

## Conférence de presse

Berne, le 15 décembre 2011

### Remarques introductives de Jean-Pierre Danthine

Je souhaite aborder aujourd'hui trois thèmes majeurs. Je parlerai d'abord de la très forte volatilité observée cet été sur les marchés. Je m'intéresserai ensuite à l'impact produit sur nos marchés monétaires et des changes par les mesures de la Banque nationale suisse (BNS) destinées à accroître les liquidités et par le cours plancher qu'elle a fixé. Enfin, je traiterai de la gestion de nos réserves de devises.

#### Très forte volatilité sur les marchés

Jusqu'à aujourd'hui, le second semestre 2011 a été caractérisé par un degré exceptionnel d'incertitude. La volatilité sur les marchés des actions, des obligations et des changes a augmenté très fortement, reflétant les inquiétudes des investisseurs concernant le ralentissement de la croissance mondiale, la crise de la dette souveraine en Europe, celle du plafond de la dette américaine et la résilience du système bancaire international.

Les signes de cette volatilité élevée abondent. Permettez-moi de vous en présenter trois exemples récents. Premièrement: entre juillet et début août, l'indice VIX, une mesure de la volatilité du S&P 500, a brusquement doublé. Deuxièmement: le MSCI mondial (MSCI World Index), qui est un indice de la santé des marchés boursiers à l'échelle mondiale, a baissé de près de 20% entre début juillet et fin septembre; il s'est redressé en octobre, avant de chuter de nouveau. Alors que les inquiétudes en rapport avec la solvabilité des établissements bancaires et les risques de crédit s'intensifiaient – les banques étant au cœur de la crise – l'indice de référence MSCI World Banks a aussi reculé de plus de 25% entre début juillet et fin septembre. Troisièmement: les craintes croissantes concernant la sécurité des obligations d'entreprises et des obligations d'Etat ont conduit à une forte augmentation des primes que les investisseurs ont dû payer pour se couvrir contre des défaillances. La dégradation perçue de la solvabilité d'entreprises européennes clés et d'importants Etats d'Europe occidentale s'est reflétée dans la très forte hausse de plusieurs indices de CDS (*credit default swaps*, contrats dérivés sur défaut) de référence sur ces marchés<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Par exemple, l'indice Markit iTraxx Europe, qui est composé de 125 entités *investment grade* appartenant à six secteurs – automobile, biens de consommation, énergie, finance, valeurs industrielles et TMT (Technologie, Média, Télécoms) –, a plus que doublé entre juillet et septembre. De même, l'indice iTraxx

15 décembre 2011

2

Le marché des changes en particulier a été une source de préoccupation pour la BNS, le statut de valeur refuge du franc suisse et la pénurie croissante d'autres «actifs sûrs» ayant entraîné de très fortes variations dans le cours de notre monnaie. Cette situation a nécessité que la Banque nationale suisse intervienne.

Début août, le cours de change effectif réel du franc suisse a enregistré un pic dont le niveau peut être estimé à près de 40% au-dessus de sa moyenne de ces vingt dernières années<sup>2</sup>. Une déviation d'une telle ampleur est très rare, comme le souligne le fait que le précédent record enregistré par le franc suisse vers la fin de l'année 1995 avait été de seulement 12% au-dessus de cette même moyenne de long terme. Depuis l'introduction de la monnaie unique en 1999, la volatilité du cours de change EUR/CHF était d'environ 5%<sup>3</sup> en moyenne; en août 2011, elle a augmenté à près de 30%. Le graphique 1 montre qu'à trois occasions en été 2011, le franc a connu, face à l'euro, des variations journalières négatives comptant parmi les plus fortes jamais enregistrées. Depuis la fixation du cours plancher le 6 septembre dernier, la volatilité du cours de change EUR/CHF a diminué, revenant à un niveau inférieur à 10%, ce qui reste néanmoins élevé en comparaison historique.

L'introduction du cours plancher a aussi eu un impact sur certaines propriétés dynamiques du franc suisse. La barre rouge à gauche dans le graphique 2 indique qu'il y a eu précédemment une corrélation positive entre les mouvements du franc suisse et ceux des indicateurs de risques tels que l'indice VIX, à savoir que les investisseurs tendent à acheter des francs lorsque le risque perçu s'accroît. De la même manière, la barre bleue à gauche du graphique montre que la corrélation entre les mouvements du franc suisse et ceux des actifs à risque, tels que les actions sur le MSCI mondial, a été négative en comparaison historique. En d'autres termes, des développements négatifs du marché ont souvent été accompagnés d'une hausse du franc suisse. Il est intéressant de constater, comme le montre la partie droite du graphique 2, que l'introduction du cours plancher aurait entraîné un impact significatif sur ces corrélations.

### **La mise en œuvre de la politique monétaire: mesures d'accroissement des liquidités**

Le 3 août, la BNS a commencé à mettre en œuvre des mesures d'accroissement des liquidités contre l'extrême surévaluation du franc. Je vais vous donner quelques informations supplémentaires sur ces opérations. Le 3 août, la Banque nationale suisse a annoncé qu'elle rétrécissait la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs, la ramenant de 0%-0,75% à 0%-0,25%. Elle a aussi fait part de son intention d'accroître les avoirs que les banques détenaient en comptes de virement à la BNS. Ces avoirs, qui se montaient à environ 30 milliards de francs au début du mois d'août, ont passé à plus de 250 milliards la première semaine de septembre.

---

Sovereign Western Europe, qui est composé de 15 CDS sur des pays d'Europe, a augmenté d'environ 70% pendant ladite période.

<sup>2</sup> Il s'agit d'une approximation du cours de change effectif réel dans l'hypothèse de pondérations constantes et de différentiels d'inflation constants.

<sup>3</sup> Volatilité annualisée calculée pour un mois calendaire sur la base de mouvements journaliers.

15 décembre 2011

3

Comme l'illustre le graphique 3, la BNS a utilisé des instruments éprouvés pour réaliser cet accroissement marqué des liquidités sur le marché monétaire en francs. Premièrement, elle a interrompu ses opérations de résorption de liquidités (*reverse repos*). Ainsi, l'encours des *reverse repos* a passé de 26 milliards de francs le 3 août à zéro franc une semaine plus tard. Deuxièmement, la BNS a décidé de ne plus reconduire les Bons de la BNS parvenant à échéance, puis de racheter ceux en circulation. Les Bons de la BNS en circulation représentaient environ 110 milliards de francs à la fin du mois de juillet. Leur montant a reculé, passant à moins de 45 milliards fin août et à quelques 20 milliards fin novembre. Troisièmement, afin de gonfler encore le volume des liquidités, la BNS a commencé à utiliser des swaps de change le 10 août. Ceux-ci représentaient environ 80 milliards de francs à la fin du troisième trimestre. Quatrièmement, la BNS a recouru à de nouvelles opérations de pensions de titres, qui ont apporté au marché monétaire quelque 18 milliards de liquidités en francs en août et jusqu'à environ 33 milliards en novembre.

Ces mesures exceptionnelles d'accroissement des liquidités ont exercé une forte pression à la baisse sur les taux d'intérêt. Il ressort du graphique 4 que, conformément aux objectifs énoncés par la BNS dans son communiqué du 3 août, le Libor à trois mois a baissé, passant de 0,175% le 2 août à 0,003% le 5 septembre. Il avoisine maintenant 0,05%, encore qu'il faille mentionner que les volumes d'opérations non garanties réalisés dans un important taux de référence, l'environnement actuel sont limités. Toutefois, le Libor à trois mois demeure un important taux de référence, comme en témoigne le niveau actuellement proche de zéro que connaissent les taux d'intérêt sur tous les marchés monétaires.

Depuis le début du mois d'août, la courbe de rendement des *futures* sur Libor a aussi enregistré une forte baisse. En effet, le 18 août, le rendement des *futures* arrivant à maturité en mars 2012 était de -0,5%. Le même jour, l'ensemble de la courbe pour la période allant jusqu'en septembre 2013 se situait elle aussi en dessous de zéro, tandis que le taux à trois mois découlant des swaps de change EUR/CHF atteignait son niveau le plus bas, soit -1,5%<sup>4</sup>. Conformément au but visé, de telles conditions en matière de taux d'intérêt rendent le franc suisse et le marché monétaire dans cette monnaie moins attrayants aux yeux d'un investisseur étranger.

Le mouvement à la baisse des taux d'intérêt a aussi affecté les coûts des emprunts à court terme de la Confédération. Depuis fin août, les rendements sur les créances comptables à court terme de la Confédération sont négatifs. Le 23 août, les rendements enregistrés dans le cadre des appels d'offres à six mois ont passé à -1% et, le 30 août, ceux notés lors des appels d'offres à trois mois sont descendus à -0,75%. Récemment encore, les rendements pour les deux types d'appels d'offres étaient toujours négatifs.

Il est intéressant d'observer que ces opérations d'accroissement des liquidités peuvent ne pas avoir affecté uniquement les taux à court terme actuels et anticipés. Après le communiqué diffusé le 17 août par la BNS, les taux des obligations d'Etat suisses à deux ans sont brièvement passés sous la barre de zéro, et les rendements d'autres obligations d'Etat à long terme ont fortement reculé. Même si le rendement d'autres obligations d'Etat

<sup>4</sup> Cela a été calculé sur la base du taux OIS (Overnight Index Swap) à trois mois libellé en euros.

15 décembre 2011

4

à long terme considérées généralement comme sûres a évolué de manière similaire, il est néanmoins frappant de constater, sur la base du graphique 5, qu'à la suite des mesures d'accroissement des liquidités que la BNS a décidées en août, les rendements des obligations d'Etat suisses à dix ans ont enregistré les reculs les plus importants depuis 1995.

Les mesures afférentes au taux d'intérêt et à l'accroissement des liquidités, prises par la BNS en août, ont naturellement précédé et préparé l'introduction éventuelle du cours plancher. La BNS continuera de maintenir les liquidités à un niveau exceptionnellement élevé, mais ne poursuit actuellement aucun objectif spécifique en matière d'avois à vue.

### **Gestion des réserves de devises**

L'introduction du cours plancher a suscité un regain d'intérêt pour la gestion de nos réserves de devises. Permettez-moi de souligner une fois encore que nos investissements répondent à la primauté de la politique monétaire et que leur mise en œuvre est soumise à trois critères: la sécurité, la liquidité et le rendement, dans cet ordre de priorité. La BNS est tenue de supporter le risque lié aux fluctuations des taux de change, chaque couverture revenant à acheter des francs suisses contre des devises. C'est la raison pour laquelle la BNS accorde une telle importance à la diversification et limite les risques de concentration sur ses placements en monnaies étrangères.

Aujourd'hui, 53% des réserves de devises de la BNS sont investis en titres libellés en euros. Ce pourcentage est proche de la part des exportations suisses vers la zone euro et dépasse de 5 points de pourcentage seulement notre allocation d'il y a trois ans, et ce bien que le volume de nos réserves de devises, hors swaps, soit passé de 50 milliards de francs en 2008 à plus de 225 milliards de francs fin septembre 2011. Afin d'améliorer encore la diversification, la BNS a ajouté quatre nouvelles devises à ses réserves en 2010: le dollar australien, le dollar singapourien, la couronne danoise et la couronne suédoise. En conséquence, le portefeuille de la BNS est actuellement constitué, outre les placements en euros et dans les quatre devises mentionnées, d'investissements en dollars des Etats-Unis (26%), en yens (9%), en livres sterling (5%) et en dollars canadiens (4%).

Pour satisfaire leur besoin de liquidités, les banques centrales détiennent généralement de grandes quantités d'obligations d'Etat. Comme chacun le sait, les notations de nombreuses obligations d'Etat ont été abaissées ces derniers mois ou font actuellement l'objet d'une révision par les agences de notation. Malgré ces développements, environ 96% de nos investissements en titres à revenu fixe sont notés AAA ou AA. Pour conclure, j'aimerais souligner que nous analysons et surveillons activement de nouvelles catégories d'actifs et différentes monnaies dans des marchés développés et en développement. Le but que nous poursuivons dans le cadre de ce processus est la réduction des risques de concentration et une diversification encore plus marquée des réserves de devises de la BNS.

15 décembre 2011

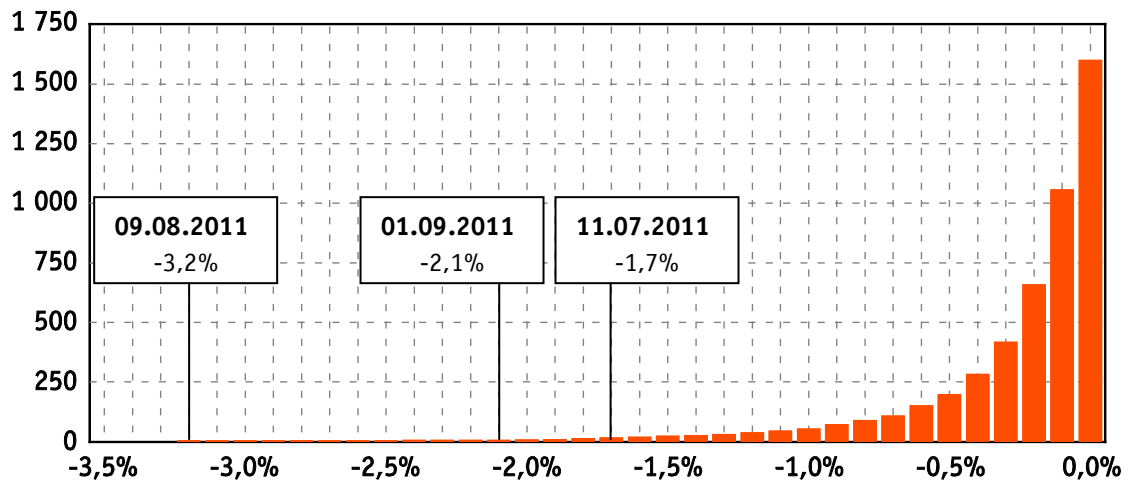
5

Graphique 1:

## Appréciation du franc suisse face à l'euro

Répartition des variations journalières négatives EUR/CHF depuis 1999

Nombre de jours

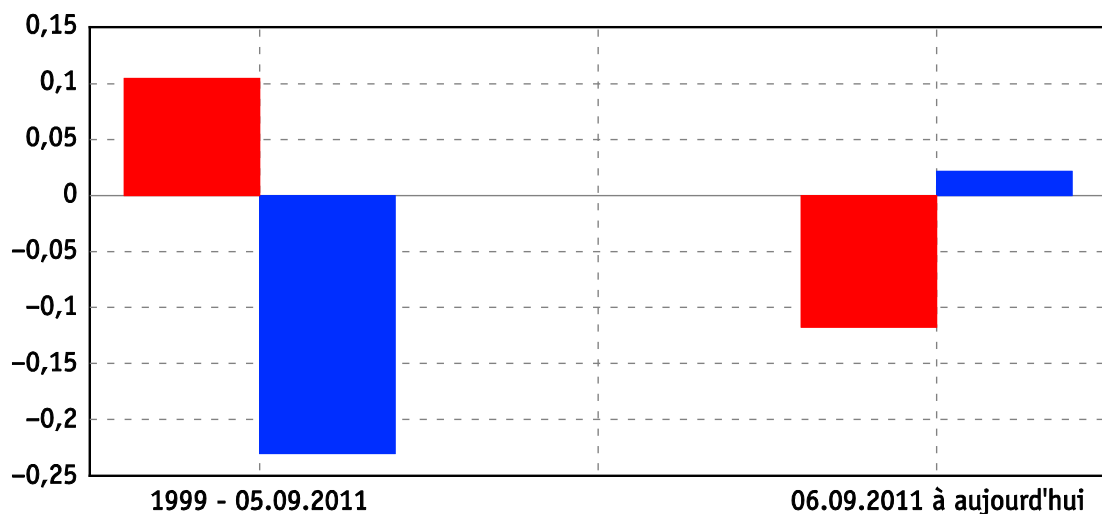


Sources: Bloomberg et SNB Markets Analysis Platform.

Graphique 2:

## Corrélation CHF/EUR, indicateurs de risque et actifs à risque

■ Corrélation entre variations logarithmiques du VIX et du cours CHF/EUR  
 ■ Corrélation entre variations logarithmiques de l'indice MSCI monde et du cours CHF/EUR



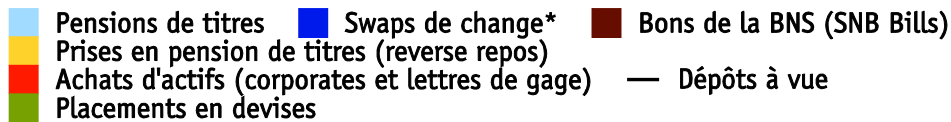
Sources: Datastream et SNB Markets Analysis Platform.

15 décembre 2011

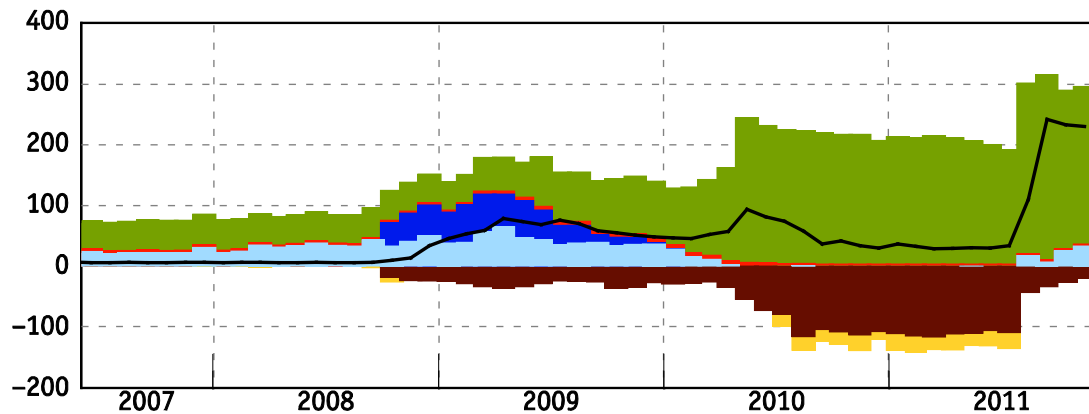
6

Graphique 3:

## Opérations monétaires de la BNS



en mrds de CHF

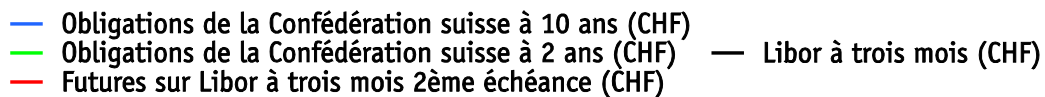


Source: SNB Markets Analysis Platform.

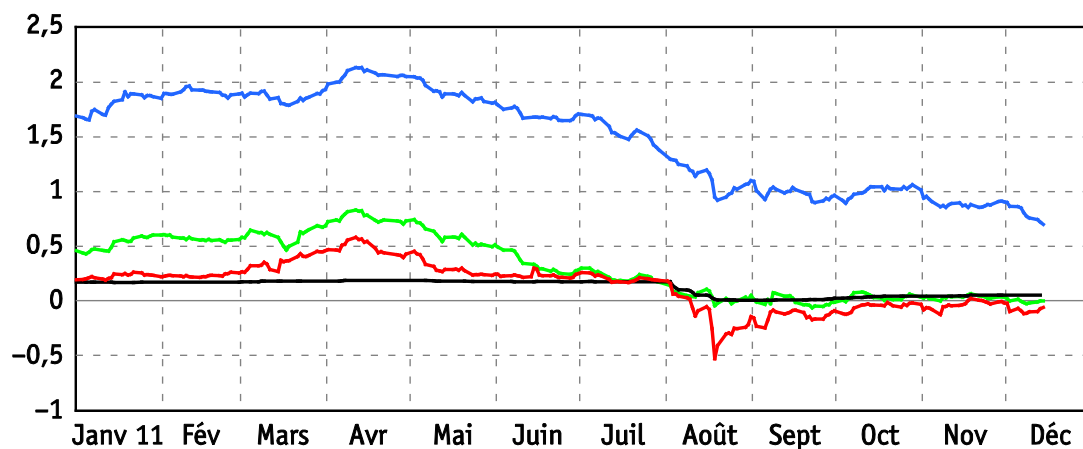
\* Sur la base d'accords conclus avec des banques centrales en vue d'approvisionner les marchés en liquidités en francs. D'autres swaps de change figurent sous les placements de devises.

Graphique 4:

## Evolution des taux d'intérêt sur les marchés en francs suisses



%



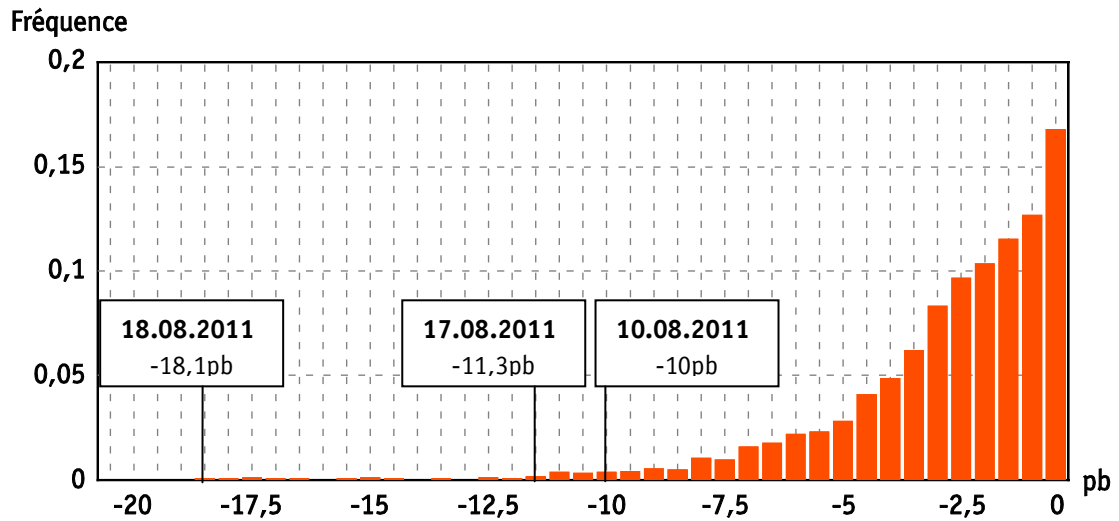
Sources: Bloomberg et SNB Markets Analysis Platform.

15 décembre 2011

7

Graphique 5:

### Rendements en baisse des oblig. de la Confédération à 10 ans Répartition des variations journalières négatives (en points de base) depuis 1995



Sources: Bloomberg et SNB Markets Analysis Platform.