

Conférence de presse

Zurich, le 11 décembre 2008

Remarques introductives de Thomas Jordan

La situation sur les marchés financiers

La situation dans laquelle nous nous trouvons actuellement eu égard aux marchés financiers est unique du point de vue historique. Depuis le mois de septembre, la crise des marchés financiers s'est aggravée de manière dramatique. Ces trois derniers mois, elle a gagné pratiquement tous les segments de marché dans le monde. Si, lors de la dernière conférence de presse, la crise avait été caractérisée par trois vagues, une quatrième vague est venue depuis surpasser toutes les précédentes (voir graphique 1)¹.

A partir de novembre, les marchés monétaires se sont calmés quelque peu. Les mesures prises par les banques centrales et les gouvernements, notamment l'approvisionnement généreux en liquidités, la recapitalisation des banques, la garantie d'Etat sur les engagements des banques et la reprise de positions risqué, ont contribué à cette évolution. Comme les opérations non gagées sur les marchés monétaires étaient quasiment gelées en automne, les banques centrales ont de plus en plus joué le rôle de «prêteur de premier ressort», devenant ainsi le fournisseur primaire de liquidités du système financier. A cette fin, de nouveaux instruments de politique monétaire et de nouvelles facilités ont été adoptés, et l'approvisionnement en liquidités a été fortement accru. Malgré le retour à un certain calme sur les marchés monétaires, la situation s'est encore aggravée sur les marchés des actions et des crédits, du fait de la détérioration rapide de la conjoncture.

Permettez-moi d'illustrer la singularité de la situation présente en comparant l'évolution de l'indice Dow Jones des actions lors de cinq crises boursières (voir graphique 2)². Les pertes de cours sont aujourd'hui de loin plus importantes qu'en 2000 et en 1973 et ne sont par ailleurs pas comparables à celles de 1987, année où la Bourse s'était très vite redressée. Mesurée à l'ampleur de la chute de l'indice Dow Jones, l'actuelle crise boursière ne peut être comparée qu'à celle de 1929. Les pertes patrimoniales en résultant devraient même être nettement supérieures à celles de 1929. La raison réside dans la capitalisation du marché des actions sensiblement plus élevée par rapport au produit intérieur brut (PIB). En outre, les pertes ne se limitent pas aux actions, mais affectent également presque toutes les autres valeurs patrimoniales, qui sont elles aussi notablement plus nombreuses qu'auparavant. De fortes baisses de prix ont été enregistrées dans des domaines allant des obligations d'entreprises aux placements immobiliers en passant par les produits structurés, les matières premières et les monnaies des économies émergentes. Alors que les prix de l'immobilier aux Etats-Unis avaient diminué de 2% en 1929 et de 4%

11 décembre 2008

2

en 1930, ils ont fléchi maintenant de 17%³. Jamais dans le passé, des valeurs patrimoniales aussi importantes n'ont été détruites en si peu de mois à l'échelle mondiale. Ces pertes patrimoniales, à elles seules, pèseront sensiblement sur l'économie réelle un certain temps encore, car leurs répercussions se feront sentir avec un décalage, comme l'expérience le montre.

En dépit de ces turbulences, historiquement uniques, sur les marchés financiers, nous ne sommes plus dans les années trente du siècle passé. La principale différence réside dans la réaction résolue des politiques monétaire et fiscale, ainsi que dans les interventions étendues de l'Etat en faveur du système financier. C'est pourquoi les marchés financiers ont continué à fonctionner jusqu'à ce jour, et ce, même dans une mesure très réduite. Mais la situation exceptionnelle à laquelle tous les opérateurs sur les marchés se trouvent confrontés constitue un grand défi, notamment pour les banques centrales. Tant la stratégie que les instruments de politique monétaire de la Banque nationale suisse (BNS) ont été mis à rude épreuve. Certains observateurs ont estimé ces derniers mois que la BNS avait perdu en partie le contrôle de sa politique monétaire. Nous ne partageons pas cette opinion. Certes, de nouveaux défis ne peuvent être exclus. Notre stratégie et nos instruments de politique monétaire se sont toutefois avérés très souples et appropriés en période de crise.

La mise en œuvre de la politique monétaire

La Banque nationale met en œuvre sa politique monétaire en assignant une marge de fluctuation au Libor à trois mois. Le Libor est un taux d'intérêt qui s'applique à une opération non gagée. Nous ne pouvons influencer directement sur le Libor à trois mois, mais nous pouvons agir indirectement sur ce taux en passant des opérations gagées sur le marché monétaire (pensions de titres, swaps). Avant la crise, les taux appliqués aux opérations gagées et non gagées n'étaient guère différents. Les primes de risque en hausse ont cependant entraîné, depuis le début de la crise, une dissociation des taux sur les opérations gagées et non gagées. Ces primes étant devenues élevées et volatiles, la gestion du Libor à trois mois a de plus en plus constitué un défi à relever.

Le problème de la gestion du Libor s'est encore aggravé ces derniers temps, à la suite de tensions en rapport avec la demande de francs émanant de l'étranger. En Europe, de nombreux crédits en francs ont été octroyés ces années passées, crédits qui ont été refinancés par le système bancaire suisse. En octobre, nombre de banques suisses ne furent soudainement plus disposées à poursuivre ces refinancements dans la même mesure. De vives tensions en ont résulté sur le marché monétaire international en francs.

Afin de résoudre ce problème, nous avons décidé de proposer à d'autres banques centrales de passer des swaps de change. Depuis le 20 octobre dernier, la BNS met à disposition de la Banque centrale européenne (BCE), dans le cadre d'un accord de swaps, des francs contre des euros; la BCE peut ainsi à son tour effectuer des opérations de swaps pour fournir des francs à ses contreparties dans la zone euro. Le 17 novembre, un tel accord a été également conclu avec la banque centrale de Pologne.

11 décembre 2008

3

Du fait des tensions observées sur le marché monétaire, le Libor à trois mois a dépassé pendant quelques jours en octobre la limite supérieure de la marge de fluctuation visée par la BNS (voir graphique 3). A nos yeux, ce dépassement ne constitue toutefois pas un échec de notre stratégie. Il a précédé en fait une baisse de taux qui a surpris les marchés. On ne peut attendre du Libor à trois mois qu'il s'inscrive immédiatement dans la zone médiane de la nouvelle marge de fluctuation. Même dans des périodes calmes, le Libor réagit avec un certain retard à un abaissement de la marge de fluctuation par la BNS et, partant, à celle des taux appliqués aux pensions de titres. Malgré les turbulences extrêmes, historiquement uniques, sur les marchés monétaires, il a même été possible de ramener le Libor à trois mois de manière particulièrement rapide dans la marge de fluctuation visée. Après les deux réductions des 6 et 20 novembre, le Libor à trois mois s'est établi chaque fois dès le lendemain dans la nouvelle marge.

Les turbulences sur le marché monétaire ont amené la BNS à passer des opérations sur ce marché dans une mesure encore jamais observée jusque-là. Ainsi, il nous est arrivé de lancer en une journée cinq appels d'offres pour ces opérations. Les volumes ont varié fortement. Des opérations que nous avons dû effectuer sur le marché monétaire ont porté, certains jours, sur un montant record supérieur à 100 milliards de francs. La raison de telles opérations tient au fait que, dans un premier temps, nous approvisionnons amplement le marché en liquidités dans le but de gérer les taux d'intérêt, puis nous résorbons ces disponibilités. Les liquidités restant en fin de compte dans le système n'ont toutefois pas atteint, jusqu'à ces dernières semaines, un niveau nettement supérieur à celui d'avant la crise. Ce n'est qu'avec le passage à une politique de très bas taux à court terme que les avoirs en comptes de virement se sont accrus sensiblement. Le bas niveau des taux d'intérêt entraîne de faibles coûts d'opportunité pour la détention de liquidités par les banques, ce qui amène ces dernières à étoffer leurs avoirs en comptes de virement. L'ampleur des opérations passées sur le marché monétaire a en outre des répercussions non négligeables sur la somme du bilan de la BNS. Si, avant la crise, une part de 20 milliards de la somme du bilan concernait la conduite de la politique monétaire, cette part a vraisemblablement passé à environ 80 milliards de francs actuellement.

Ces dernières semaines, la BNS a suivi une politique où les taux des pensions de titres se sont rapprochés de zéro. Toutefois, cela ne signifie pas que les possibilités d'initier de nouvelles impulsions expansionnistes en matière de politique monétaire ont été toutes entièrement épuisées. Nous disposons, outre l'instrument du taux à court terme des pensions de titres, d'une série d'autres possibilités de moduler la politique monétaire de manière plus expansionniste. Ainsi, nous pouvons notamment prolonger les durées de nos opérations sur le marché monétaire ou intervenir sur d'autres marchés.

Des innovations parmi les instruments de politique monétaire

Les instruments de politique monétaire ont en principe fait leur preuve au cours de l'actuelle crise. Un réexamen de ceux-ci a toutefois fait apparaître un besoin d'adaptation dans deux domaines. Premièrement, un instrument servant à résorber des liquidités s'est avéré nécessaire et, secondement, les conditions de la facilité pour resserrés de liquidités sont apparues inadaptées. Cette facilité permet de faire face à des manques

11 décembre 2008

4

passagers et inattendus de liquidités. Une banque ne peut y recourir que dans la mesure où elle dispose d'une limite appropriée auprès de la Banque nationale et que cette limite est couverte en permanence par des titres.

Au sujet de l'instrument servant à résorber des liquidités, on peut préciser ce qui suit. La crise a montré qu'une banque centrale doit être en mesure de mettre à disposition, dans les plus brefs délais, d'importants volumes de liquidités par différents canaux et pour diverses échéances. Les pensions de titres et les swaps de change remplissent cette tâche au mieux. Toutefois, la BNS ne disposait pas jusque-là d'un instrument autonome pour résorber de grandes quantités de liquidités. En octobre, nous avons donc complété notre palette d'instruments par des propres titres de créance, dénommés Bons de la BNS. Ces titres nous permettent de gérer les liquidités de manière plus souple. Maintenant, nous pouvons proposer des opérations à plus long terme, ce qui favorise le retour au calme sur les marchés monétaires et facilite la gestion du Libor à trois mois.

La crise des marchés financiers a montré également que la facilité pour resserrements de liquidités ne peut contribuer à l'apaisement des marchés monétaires que si on y recourt effectivement en cas de besoin. Cette facilité n'a cependant presque pas été utilisée durant la crise, du fait que tant les coûts directs du recours que les coûts indirects découlant d'une forme de stigmatisation due à l'annonce du recours sont relativement élevés.

La Banque nationale va dorénavant diminuer les coûts directs et indirects d'un recours à la facilité pour resserrements de liquidités. A cette fin, nous réduirons d'abord la majoration du taux spécial appliqué lors d'un recours à cette facilité; cette majoration passera de 200 à 50 points de base, avec effet au 1^{er} janvier 2009. Secondement, des modifications seront opérées dans la manière d'informer. Afin d'empêcher l'effet de stigmatisation, les créances issues de cette facilité ne seront plus indiquées séparément à l'avenir. Ces deux mesures devront encourager les banques à recourir davantage à cette facilité et, partant, à se montrer plus prévoyantes dans la gestion de leurs liquidités.

En outre, il est apparu que maintes informations paraissant dans notre publication hebdomadaire «Données importantes de politique monétaire» étaient cause de malentendus dans des périodes de turbulences et, de ce fait, pouvaient jouer un rôle déstabilisateur. C'est pourquoi nous allons renoncer, à l'avenir, à une annonce actualisée d'opérations isolées et d'octrois de facilités. Seuls les avoirs en comptes de virements et les taux d'intérêt sont déterminants pour procéder à une évaluation de la situation sur le marché monétaire. Nous continuerons donc à les publier une fois par semaine. Par contre, les informations relatives aux différents postes du bilan et aux opérations de politique monétaire ne paraîtront plus que dans le Bulletin mensuel de la BNS. Ainsi, la transparence des opérations de la BNS relevant de la politique monétaire est en principe maintenue, même si certaines données sont publiées avec un plus grand décalage. Les «Directives générales de la BNS sur ses instruments de politique monétaire» ont été révisées en conséquence. Elles entreront en vigueur le 1^{er} janvier 2009.

11 décembre 2008

5

L'opération passée avec UBS

Le 16 octobre 2008, la Banque nationale a annoncé avoir conclu avec UBS un accord sur le financement à long terme et la liquidation en bonne et due forme d'actifs problématiques d'une valeur maximale de 60 milliards de dollars des Etats-Unis. A cette fin, une société à but spécial, qui porte le nom de *SNB StabFund Société en commandite de placements collectifs*, avec siège à Berne, a été créée fin novembre. Il s'agit d'une société en commandite constituée de deux associés: un associé indéfiniment responsable (*general partner*), qui gère les affaires de la société à but spécial, et un associé à responsabilité limitée (*limited partner*). La BNS contrôle entièrement l'un et l'autre. Pour cette opération avec UBS, la BNS a mis sur pied un groupe de projet et peut, en cas de besoin, recourir à des spécialistes externes.

Dans l'intervalle, la Banque nationale a choisi *Northern Trust*, en qualité de *custodian*. Cette société assurera la garde des papiers-valeurs. En outre, nous avons mandaté des établissements spécialisés afin d'effectuer une évaluation neutre du portefeuille. Une première tranche d'actifs sera vraisemblablement reprise, cette année encore, par la société *StabFund*.

Le financement de la société *StabFund* sera opéré sous forme d'un crédit octroyé par la BNS à hauteur de 90% et d'une dotation en capital d'UBS à hauteur de 10%. Pour le moment, la BNS se procure les fonds nécessaires au crédit, en premier lieu, grâce à l'accord de swaps passé avec la Réserve fédérale, mais aussi sur le marché des changes. De plus, elle a engagé des travaux en vue de rendre, dans une phase ultérieure, le financement autonome des accords conclus avec d'autres banques centrales et de pouvoir recourir au marché.

Les actifs repris dans la société *StabFund* sont évalués aux cours en vigueur le 30 septembre 2008. Ainsi, les valeurs comptables d'UBS seront comparées avec les valeurs déterminées par la BNS sur la base d'expertises indépendantes. L'évaluation la plus basse sera prise en compte. En octobre et en novembre, les cours de ces actifs ont de nouveau été soumis à des pressions à la suite de l'aggravation de la crise des marchés financiers et du fléchissement de l'activité économique à l'échelle mondiale. L'ampleur d'une éventuelle perte enregistrée au début de la phase d'activité de la société *StabFund* ne pourra être établie qu'après la reprise intégrale des actifs et d'une nouvelle évaluation globale à la fin de 2008 et à la fin de mars 2009. A ce propos, il est important de relever que, pour le moment, cette société poursuit en premier lieu une stratégie de *buy-and-hold-to-maturity* en ce qui concerne le portefeuille repris. Les mouvements de prix à court terme ne jouent aucun rôle dans le succès d'une telle stratégie. Au contraire, il importe avant tout que, à plus long terme, les marchés concernés se redressent. La BNS dispose par ailleurs de deux amortisseurs contre les pertes pouvant affecter son crédit octroyé à la société *StabFund*. Le premier constitue la dotation de 10% en fonds propres, fournie par UBS, et, le second, la cession de 100 millions d'actions UBS, au maximum, dans l'éventualité où la société *StabFund* devrait être liquidée avec des pertes. La volatilité des fluctuations de cours et l'illiquidité considérable des marchés montrent l'importance, dans une telle phase, de décharger UBS de ces risques.

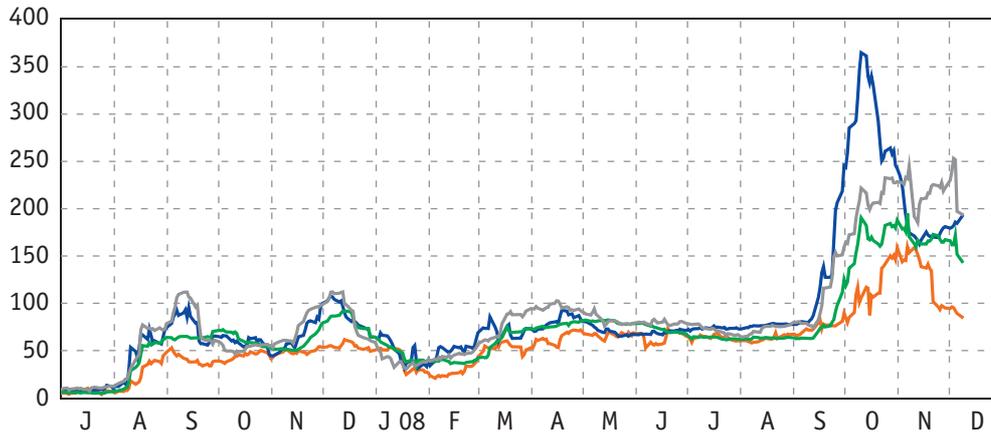
11 décembre 2008

6

Graphique 1. Primes de risque sur le marché monétaire

— Libor CHF à 3 mois - TOIS à 3 mois — Libor USD à 3 mois - OIS à 3 mois
 — Euribor EUR à 3 mois - Eonia à 3 mois — Libor GBP à 3 mois - Sonia à 3 mois

Points de base

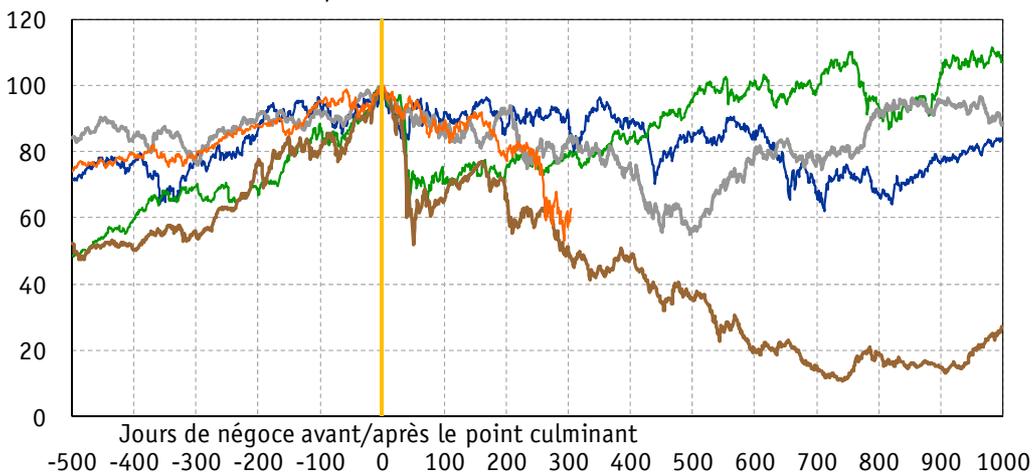


Sources: SNB Markets Analysis Platform, Bloomberg.

Graphique 2. Cours des actions: une comparaison historique

— 2000 — 1987 — 1973 — 1929 — Période actuelle

Indice Dow Jones des actions, point culminant=100

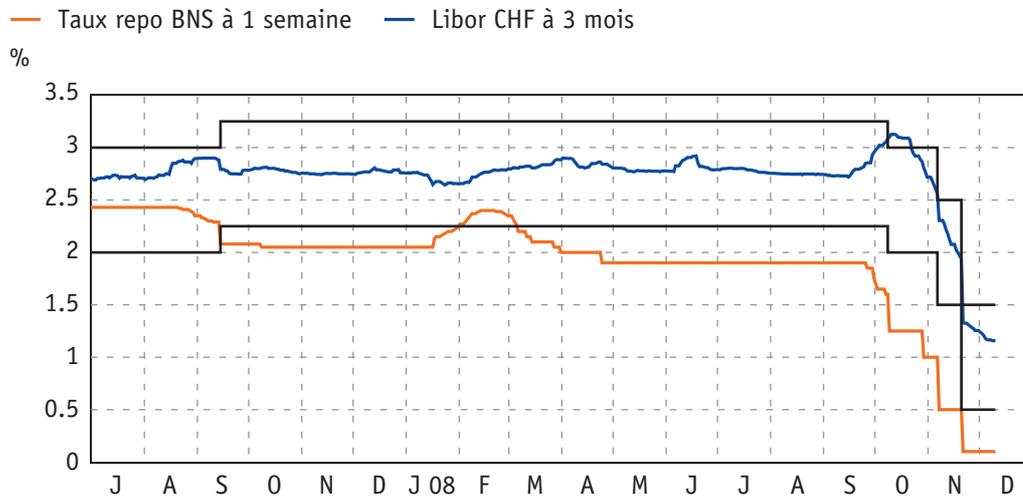


Sources: SNB Markets Analysis Platform, Bloomberg.

11 décembre 2008

7

Graphique 3. Marge de fluctuation, Libor à 3 mois et taux des pensions de titres



Sources: SNB Markets Analysis Platform, Bloomberg.

- ¹ Ce graphique reflète la «courbe de température» du marché monétaire, c'est-à-dire l'écart entre le Libor à trois mois et les taux TOIS/OIS de même durée (*Tom Next* ou *Overnight Index Swap*). Cet écart correspond à la prime de risque pour les risques de crédit et de liquidité sur les opérations non gagées sur le marché monétaire. Il sert d'indicateur de la situation sur le marché monétaire et, plus largement, de celle sur les marchés financiers en général.
- ² Le krach boursier de 1929, la crise pétrolière de 1973, le «lundi noir» de 1987, l'éclatement de la bulle informatique de l'an 2000 et la crise actuelle font l'objet d'une comparaison. L'évolution des cours est représentée à chaque fois, et le point culminant de l'indice ne coïncide pas avec le déclenchement de cette dernière. Car ce pic le précède toujours. Les points culminants étaient le 3 septembre 1929 (mais le «mardi noir» eut lieu le 29 octobre 1929), le 11 janvier 1973 (crise pétrolière), le 25 août 1987 (mais le «lundi noir» eut lieu le 19 octobre 1987), le 14 janvier 2000 (bulle informatique) et le 9 octobre 2007.
- ³ Sources: Robert J. Shiller, *Irrational Exuberance* (2006, 2^e édition), pour les données annuelles, et *Case-Shiller Composite-20 Index*.