

Berne, le 10 décembre 2015
Andréa M. Maechler

Remarques introductives d'Andréa M. Maechler

Dans mon exposé d'aujourd'hui, j'analyserai tout d'abord les développements survenus sur les marchés financiers depuis le milieu de l'année. Ensuite, je décrirai le fonctionnement du taux d'intérêt négatif. Je terminerai en présentant les changements apportés dans la gestion de nos réserves de devises.

Situation sur les marchés financiers

Je commence par la situation sur les marchés financiers. Depuis le milieu de l'année, trois thèmes ont principalement marqué les marchés financiers: les incertitudes concernant le moment auquel la Réserve fédérale procédera à un premier relèvement des taux, les mesures d'assouplissement de la Banque centrale européenne (BCE) et les préoccupations relatives aux perspectives de croissance des économies émergentes, notamment de la Chine. En effet, des données conjoncturelles décevantes et une dépréciation inattendue du renminbi face au dollar des Etats-Unis ont entraîné une chute des cours des actions chinoises à la mi-août. Ces développements ont rapidement affecté les marchés boursiers d'autres économies émergentes et des pays industrialisés; la volatilité des cours des actions a fortement augmenté par moments. A partir de fin septembre, la propension aux risques des investisseurs s'est peu à peu raffermie.

Les données positives relatives à la conjoncture aux Etats-Unis et dans la zone euro ont contribué à ce regain de confiance. En outre, les préoccupations au sujet de la croissance chinoise ont perdu de leur acuité ces derniers temps. Cette reprise a en particulier bénéficié aux marchés boursiers des pays industrialisés, qui ont réussi à compenser une partie de leurs pertes. Dans les pays émergents cependant, les ventes massives ont laissé des traces profondes: l'indice MSCI Emerging Markets exprimé en monnaies locales est encore inférieur de 12% environ à son niveau de fin juin.

Conférence de presse

Les signes d'une divergence entre la politique monétaire menée dans la zone euro et celle des Etats-Unis se sont accentués, ce qui s'est reflété sur le marché des changes. Ainsi, la perspective d'un relèvement des taux d'intérêt aux Etats-Unis a d'une part stimulé le dollar des Etats-Unis; d'autre part, elle a pesé sur les monnaies des économies émergentes. Sur une base pondérée par le commerce extérieur, le dollar des Etats-Unis a gagné 4,5% depuis le milieu de l'année. L'euro s'est quant à lui apprécié dans un premier temps en raison des incertitudes relatives aux marchés émergents. Après que la BCE a laissé entrevoir qu'elle pourrait prendre des mesures d'assouplissement supplémentaires, l'euro a toutefois subi des pressions à la baisse. Il s'est ensuite de nouveau renforcé, car les attentes des intervenants sur les marchés financiers ont été déçues début décembre. Par rapport à mi-2015, le cours de l'euro pondéré par le commerce extérieur n'a que très peu augmenté.

La demande de placements sûrs est demeurée forte de manière globale. Sur les marchés obligataires, les rendements des emprunts d'Etat à long terme ont continué à fléchir. Comme le montre le graphique 1, le recul des taux a été légèrement plus accusé dans la zone euro qu'aux Etats-Unis: les rendements des emprunts d'Etat allemands à dix ans ont enregistré une baisse de presque 20 points de base depuis fin juin, et le repli a été encore plus marqué en France et en Italie. Aux Etats-Unis, les rendements des emprunts d'Etat à dix ans ont par contre peu varié.

Sur le marché suisse des capitaux, la quasi-totalité de la courbe des taux d'intérêt s'est à nouveau déplacée vers le bas depuis mi-2015. Ainsi, les rendements des obligations fédérales sont actuellement négatifs pour les durées allant jusqu'à treize ans. Cela correspond aux trois quarts de l'encours. Le rendement des emprunts de la Confédération à dix ans s'est inscrit, début décembre, à un nouveau plancher de $-0,4\%$. S'établissant à $-0,25\%$ selon les derniers relevés, il est inférieur d'environ 40 points de base au niveau enregistré en milieu d'année.

Fonctionnement du taux d'intérêt négatif

J'en viens maintenant à la deuxième partie de mon exposé, qui porte sur le fonctionnement du taux d'intérêt négatif. Depuis janvier, la Banque nationale prélève un intérêt de $-0,75\%$ sur les avoirs que les banques et d'autres intervenants sur les marchés financiers détiennent en comptes de virement à la BNS. Le taux d'intérêt négatif est l'un des principaux instruments de notre politique monétaire. Il contribue, tout comme notre disposition à intervenir au besoin sur le marché des changes, à atténuer la surévaluation du franc. Dans le calcul des intérêts prélevés, la BNS accorde aux banques des montants exonérés afin que le secteur bancaire ne doive pas porter toute la charge résultant du niveau élevé des avoirs à vue. Pour les banques soumises à l'obligation de détenir des réserves minimales, le montant exonéré correspond au vingtuple des réserves minimales requises durant une période de référence déterminée. Pour les établissements qui ne sont pas soumis à cette obligation – par exemple les banques étrangères –, le montant exonéré s'élève à au moins 10 millions de francs.

En appliquant systématiquement le taux d'intérêt négatif à l'ensemble des titulaires de comptes, nous satisfaisons au principe de l'égalité de traitement. En conséquence, les banques

Conférence de presse

dont les avoirs en comptes de virement sont particulièrement importants par rapport à leurs réserves minimales sont plus fortement touchées par l'intérêt négatif. Sous cet angle, le taux d'intérêt négatif ne se distingue pas des mesures conventionnelles de politique monétaire: les conditions sont les mêmes pour tous, mais les effets peuvent varier selon les banques et les intervenants sur les marchés en fonction de leur bilan.

Le taux d'intérêt négatif déploie pleinement ses effets sur les marchés monétaire et des capitaux, même avec des montants exonérés élevés. En ce moment, quelque 170 milliards de francs, soit environ 40% des avoirs à vue à la BNS, sont soumis au taux d'intérêt négatif. Néanmoins, la transmission du taux d'intérêt fonctionne bien, les taux du marché monétaire s'alignant directement sur le taux d'intérêt de $-0,75\%$. Cela tient au fait que les taux d'intérêt sont établis sur la base du taux marginal, c'est-à-dire du taux appliqué à une unité supplémentaire des avoirs à vue.

Evolution des avoirs à vue à la BNS

Le graphique 2 représente l'évolution des avoirs en comptes de virement des banques en Suisse (surface bleu foncé) et des autres avoirs à vue (surface bleu clair), qui forment ensemble les avoirs à vue à la BNS. Les exonérations s'élèvent au total à 300 milliards de francs approximativement. Quand l'intérêt négatif a été introduit en janvier, le taux d'utilisation des montants exonérés s'élevait à 88%. Ce taux n'a cessé d'augmenter depuis et s'établit aujourd'hui à un peu plus de 98%.

Deux raisons expliquent principalement cette évolution. Premièrement, une redistribution des avoirs à vue a eu lieu entre les banques. Les établissements dont les avoirs à vue dépassaient le montant exonéré en ont transféré une partie aux banques qui n'atteignaient pas cette limite et qui étaient prêtes à prendre ce surplus à un taux un peu moins bas que celui de $-0,75\%$. Cette redistribution peut entre autres être observée sur le marché des pensions de titres contre francs. Le graphique 3 montre en effet que le volume des opérations a considérablement augmenté par rapport à l'ensemble de l'année 2014 depuis l'introduction du taux d'intérêt négatif. La majeure partie de ce volume découle d'opérations portant sur des durées très courtes. Un grand nombre de ces transactions a probablement servi à absorber les montants exonérés restants.

Deuxièmement, le taux d'utilisation des montants exonérés a crû en raison de l'augmentation globale des avoirs à vue des banques à la BNS. Depuis l'entrée en vigueur du taux d'intérêt négatif en janvier, ces avoirs sont passés de quelque 440 milliards de francs à environ 470 milliards. Lorsque la BNS injecte de nouvelles liquidités dans le système, notamment en intervenant sur le marché des changes, les charges d'intérêt progressent dans l'ensemble. Ainsi, la détention d'avoirs en francs devient encore moins attrayante. Les montants exonérés étant presque entièrement utilisés, chaque franc qui est nouvellement créé est soumis au taux d'intérêt négatif.

Conférence de presse

Nouveautés dans la gestion des réserves de devises

J'en arrive à la dernière partie de mon exposé. En 2015, deux nouveautés importantes sont survenues dans le domaine de la gestion des réserves de devises à la BNS. La Banque nationale a élargi son univers de placement en y intégrant des investissements en obligations d'Etat chinoises et en actions de marchés émergents. Ces changements s'expliquent par le volume élevé de nos réserves de devises – plus de 570 milliards de francs – et nos efforts constants visant une diversification maximale de nos placements.

Investissements en obligations d'Etat chinoises

En juillet 2014, la BNS avait communiqué que la Banque populaire de Chine (BPC) lui avait octroyé un quota d'investissement en renminbis se montant à 15 milliards de renminbis, soit un peu plus de 2 milliards de francs. La BNS pouvait ainsi pour la première fois investir sur le marché des obligations d'Etat chinoises, qui occupe par sa taille le cinquième rang mondial. Il ressort des expériences faites jusqu'ici que ce marché est suffisamment liquide et que le négoce et le règlement des opérations fonctionnent correctement. Comme pour les autres placements dans les pays asiatiques, notre succursale de Singapour s'occupe de la mise en œuvre opérationnelle. Du fait de son ouverture progressive, le marché obligataire chinois devrait encore gagner en attractivité pour les investisseurs étrangers. La BPC a ainsi annoncé en juillet 2015 que les investisseurs institutionnels – dont les banques centrales font partie – auront un accès illimité au marché chinois des emprunts. Ils devront uniquement s'enregistrer auprès de la BPC, sans avoir à demander des quotas d'investissement.

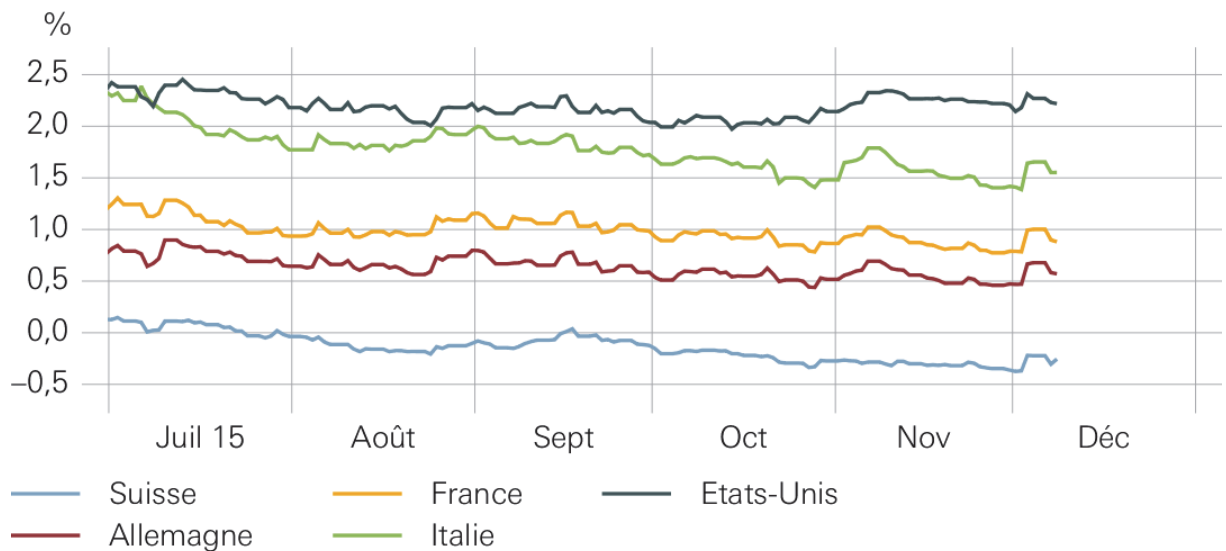
Actions de marchés émergents

Depuis le début de l'année, la BNS investit également dans des actions d'entreprises établies dans des pays émergents. Etant donné l'importance croissante de ces pays pour l'économie mondiale et pour les marchés financiers internationaux, il était naturel de franchir ce pas pour diversifier davantage nos réserves de devises. Cette extension permet à la BNS de couvrir la majeure partie de la capitalisation boursière mondiale. Nous avons pris la décision d'investir dans des actions de marchés émergents dans le cadre du réexamen périodique de notre politique de placement. Notre visée était d'améliorer le rapport rendement/risque à long terme; les développements à court terme sur les marchés financiers ne sont pas entrés dans ces considérations. Comme nos placements en actions de pays industrialisés, nos portefeuilles d'actions d'économies émergentes sont gérés de manière passive, c'est-à-dire qu'ils reproduisent la composition d'indices boursiers. Ils ne représentent toutefois qu'une part modeste de nos investissements sous forme d'actions.

Conférence de presse

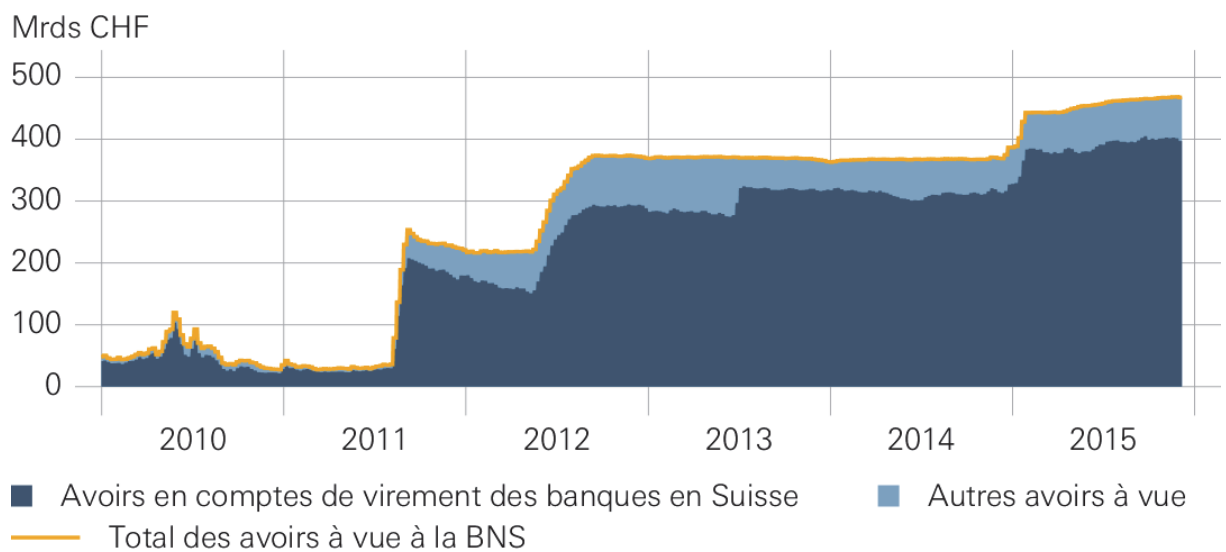
Graphiques

GRAPHIQUE 1: RENDEMENTS DES EMPRUNTS D'ÉTAT À 10 ANS



Sources: Bloomberg et BNS.

GRAPHIQUE 2: AVOIRS À VUE À LA BNS



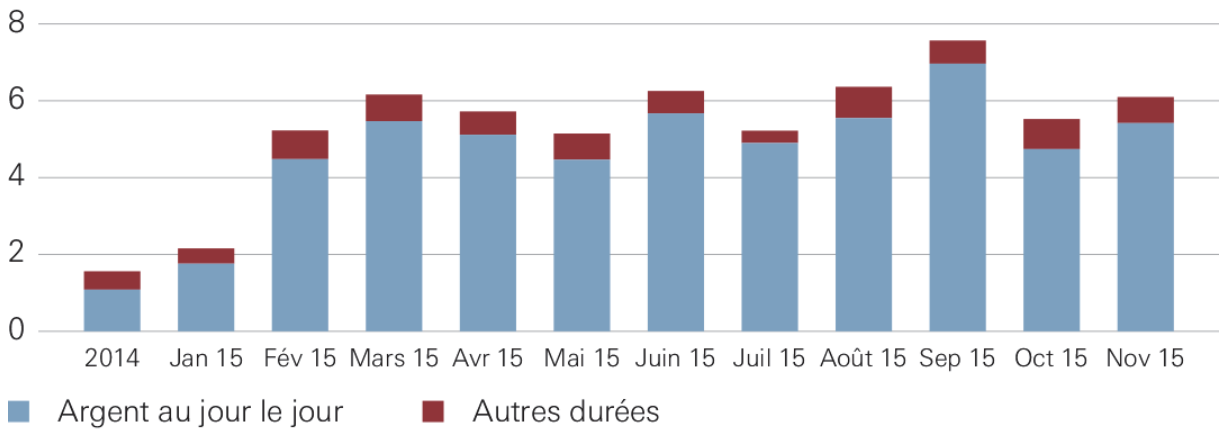
Source: BNS.

Conférence de presse

GRAPHIQUE 3: MARCHÉ DES PENSIONS DE TITRES CONTRE FRANCS, VOLUME DES OPÉRATIONS

Moyennes

Mrds CHF



Sources: BNS et SIX Repo SA.