

SNB Policy Paper

Marché obligataire en francs suisses: traversée sereine de la crise financière

Gero Jung, Stratégie de placement et analyse des marchés financiers
Banque nationale suisse, Zurich

Les développements sur les marchés obligataires revêtent un intérêt considérable pour les banques centrales. Les raisons pour lesquelles celles-ci observent les marchés obligataires en monnaie nationale sont de plusieurs ordres. Dans le cas de la Suisse, elles se résument à cinq. La première concerne directement la politique monétaire. La Banque nationale suisse met en œuvre sa politique monétaire en influant sur le niveau des taux d'intérêt du marché monétaire en francs¹. Ce taux d'intérêt – le Libor à trois mois – est un taux de référence du marché interbancaire. Il sert de point de repère pour le marché des capitaux en général, et, en particulier, pour les marchés obligataires et des swaps. Or, les développements sur le marché obligataire sont déterminants pour le mécanisme de transmission de la politique monétaire, et représentent une importante source d'information pour l'analyse économique et monétaire. Une deuxième raison est que, tant en Suisse que dans de nombreux autres pays, une banque centrale agit en qualité de banquier de l'Etat². Ainsi, la BNS effectue des paiements, émet des emprunts et des créances comptables à court terme, gère la conservation des titres et exécute des transactions sur les marchés monétaire et des changes pour le compte de la Confédération. Troisièmement, comme la BNS détient un montant substantiel d'obligations en francs suisses, elle est directement intéressée aux mouvements sur le marché obligataire dans cette monnaie. Quatrièmement, les obligations libellées en francs suisses sont importantes pour les titres admis par la BNS dans ses pensions. Enfin, le mar-

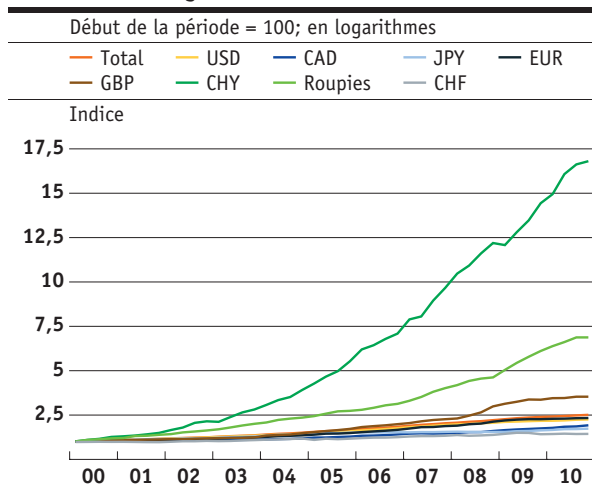
ché obligataire national peut jouer un rôle central dans certaines mesures destinées à lutter contre des crises financières. Parmi les dispositions exceptionnelles prises durant la récente crise, la BNS a acquis des obligations en francs suisses émises par des emprunteurs du secteur privé, son objectif étant de prévenir une crise du crédit en Suisse. Dans l'ensemble, le marché obligataire national est une composante vitale du système financier suisse et, d'une manière plus générale, un élément essentiel de l'économie de tout pays industrialisé.

Le présent rapport analyse le marché obligataire en francs suisses. Il comprend deux parties: la première fournit une vue d'ensemble des caractéristiques majeures du marché obligataire en francs suisses, tandis que la seconde passe en revue les développements du marché, en particulier avant et après la crise financière. Il ressort des conclusions que ce marché n'a pas connu d'assèchement à la fin des années 2000, et que la demande des émetteurs étrangers est restée stable, ceux-ci n'ayant pas augmenté sensiblement leurs activités d'émission en francs suisses. De même, les banques centrales dans le monde ont maintenu leurs actifs en francs suisses à un niveau pratiquement inchangé.

1 Caractéristiques du marché obligataire en francs suisses

Le marché obligataire en francs suisses présente trois traits distinctifs. Premièrement, en comparaison avec d'autres pays, la croissance du

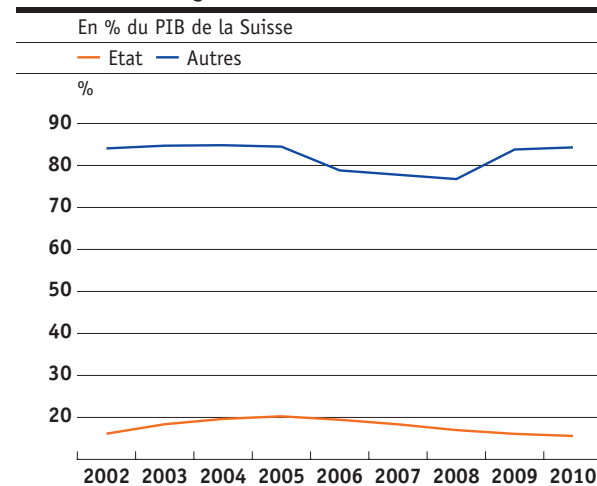
Graphique 1
Encours des obligations, en monnaies locales



Source: Banque des règlements internationaux (BRI).

1 Compte tenu de l'extrême surévaluation du franc, la BNS a fixé, le 6 septembre 2011, un cours plancher de 1,20 franc pour un euro.
2 Conformément à l'art. 5, al. 4, et à l'art. 11 de la loi qui la régit (loi sur la Banque nationale, LBN), la Banque nationale fournit des services bancaires à la Confédération.

Graphique 2
Encours des obligations en francs suisses



Sources: BNS et SIX Swiss Exchange SA.

marché obligataire en francs suisses est relativement lente. Deuxièmement, le marché de la dette non publique l'emporte très largement sur celui de la dette publique, contrairement à ce que l'on observe dans d'autres pays industrialisés. Enfin, le marché obligataire en francs suisses a pour caractéristique structurelle de présenter un marché plus vaste pour les émetteurs étrangers que celui pour les emprunteurs résidents.

a) Croissance lente du marché obligataire en francs suisses en comparaison internationale

L'expansion du marché obligataire en francs suisses a été très modérée, enregistrant les niveaux de croissance les plus faibles en comparaison internationale et des niveaux bas au cours de la dernière décennie³. L'encours des obligations dans le monde continue à afficher une croissance robuste, le développement du marché obligataire étant particulièrement fort dans certaines économies émergentes, telles que la Chine ou l'Inde. Par contre, le marché obligataire en francs suisses a connu l'un des taux de croissance les plus faibles du monde (voir graphique 1, page 45)⁴.

b) Prédominance du marché financier de la dette privée

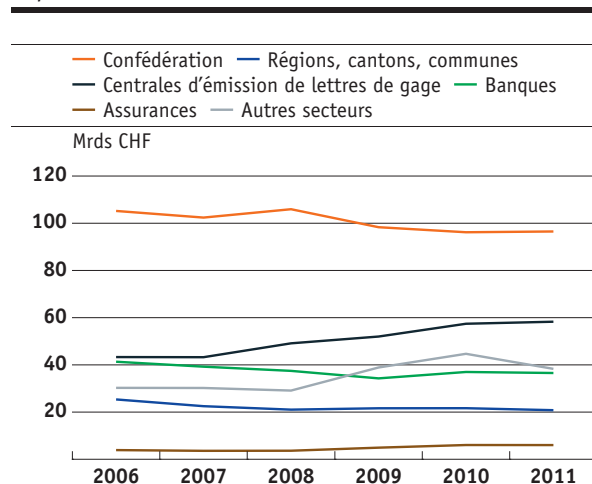
La capitalisation totale du marché obligataire en francs suisses a atteint plus de 570 milliards de francs à fin 2010. Cela représente actuellement

environ 115% du PIB de la Suisse et correspond à la taille moyenne d'un marché obligataire d'une économie avancée⁵. Contrairement à ce qui est le cas dans de nombreux autres pays avancés, le marché suisse de la dette privée est toutefois considérablement plus large que celui de la dette publique. Au cours des cinq dernières années, l'encours des obligations d'Etat de la Suisse a continuellement baissé par rapport à la taille de l'économie. Cela reflète la politique budgétaire saine poursuivie tant au niveau de la Confédération que des cantons et des communes.

c) Structure spécifique du marché obligataire en francs: marché plus large pour les émetteurs étrangers

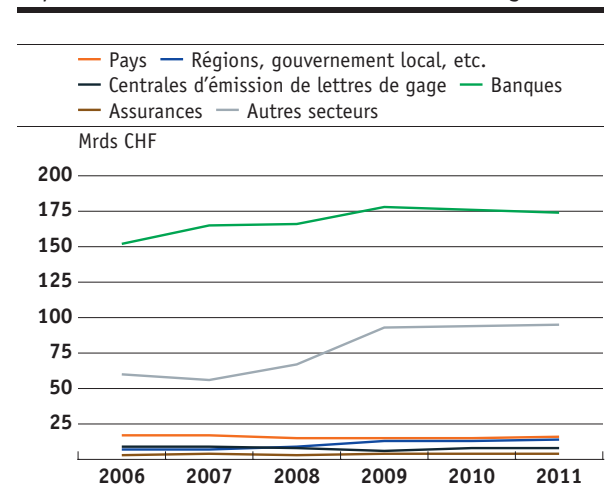
Les émetteurs étrangers détiennent une part plus large du marché obligataire en francs que leurs homologues suisses. Alors que les marchés obligataires de la plupart des pays consistent en grande partie en titres de dettes nationaux, la situation est différente pour le marché en francs suisses⁶. En effet, la part des obligations en francs qui est émise par des étrangers est plus élevée que celle qui l'est par des résidents⁷. En termes d'encours total, la capitalisation du marché est également plus large depuis plusieurs années pour les émetteurs étrangers que pour les émetteurs suisses⁸. Du côté des emprunteurs suisses, la capitalisation du marché des émetteurs publics (Confédération, cantons et communes) a régulièrement régressé.

Graphique 3
Capitalisation du marché des émetteurs résidents



Source: SIX Swiss Exchange SA.

Graphique 4
Capitalisation du marché des émetteurs étrangers



Source: SIX Swiss Exchange SA.

3 Relevons que, d'un point de vue historique, il n'existe pas de marché des euro-obligations en francs de grande taille. Comme le suggère Christensen (1986), l'une des raisons principales en est que la BNS a découragé l'émergence d'un marché des euro-obligations en francs. Voir B. V. Christensen (1986), *Switzerland's Role as an International Financial Center*, IMF Occasional Paper n° 45 (International Monetary Fund, Washington, DC, 1986), page 40.

4 Le graphique 1 montre la croissance nominale de l'encours des obligations émises dans différentes monnaies. La croissance en termes réels de ces marchés donne une image similaire.

5 Pour une comparaison internationale, voir G. Debelles, «The Australian bond market in 2011 and beyond», the Kanga News Australian DCM Summit, Sydney, 15 mars 2011.

6 Dans nombre d'économies avancées ou émergentes, le marché obligataire national l'emporte largement en termes de taille sur le marché obligataire étranger. Le marché obligataire en livres sterling constitue à cet égard une exception. Comme c'est le cas en Suisse, le marché étranger y prédomine.

7 Plus précisément, la part du franc dans le marché obligataire international dépasse actuellement 1%, tandis que les obligations en francs d'émetteurs suisses atteignent une part minime de 0,4% de l'encours des dettes obligataires au niveau mondial.

En Suisse, les lettres de gage sont un segment-clé du marché obligataire national en francs suisses, servant aux banques d'instruments avantageux pour lever des fonds à long terme. Les lettres de gage sont des titres de dette standardisés à taux fixe, garantis par des hypothèques en Suisse. Elles représentent actuellement environ un cinquième de l'encours des titres de dettes émis en Suisse⁹.

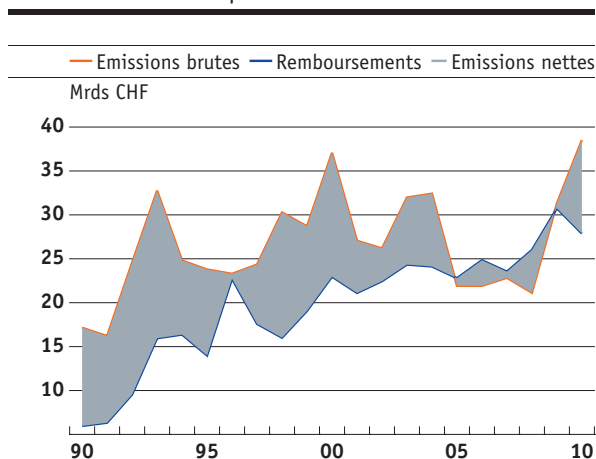
Du côté des émetteurs étrangers, la capitalisation du marché des entités bancaires étrangères est restée constante, après s'être accrue en 2008 et en 2009. La capitalisation du marché d'autres secteurs, y compris des sociétés non financières, a nettement augmenté au plus fort de la crise financière et économique de 2008 à 2009.

La section ci-dessus passait en revue certaines caractéristiques majeures du marché obligataire en francs suisses, à savoir une croissance lente en comparaison internationale, la prédominance du marché financier de la dette privée sur celui de la dette publique, et une part de marché plus large pour les émetteurs étrangers que pour leurs homologues suisses. En outre, la majorité des obligations en francs sont négociées à la Swiss Exchange SIX, tandis que dans d'autres pays, la plupart des transactions sont effectuées de gré à gré. Enfin, le marché obligataire en francs suisses se caractérise par des émetteurs dont la qualité de crédit est supérieure à la moyenne.

2 Le marché obligataire en francs suisses et la crise financière

La récente crise financière n'a pas entraîné de modifications importantes dans le marché financier primaire en francs suisses. En 2010, les émissions d'obligations en francs suisses n'ont généralement pas enregistré de changement majeur par rapport aux années précédentes. Cependant, certaines différences frappantes peuvent être observées si l'on compare les emprunts en francs des émetteurs suisses et ceux des émetteurs étrangers sur les marchés des capitaux. D'un côté, l'émission d'obligations en francs par des émetteurs suisses ne s'est pas effondrée durant la récente crise financière, ce qui indique que le marché obligataire ne s'est pas asséché en Suisse (voir section a ci-après). De l'autre, les émetteurs étrangers n'ont pas réaménagé leurs portefeuilles et ne se sont pas concentrés sur ce marché, comme en témoigne le niveau négatif des émissions nettes effectuées par les étrangers en 2010. Ainsi, un afflux de fonds étrangers sur le marché obligataire en francs suisses, qui aurait pu stimuler la demande étrangère pour cette monnaie, ne s'est pas produit (voir section b ci-après). Enfin, la demande d'obligations en francs suisses de la part de gestionnaires de réserves officielles de liquidités internationales n'a pas augmenté.

Graphique 5
Emprunts souscrits par des émetteurs résidents sur le marché des capitaux¹⁰



Source: BNS.

8 La capitalisation du marché des émetteurs suisses s'est établie à plus de 260 milliards de francs à fin 2010, tandis que celle du marché des émetteurs étrangers totalisait 310 milliards de francs.

9 En Suisse, deux institutions ont l'autorisation légale d'émettre des lettres de gage dans le pays. Dans l'ensemble, le marché des lettres de gage se caractérise par une législation relativement stricte.

10 Les Bons de la BNS ne sont pas compris dans le graphique 5.

a) Pas d'assèchement du marché obligataire en Suisse

Les emprunts effectués par les émetteurs résidents sur le marché financier en Suisse se sont fortement accrus en 2010. Les émissions du secteur bancaire ont sensiblement augmenté, les volumes d'émission ayant plus que triplé. Le niveau des émissions avaient auparavant fléchi à la suite de l'éclatement de la crise financière mondiale en 2007. A l'inverse, les entreprises de l'industrie ont réduit leurs émissions en 2010. Elles avaient été très actives dans ce domaine en 2009 et leurs émissions avaient connu une hausse, malgré le pire ralentissement économique enregistré depuis des décennies, ce qui confirme que ces sociétés étaient toujours en mesure de faire appel au marché obligataire national. Cependant, d'une manière plus générale, le recours au marché suisse des capitaux par des entreprises industrielles représente une part limitée du marché total, ce qui reflète le fait que le secteur des entreprises du pays ne s'appuie pas fortement sur le financement obligataire (voir tableau 1). On remarque que les émissions sur le marché primaire via des lettres de gage suisses ont fortement augmenté depuis 2007. Ces émissions représentent un moyen relativement avantageux de refinancement pour le secteur bancaire, dont le fort niveau d'activité pendant cette période correspond

à la hausse des montants hypothécaires en Suisse. Les émissions nettes de la Confédération sont restées négatives au cours de ces dernières années, ce qui a encore réduit le niveau de sa dette. Cette évolution est en phase avec un nouveau fléchissement du ratio d'endettement de l'ensemble du secteur étatique et la réduction du niveau de la dette publique suisse. Au total, les émissions des emprunteurs résidents ont atteint 38 milliards de francs en 2010, soit approximativement 50% de plus que durant la crise (2007-2009) et environ un tiers de plus que la moyenne d'avant la crise. Les chiffres montrent une corrélation négative entre le volume des émissions d'emprunteurs résidents et l'activité économique en Suisse. Ainsi, les emprunteurs résidents ont fait davantage appel au marché des capitaux pour leurs besoins financiers durant les récentes périodes de ralentissements économiques, tirant profit d'un contexte de taux d'intérêt favorable.

La faible activité d'émission de la Confédération – qui a atteint, en termes nets, des niveaux négatifs ces dernières années – est due à la bonne santé des finances du secteur public en Suisse. En particulier, la règle budgétaire (frein à l'endettement) adoptée par la Confédération, qui a été appliquée pour la première fois dans le budget fédéral de 2003, a aidé à modifier le processus budgétaire

Emission d'obligations en francs suisses par des résidents¹¹
En millions de francs

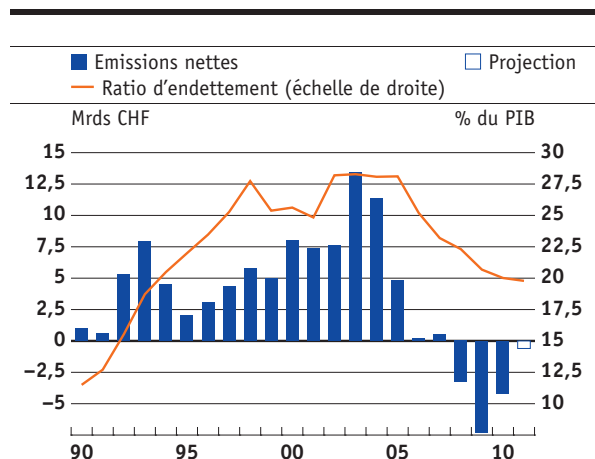
Tableau 1

| | Moyennes annuelles | | |
|------------------------------------------------|--------------------|-----------|--------|
| | 2000-2006 | 2007-2009 | 2010 |
| Confédération | | | |
| Emissions brutes | 11 518 | 3 471 | 4 682 |
| Emissions nettes | 7 532 | -3 330 | -4 221 |
| Centrales d'émission de lettres de gage | | | |
| Emissions brutes | 5 076 | 8 075 | 11 449 |
| Emissions nettes | 818 | 2 096 | 5 417 |
| Industrie | | | |
| Emissions brutes | 1 028 | 3 128 | 1 831 |
| Emissions nettes | 28 | 1 398 | 1 072 |
| Banques | | | |
| Emissions brutes | 4 737 | 3 993 | 9 392 |
| Emissions nettes | -1 708 | -2 638 | 2 929 |
| Autres | | | |
| Emissions brutes | 7 137 | 6 429 | 11 156 |
| Emissions nettes | -1 659 | 809 | 5 436 |

Source: BNS.

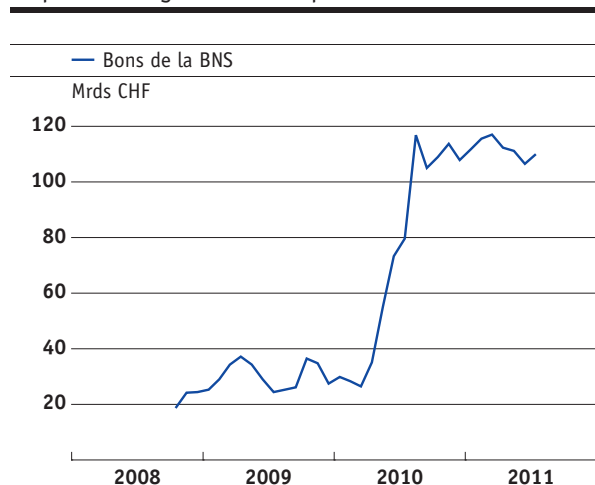
¹¹ Les Bons de la BNS ne sont pas compris dans le tableau 1.

Graphique 6
Emissions nettes et ratio d'endettement
de la Confédération



Sources: Administration fédérale des finances (AFF) et BNS.

Graphique 7
Emprunts obligataires émis par la BNS



Source: BNS.

Obligations en francs suisses émises par des étrangers sur le marché des capitaux
En millions de francs

Tableau 2

| | Moyennes annuelles | | |
|---------------------------|--------------------|-----------|--------|
| | 2000-2006 | 2007-2009 | 2010 |
| Union européenne | | | |
| Emissions brutes | 28 898 | 39 624 | 35 028 |
| Emissions nettes | 10 022 | 15 981 | 3 718 |
| Etats-Unis, Canada | | | |
| Emissions brutes | 7 137 | 10 396 | 2 743 |
| Emissions nettes | 1 754 | 2 913 | -5 161 |
| Autres | | | |
| Emissions brutes | 9 888 | 10 869 | 8 405 |
| Emissions nettes | 1 137 | 1 860 | 1 406 |

Source: BNS.

12 La règle du frein à l'endettement exige que des excédents budgétaires soient dégagés en période de haute conjoncture, ce qui évite en grande partie de devoir procéder à d'importants ajustements lors de la phase de ralentissement qui suit et atténue le problème des politiques pro-cycliques. La règle est aussi suffisamment flexible pour gérer des situations exceptionnelles. Elle a corrigé des incitations inopportunes dans le processus budgétaire pour permettre de mieux atteindre les objectifs en matière de déficit et d'endettement.

d'une manière compatible avec les principes de la stabilisation de la dette¹².

Alors que le ratio d'endettement de la Suisse a connu une forte hausse durant les années 1990, l'expansion de la dette fédérale a été contenue au début des années 2000 et les ratios d'endettement ont été ensuite fortement réduits. La bonne santé des finances publiques de la Confédération a permis d'assurer des émissions nettes proches de zéro, voir négatives, comme cela a été le cas depuis le milieu des années 2000 en Suisse. De ce fait, le ratio dette publique/PIB a reculé et se situe à des niveaux relativement bas.

Les Bons de la BNS sont des emprunts obligataires portant intérêt avec des échéances allant jusqu'à un an. Ils font partie des opérations *d'open market* de la BNS et sont utilisés depuis 2008 en vue d'absorber des liquidités (voir graphique 7)¹³. Les Bons de la BNS émis depuis octobre 2008 n'ont pas supplanté d'autres instruments de dette du Gouvernement suisse. En effet, la demande d'obligations de la Confédération et la demande de créances comptables à court terme de la Confédération n'ont pas connu de recul important¹⁴. Dès août 2011, la Banque nationale a racheté des Bons de la BNS en circulation dans le cadre des mesures visant à accroître considérablement les liquidités sur le marché monétaire en francs.

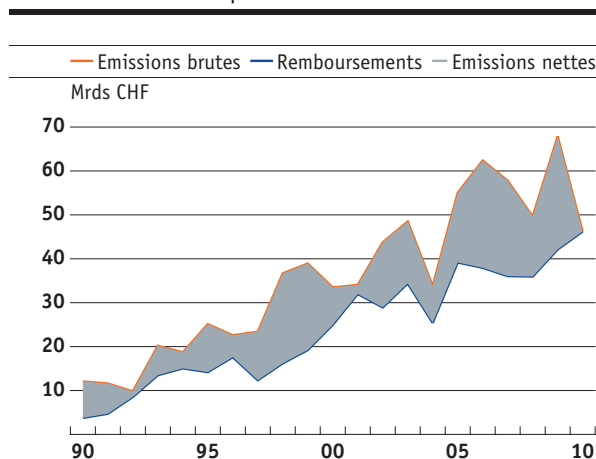
13 Les Bons de la BNS peuvent être émis selon un système d'appel d'offres public ou dans le cadre d'un placement privé. Ils sont compris dans la liste des titres admis par la BNS dans ses pensions de titres et peuvent donc être utilisés pour ce type de transactions. Le premier appel d'offres pour des Bons de la BNS a eu lieu en octobre 2008.

14 Pour une analyse plus détaillée des appels d'offres de la BNS pour des émissions d'obligations de la Confédération, voir A. Rinaldo et E. Rossi, *Swiss government bonds: Thirty years' experience with uniform-price auctions*, à paraître.

b) Les étrangers n'ont pas réaménagé leurs portefeuilles en faveur du marché obligataire en francs suisses

La situation concernant les emprunts des émetteurs étrangers est différente de celle des émetteurs résidents. Alors que les emprunts des émetteurs étrangers avaient atteint des niveaux records en 2009, ils ont nettement reculé en 2010, le repli étant sensible aussi bien pour les émissions brutes que pour les émissions nettes. Pour les émetteurs internationaux, le marché obligataire en francs suisses est une partie intégrante de leur stratégie globale de financement. Les émetteurs étrangers sont notamment séduits par la faiblesse des taux d'intérêt et par la possibilité de diversifier et de renforcer leur base d'investisseurs en ouvrant un marché dans un pays renommé pour sa stabilité politique et économique. Néanmoins, de nombreux émetteurs étrangers ne sont pas directement exposés au franc et recourent aux swaps de change pour revenir à une exposition dans leur monnaie nationale. En 2010, les étrangers ont été généralement moins actifs sur ce marché. Cela s'explique par le recul marqué des émissions nettes effectuées par les emprunteurs de l'Union européenne et d'Amérique du Nord, peut-être en raison des frais de couverture relativement élevés pour l'exposition au franc suisse. Au total, le volume net des émissions des emprunteurs étrangers s'est établi à 46 milliards de francs en 2010, soit environ 20% de moins que pendant la période de crise (2007-2009). Ce volume correspond aux niveaux enregistrés avant la crise.

Graphique 8
Emprunts souscrits par des émetteurs étrangers sur le marché des capitaux



Source: BNS.

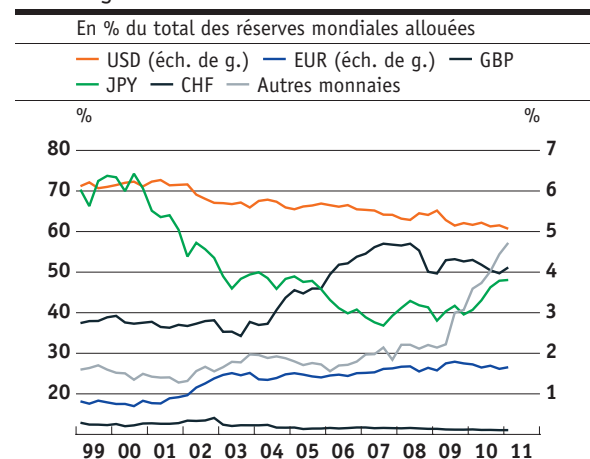
15 Voir Banque des règlements internationaux (BRI), *Triennial Central Bank Survey Foreign exchange and derivatives market activity*, avril 2010.

16 Source: base de données COFER du Département des statistiques du FMI et Statistiques financières internationales. COFER est une base de données du FMI qui rassemble des informations trimestrielles, recensées en fin de période, sur la composition par monnaie des réserves de change officielles. Les monnaies indiquées dans COFER comprennent le dollar des Etats-Unis, l'euro, la livre sterling, le yen japonais, le franc suisse et une catégorie «Autres monnaies». Les

c) Pas d'accroissement de la demande d'actifs de la part des gestionnaires de réserves officielles de liquidités internationales

Les deux précédentes sections étaient consacrées au comportement des emprunteurs sur le marché obligataire en francs suisses. La présente section se concentre sur la demande d'actifs en francs suisses de la part des gestionnaires de réserves officielles de liquidités internationales. Les données disponibles montrent que la part des obligations en francs suisses dans les réserves officielles internationales détenues dans le monde n'a pas augmenté. La plupart des gestionnaires de réserves officielles internationales continuent à ne détenir qu'une quantité limitée d'actifs de réserve en francs suisses. Alors que le franc suisse compte parmi les dix monnaies les plus négociées du monde¹⁵, les réserves de change officielles en francs suisses restent négligeables. Les créances en francs suisses ne représentent que 0,10% des réserves mondiales, ce qui correspond à une valeur nominale d'environ 9 milliards de francs. Les réserves totales détenues sont toujours largement dominées par le dollar des Etats-Unis, même si l'euro a pu renforcer sa position au cours des dernières années. A l'échelle mondiale, les réserves de change officielles continuent à s'accroître à un rythme soutenu, dépassant les 9 000 milliards de dollars des Etats-Unis à fin 2010. La tendance observée récemment se poursuit donc, à savoir que les économies émergentes et les pays en développement accumulent des réserves de change. Celles-ci atteignent ensemble un mon-

Graphique 9
Composition en devises des réserves de change officielles¹⁶



Sources: BNS et Fonds monétaire international (FMI).

réserves de change dans COFER consistent en des créances des autorités monétaires sur des non-résidents sous forme de billets de banque étrangers, de dépôts en banque, de bons du Trésor, de titres d'Etat à court et long terme et d'autres créances utilisables pour faire face aux éventuels besoins de la balance des paiements. Les données COFER sont fournies sur une base volontaire. Actuellement, on compte 139 participants à l'enquête (pays/économies membres ou non-membres du FMI, et autres entités détenant des réserves de change).

tant supérieur à 6 000 milliards de dollars à fin 2010, ce qui correspond au double des réserves des pays avancés.

Conclusion

Le marché obligataire en francs s'est bien comporté durant la crise financière. Entre 2008 et 2009, ce marché – qui est de taille moyenne en comparaison avec ceux d'autres pays industrialisés – n'a pas connu d'arrêt, même temporaire, et les emprunts contractés par les émetteurs étrangers sur le marché des capitaux ne se sont pas asséchés. De même, les banques centrales étrangères ne semblent pas avoir modifié leur stratégie d'investissement pour ce qui est des actifs en francs suisses, continuant à maintenir faible la part des réserves dans cette monnaie. En conclusion, si l'on considère dans une perspective globale les récents développements sur le marché obligataire, il ressort clairement que le marché obligataire en francs suisses a maintenu sa réputation de stabilité, lui permettant de traverser relativement sereinement la récente crise.