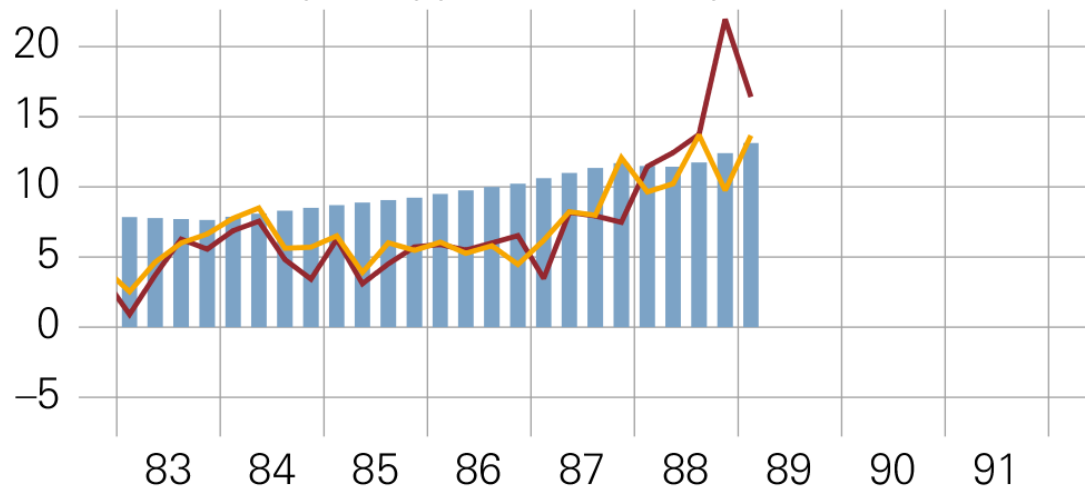
Prix des actifs

Risques systémiques

Anticipations erronées

MARCHÉS HYPOTHÉCAIRE ET IMMOBILIER EN SUISSE

Variation en % par rapport à l'année précédente



- Prêts hypothécaires (en termes nominaux)
- Maisons individuelles, prix de l'offre (en termes nominaux)
- Appartements, prix de l'offre (en termes nominaux)

Sources: BNS et Wüest Partner.

Le crédit, une charge pour l'ensemble de l'économie

Environnement
macroéconomique

Essor économique

Taux bas

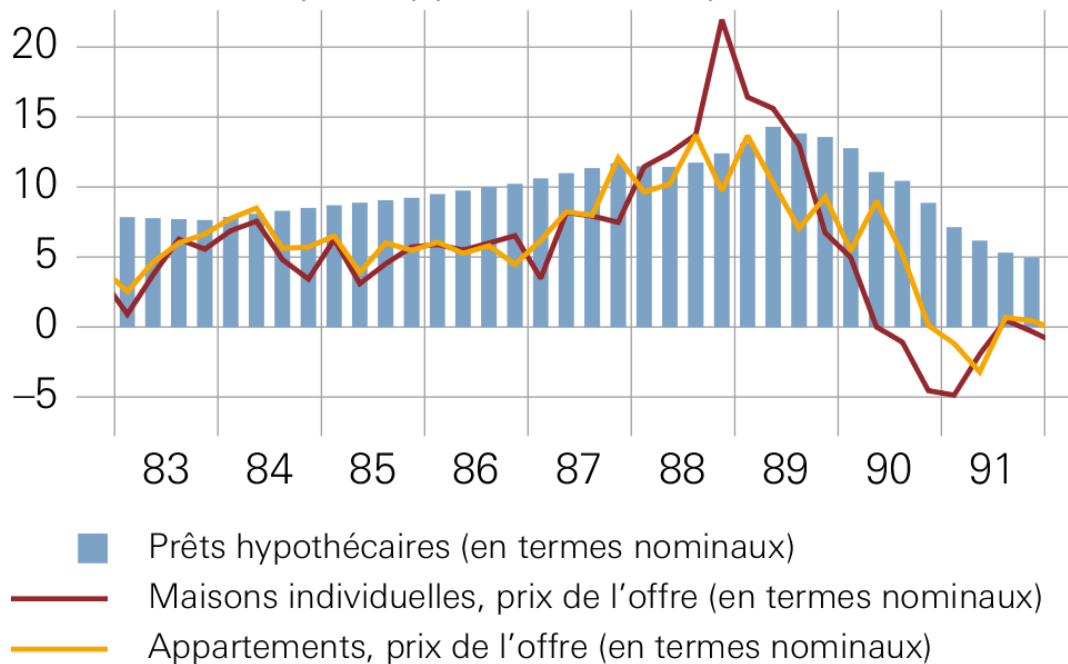
Prix des actifs

Risques systémiques

Anticipations erronées

MARCHÉS HYPOTHÉCAIRE ET IMMOBILIER EN SUISSE

Variation en % par rapport à l'année précédente



Sources: BNS et Wüest Partner.

Le crédit, une charge pour l'ensemble de l'économie

Environnement
macroéconomique

Essor économique

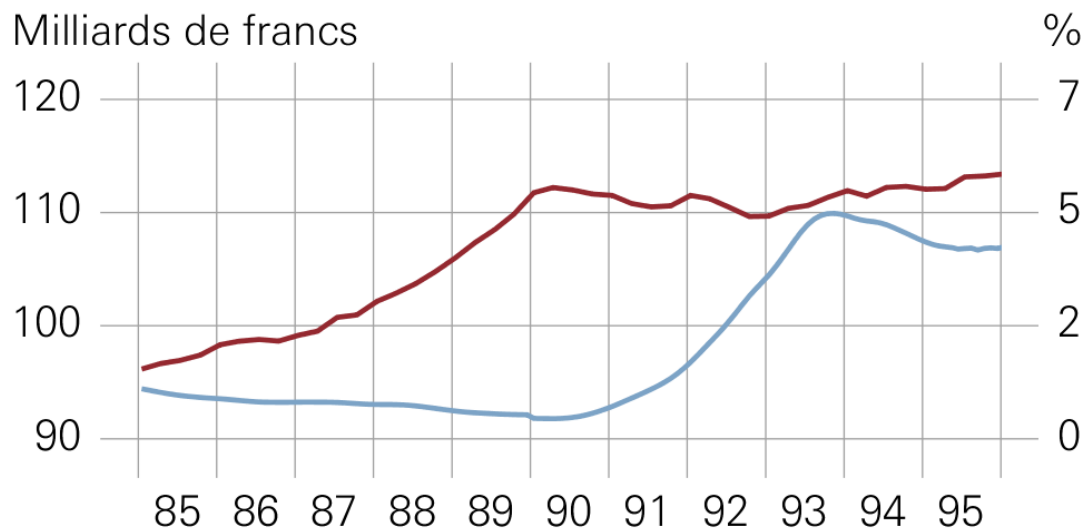
Taux bas

Prix des actifs

Risques systémiques

Anticipations erronées

CRISE IMMOBILIÈRE EN SUISSE 1989/1990: ÉVOLUTION DE L'ÉCONOMIE



— Taux de chômage (données CVS, échelle de droite)

— PIB (en termes réels)

Sources: BNS et SECO.

Troisième partie:

Quel rôle les banques centrales jouent-elles dans le cycle du crédit?

Stabilité des prix et stabilité financière

LOI SUR LA BANQUE NATIONALE

Article 5 Tâches

¹ La Banque nationale conduit la politique monétaire dans l'intérêt général du pays. Elle assure la **stabilité des prix**. Ce faisant, elle tient compte de l'évolution de la conjoncture.



² Dans les limites ainsi fixées:

...

e. elle contribue à la **stabilité du système financier**.

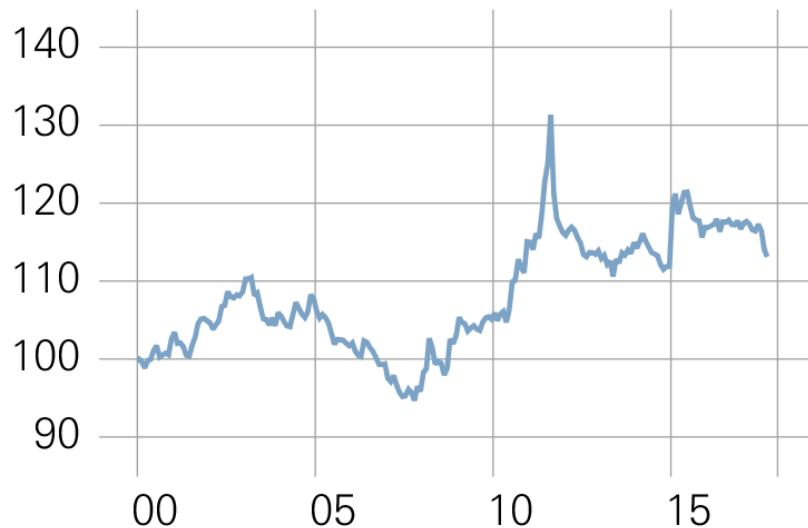
Stabilité des prix et stabilité financière

Situation actuelle en Suisse

NIVEAU TOUJOURS ÉLEVÉ DU FRANC

Cours de change effectif réel (déflateur: IPC)

Indice (janv. 2000 = 100)



Source: BNS.

Stabilité des prix et stabilité financière

Situation actuelle en Suisse

NIVEAU TOUJOURS ÉLEVÉ DU FRANC

Cours de change effectif réel (déflateur: IPC)

Indice (janv. 2000 = 100)



Source: BNS.

Stabilité des prix et stabilité financière

Situation actuelle en Suisse

NIVEAU TOUJOURS ÉLEVÉ DU FRANC

Cours de change effectif réel (déflateur: IPC)

Indice (janv. 2000 = 100)

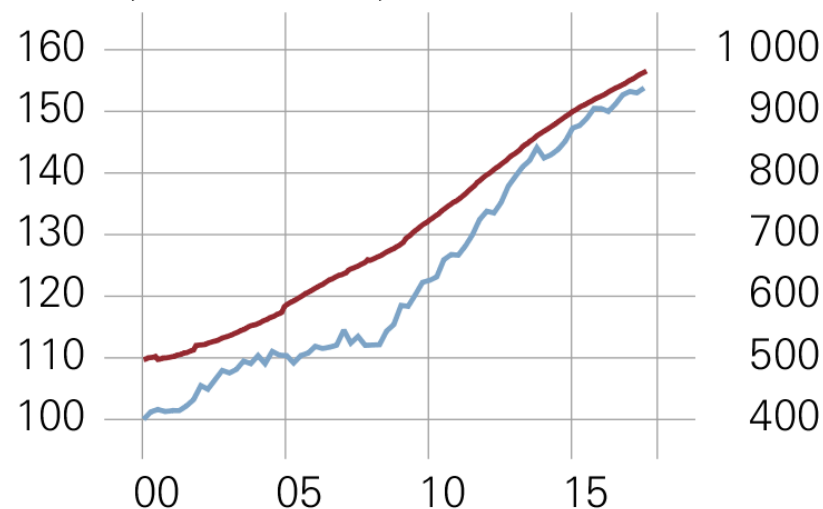


Source: BNS.

FORTE PROGRESSION SUR LES MARCHÉS HYPOTHÉCAIRE ET IMMOBILIER

Indice (T1 2000 = 100)

Milliards de francs



— Maisons individuelles, prix de l'offre (en termes réels)
— Prêts hypothécaires (échelle de droite)

Sources: BNS et Wüest Partner.

Stabilité des prix et stabilité financière

Situation actuelle en Suisse

NIVEAU TOUJOURS ÉLEVÉ DU FRANC

Cours de change effectif réel (déflateur: IPC)

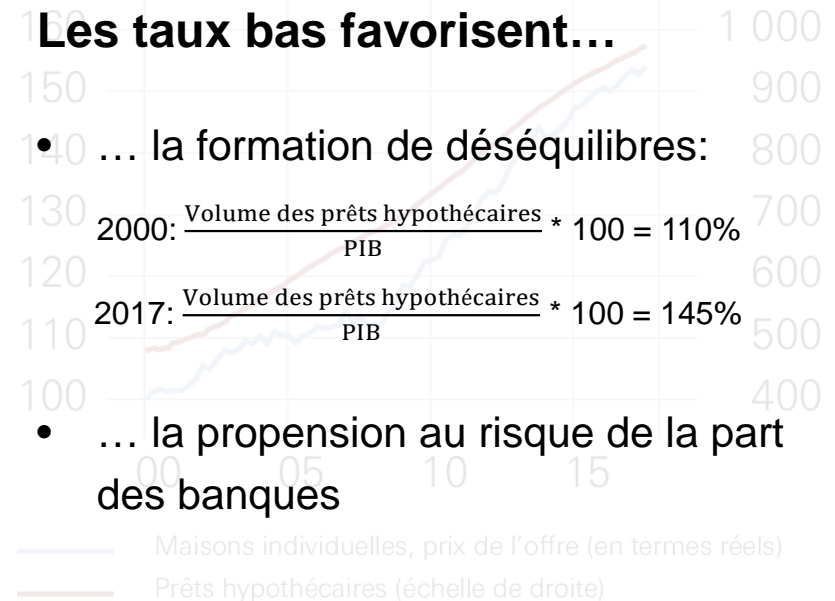
Indice (janv. 2000 = 100)



Source: BNS.

FORTE PROGRESSION SUR LES MARCHÉS HYPOTHÉCAIRE ET IMMOBILIER

Indice (T12000 = 100) Milliards de francs



Sources: BNS et Wüest Partner.

Les banques centrales doivent-elles recourir au taux d'intérêt pour endiguer les excès sur le marché du crédit?

LOI SUR LA BANQUE NATIONALE

Article 5 Tâches

¹ La Banque nationale conduit la politique monétaire dans l'intérêt général du pays. Elle assure la **stabilité des prix**. Ce faisant, elle tient compte de l'évolution de la conjoncture.

Instrument des taux
d'intérêt

```
graph TD; A[Instrument des taux d'intérêt] -.-> B[stabilité des prix]; A -.-> C[stabilité du système financier];
```

² Dans les limites ainsi fixées:

...

e. elle contribue à la **stabilité du système financier**.

Les banques centrales doivent-elles recourir au taux d'intérêt pour endiguer les excès sur le marché du crédit?



stabilité des prix.



stabilité du système financier

Les instruments macroprudentiels, outil ciblé à utiliser à la place de l'instrument des taux d'intérêt



stabilité des prix.



Instrument des taux
d'intérêt

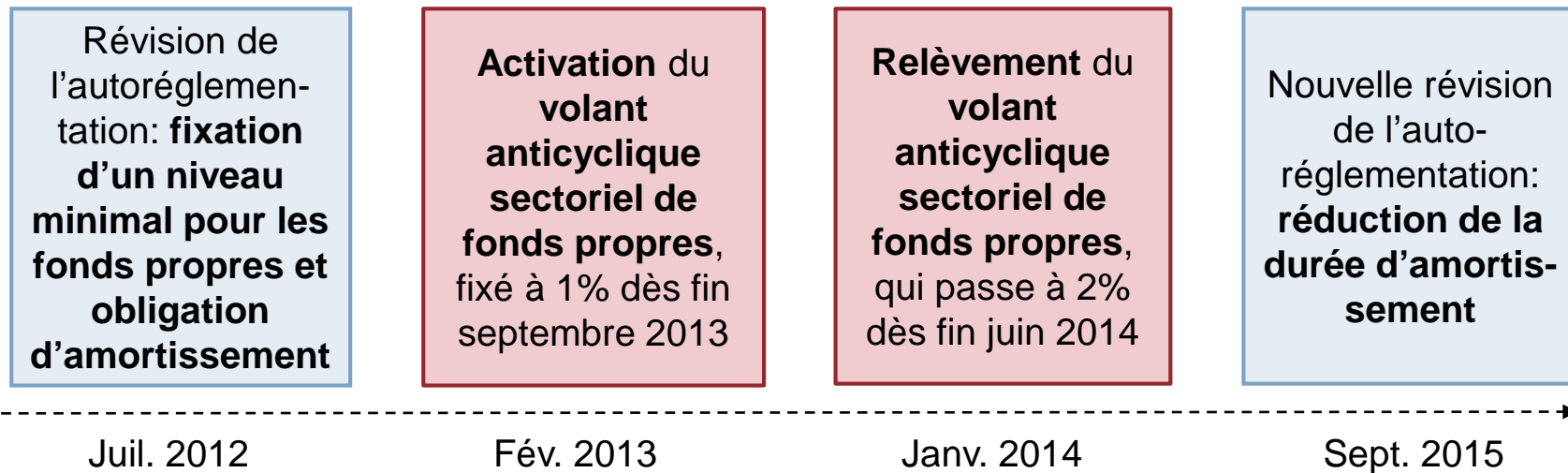
Instruments
macroprudentiels



stabilité du système financier

Instruments macroprudentiels

EXEMPLE DE LA SUISSE



■ Conseil fédéral et BNS

■ Association suisse des banquiers

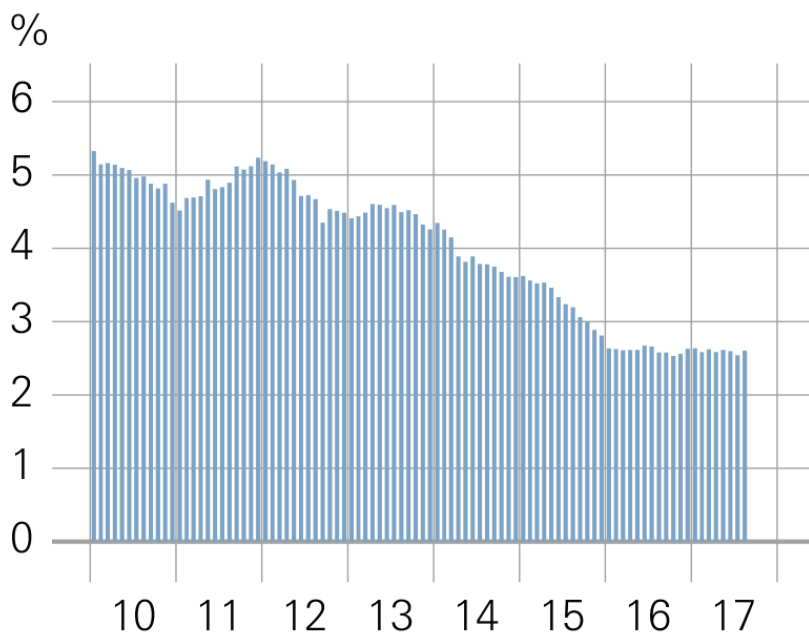
Source: BNS.

Instruments macroprudentiels

Ralentissement de la croissance sur les marchés hypothécaire et immobilier en Suisse

PRÊTS HYPOTHÉCAIRES

Variation par rapport à l'année précédente, en termes nominaux



Source: BNS.

PRIX DES MAISONS INDIVIDUELLES

Variation par rapport à l'année précédente, en termes réels, prix des transactions



Sources: BNS et Wüest Partner.

Conclusion

«Debt is a two-edged sword. Used wisely and in moderation, it clearly improves welfare. But, when it is used imprudently and in excess, the result can be a disaster».

Cecchetti et al. (2011).