

Conférence de presse

Berne, le 16 juin 2011

Remarques introductives de Jean-Pierre Danthine

Par mes propos, je souhaite apporter un éclairage sur trois thèmes. Je commenterai d'abord l'évolution sur les marchés financiers internationaux, puis je présenterai brièvement la situation sur le marché monétaire en francs ainsi que la mise en œuvre de la politique monétaire. Enfin, j'aborderai le thème de la gestion des réserves de devises.

Evolution sur les marchés financiers internationaux

L'évolution sur les marchés internationaux des obligations, des actions et des changes n'est pas homogène et se caractérise par une volatilité toujours relativement importante. Deux éléments jouent un rôle positif: la reprise économique mondiale qui se présente sous un jour plutôt favorable, et le fait que les bilans et les liquidités des entreprises hors secteur financier sont relativement solides – dans certains cas, même très solides. Des effets négatifs, par contre, sont imputables aux comptes de nombreux Etats, qui reflètent les conséquences des mesures adoptées dans un contexte de crise et des problèmes structurels d'endettement. Ces derniers trimestres, les marchés financiers ont par conséquent donné une image contrastée. Aux signes d'amélioration du climat général ont succédé des revers résultant des importants défis à relever. Alors qu'au début de la crise financière ceux-ci se concentraient principalement sur les bilans des entreprises, depuis, le marché s'est focalisé davantage sur les risques inhérents à la dette souveraine. Des modifications aussi fondamentales dans l'évaluation des risques par les investisseurs n'influent pas seulement sur les prix des actifs concernés. Elles se répercutent également sur d'autres catégories de placements et, partant, comme je l'expliquerai par la suite, sur l'ensemble des marchés financiers.

Permettez-moi tout d'abord de commenter les développements problématiques. La crise de la dette souveraine n'est pas terminée en Europe. Elle a même encore empiré depuis l'année dernière. Ainsi, dans les pays lourdement endettés de la zone euro, les primes de risque sur les crédits ont continué à augmenter; par rapport à la moyenne de l'année précédente, elles ont presque doublé. L'aggravation du problème de la dette dans la zone euro n'est pas seulement perceptible sur le marché obligataire. Sur le marché des changes, le franc en particulier a fortement réagi à cette évolution et a atteint de nouveaux records par rapport à l'euro. Etant donné que le dollar des Etats-Unis a simultanément perdu du terrain, le franc s'est aussi inscrit à des niveaux inégalés face à cette monnaie. La faiblesse du dollar est liée, d'une part, à des doutes quant à la solidité de la conjoncture américaine une fois que les effets des mesures d'incitation adoptées sur les plans budgétaire et monétaire se seront dissipés et, d'autre part, aux sombres perspectives liées

16 juin 2011

2

à l'endettement public aux Etats-Unis. Le franc ayant atteint des sommets face à d'autres monnaies également, sa valeur réelle pondérée par le commerce extérieur est aujourd'hui très supérieure à son niveau de long terme.

Du fait de la forte demande d'obligations considérées comme sûres, les rendements des emprunts d'Etat à dix ans ont retrouvé leurs niveaux de décembre 2010, qui étaient d'environ 3% aux Etats-Unis et en Allemagne, et de 1,7% en Suisse. Par contre, les primes de risque sur les emprunts des Etats particulièrement endettés de la zone euro, soit la Grèce, l'Irlande et le Portugal, ont augmenté une nouvelle fois. Dans l'ensemble, les primes de risque sur la dette des Etats européens les plus endettés restent très élevées, et des risques latents de contagion sont toujours présents.

Sur les marchés mondiaux des actions et des matières premières, le climat a été modérément positif au cours des derniers trimestres. Les résultats réjouissants des entreprises ont sensiblement soutenu les cours des actions. Aux Etats-Unis, près des deux tiers des entreprises les plus importantes ont ainsi annoncé des résultats supérieurs aux attentes du marché. Sur les marchés des matières premières, la conjoncture favorable a contribué au mouvement de hausse, notamment dans les pays émergents; mais ici également, la volatilité des prix est restée élevée. D'un autre côté, des facteurs tels que les troubles politiques en Afrique du Nord et au Moyen-Orient, la catastrophe qui a frappé le Japon et, enfin, les signes d'un ralentissement de la conjoncture mondiale ont pesé sur les marchés.

En résumé, la situation est relativement contrastée sur les marchés financiers internationaux, bien que l'évolution économique reste relativement favorable. Ainsi voit-on que les conséquences de la crise économique et financière demeurent encore très importantes.

Mise en œuvre de la politique monétaire

La crise financière a été marquée notamment par des turbulences sur le marché monétaire. Alors que les incertitudes persistent sur les marchés financiers internationaux, la situation s'est apaisée, l'année dernière, sur le marché monétaire en francs; depuis le début de 2011, elle est même tout à fait détendue. Le marché monétaire en francs continue à présenter un excédent structurel de liquidités vis-à-vis de la Banque nationale suisse (BNS). Dans ce contexte, les opérations d'*open market* destinées à résorber des liquidités sont donc pour nous d'une importance primordiale. Actuellement, les émissions de Bons de la BNS – leur encours est d'environ 110 milliards de francs – et les appels d'offres quotidiens pour pensions de titres (*reverse repos*) – ces opérations portent sur environ 25 milliards de francs – permettent de résorber une grande partie des liquidités excédentaires en francs. Le volume résorbé n'a pas augmenté ces derniers mois. Aussi le total des avoirs en comptes de virement des banques en Suisse est-il resté presque inchangé à environ 25 milliards de francs, soit un montant nettement supérieur à celui d'avant la crise financière. Il dépasse largement les exigences en matière de réserves minimales. Sur le marché monétaire en francs, les taux d'intérêt sont par conséquent toujours proches de zéro. En dépit de taux d'intérêt durablement très bas, le marché monétaire gagé en francs continue à faire preuve de dynamisme. Par contre, sur le marché

16 juin 2011

3

monétaire non gagé en francs, les volumes traités restent à un niveau nettement inférieur à celui d'avant la crise financière. La gestion du Libor à trois mois n'en est toutefois pas affectée et reste assurée.

Gestion des réserves de devises

Permettez-moi maintenant de conclure par quelques réflexions concernant la gestion de nos réserves de devises.

Il me paraît tout d'abord important de relever que l'augmentation des réserves de devises dans les années 2009 et 2010 a été une conséquence directe des mesures de politique monétaire. Il ne s'agissait pas là d'objectifs à atteindre dans le cadre de la politique de placement. Les taux d'intérêt étant proches de zéro, la BNS a créé des liquidités supplémentaires en francs en intervenant sur les marchés des changes. Elle est ainsi parvenue à empêcher que la hausse du franc suisse n'entraîne un durcissement alors indésirable des conditions monétaires. Les réserves de devises se sont donc accrues considérablement, passant d'environ 50 milliards de francs fin 2008 à plus de 200 milliards fin 2010.

Conséquence directe de la forte expansion du bilan de la BNS, les risques financiers liés à ses réserves de devises ont augmenté. Ces risques se sont concrétisés au cours des douze derniers mois, entraînant des pertes notables pour la BNS. Ils contiennent également un potentiel de nouvelles pertes pour l'avenir. Tout comme l'accroissement des réserves de devises s'explique par les exigences de la politique monétaire découlant des circonstances exceptionnelles des années 2009 et 2010, les considérations de politique monétaire continueront à déterminer nos décisions à l'avenir également. Cela signifie en particulier que la vente de nos réserves de devises (et donc l'achat de francs suisses) ne constitue pas, à l'heure actuelle, une option.

Ce sont encore des motifs de politique monétaire qui font que les risques de change encourus par la BNS ne peuvent pas non plus être couverts. Concrètement, la couverture du risque de change au moyen d'instruments financiers dérivés correspondrait à l'achat à terme de francs contre des devises. Sur le marché, une couverture a par conséquent un effet comparable à celui d'une vente directe de devises. Il en résulte que la BNS n'a guère qu'une seule option à disposition, à savoir diversifier ses risques aussi efficacement que possible afin de réduire les risques de change, de crédit et de concentration sur ses placements en devises. La BNS a commencé à diversifier ses placements dès la fin des années 90. Aussi la palette de ses placements de devises est-elle nettement plus large que celle de nombreux autres pays. Un grand nombre de banques centrales investissent leurs réserves principalement en bons du Trésor américains, c'est-à-dire en emprunts d'Etat et en dollars des Etats-Unis. Bien sûr le portefeuille de la BNS est constitué en majeure partie d'emprunts d'Etat mais il comprend aussi, actuellement, 10% d'actions et 5% d'obligations d'entreprises. Afin de maintenir les risques de crédit dans des limites acceptables, une part largement prépondérante des emprunts d'Etat détenus par la BNS doit avoir la notation la plus élevée (AAA) ou celle qui la suit immédiatement (AA). Pour parler plus concrètement, 86% des emprunts d'Etat détenus par la BNS ont actuellement la notation AAA, et 13%, la notation AA.

16 juin 2011

4

La stratégie de diversification se heurte toutefois à des limites qui découlent des exigences élevées en matière de sécurité et de liquidité des placements. De nombreux marchés de placements sont trop étroits et ne remplissent pas les exigences de la Banque nationale en matière de liquidités. Pour la BNS, les possibilités de placement – et, partant, la marge de manœuvre dans le domaine de la diversification – sont par conséquent contraintes. Au niveau mondial, l'offre de titres d'Etat à notation élevée est constituée pour une large part de papiers libellés en euros ou en dollars des Etats-Unis. Par conséquent, le fait que la BNS détienne la majorité de ses placements de devises en euros (55%) et en dollars des Etats-Unis (25%) s'explique par la disponibilité des titres sur le marché. Parmi les autres placements, la part du yen s'inscrit à 10%, celle du dollar canadien, à 4%, celle de la livre sterling, à 3%, et celle des autres monnaies, à 3% également.

Dans une perspective générale et à plus long terme, il convient de prendre également en considération les éléments suivants: les réserves monétaires de la Banque nationale sont constituées de devises et d'or. Lorsque l'aversion au risque augmente, on tend à enregistrer des pertes sur les placements en devises et des plus-values sur l'or, alors que, dans un contexte où les opérateurs sont plus enclins à prendre des risques, on observe plutôt l'inverse. Un portefeuille diversifié comprenant de l'or et des placements en devises contribue ainsi à une stabilisation de nos revenus tout au long d'un cycle de risques.