

Embargo: 1^{er} novembre 2007, 18 h 00

**La politique monétaire dans un climat
d'incertitude accrue**

Thomas J. Jordan^{*}

Membre de la Direction générale de la
Banque nationale suisse

Exposé à l'occasion de l'apéritif «Marché monétaire», le 1^{er} novembre 2007

Version résumée

^{*} Le conférencier remercie Nicole Brändle, Marlene Amstad et Vincent Crettol pour leur appui précieux dans la préparation de ce texte.

1. Introduction

Les craintes concernant l'ampleur et la répartition des pertes dues à la crise des prêts hypothécaires *subprime* aux Etats-Unis ont créé, au cours des trois derniers mois, des tensions sur les marchés monétaire et du crédit pour la plupart des monnaies. De nombreux segments de ces marchés ont connu un *flight to quality* et une crise de confiance entre les différents intervenants financiers. On a pu constater une réévaluation générale des risques financiers, ce qui signifie que les investisseurs réclament désormais une rémunération plus élevée en compensation des risques encourus. Cette évolution s'est également fait sentir en Suisse. Par exemple, le Libor à trois mois, le taux le plus important sur le marché monétaire du franc suisse, a considérablement augmenté en août. Cette crise de confiance sur le marché monétaire concerne directement la BNS dans la mise en œuvre de sa politique monétaire.

Dans le cadre de sa stratégie de politique monétaire, la BNS détermine comme objectif opérationnel une marge de fluctuation pour le Libor à trois mois. Comme il constitue la référence sur le marché monétaire du franc suisse, ses variations se répercutent rapidement sur les autres taux. Ainsi, une hausse du Libor à trois mois renchérit les crédits octroyés par les banques et freine les investissements.

Le niveau du Libor à trois mois dépend de deux facteurs: d'une part, le niveau attendu des conditions devant prévaloir pour les crédits sans risque (par exemple le taux sur repos); d'autre part le niveau attendu de la prime de liquidité et de risque attachée à un crédit en blanc par rapport à un crédit couvert.

La BNS influence le niveau du Libor à trois mois de deux manières: par ses opérations d'une part, lesquelles agissent sur les conditions actuelles prévalant sur le marché des repos; par la fixation de la marge de fluctuation du Libor à trois mois et par sa communication d'autre part, lesquelles influencent les attentes concernant les opérations futures de politique monétaire. Néanmoins, le Libor à trois mois peut également augmenter lorsque la prime de risque qu'il contient s'accroît. La crise de confiance entre les banques, due aux événements survenus sur le marché des hypothèques *subprime* aux Etats-Unis, a ainsi conduit à une hausse massive de la prime de risque et, par là-même, à une augmentation du Libor à trois mois. En conséquence, le niveau de restriction de la politique monétaire s'est accentué sans que la BNS ne modifie pour autant les conditions de ses opérations de politique monétaire.

Il est donc primordial pour la BNS de se pencher sur le thème de la prime de risque et d'appréhender les facteurs décisifs pour son évolution.

2. Déterminants de la prime de risque

Une prime de risque dédommage l'investisseur du risque supplémentaire qu'il encourt en détenant un placement risqué par rapport à un placement sans risque. Cette prime de risque dépend généralement de deux facteurs: le risque spécifique au placement lui-même, et la propension au risque de l'investisseur. Le risque spécifique au placement se divise à son tour en sous-composantes, comme le risque de liquidité ou le risque de crédit. L'investisseur entend être dédommagé de ces risques. Par ailleurs, la disposition générale de l'investisseur envers ces risques, que l'on qualifie de «propension au risque», influe également sur la prime de risque. La propension au risque des investisseurs se définit entre autres par leurs préférences en matière de prise de risques (aversion pour le risque) et de liquidité, ainsi que par le niveau général d'incertitude existant. Ici, le contexte macroéconomique ainsi que le concept plus difficile à appréhender de climat de confiance des investisseurs et des consommateurs jouent un rôle indiscutable. Souvent, certains facteurs conduisant à des risques sous-jacents plus élevés ont également pour effet de renforcer l'aversion générale pour le risque.

2.1 Evolution des risques sous-jacents

La crise actuelle puise son origine dans le marché hypothécaire *subprime* aux Etats-Unis. Dans un contexte de stagnation, voire de baisse des prix de l'immobilier et d'augmentation des taux hypothécaires, les arriérés de paiement et les défaillances de crédit ont augmenté fortement, notamment dans ce segment. Le risque de crédit sur le marché *subprime* a donc nettement augmenté. Cette situation s'est répercutée directement sur l'octroi de nouvelles hypothèques, mais le marché des anciennes hypothèques a également été touché. Une grande partie de ces hypothèques avaient été mises sur le marché sous forme de titres négociables et de produits de placement structurés, puis revendues à d'autres investisseurs

(par exemple sous forme de *collateralized debt obligations* ou *CDO*). Nombres de ces titres ont subi une perte de valeur massive au cours de la crise. En outre, ils ont parfois été déclassés par les agences de notation, ce qui a accentué la pression à la baisse sur les prix. Dans de nombreux cas, il n'existait plus de marché pour ces titres qui ne pouvaient plus être ni négociés ni évalués. La prime de liquidité exigée pour les détenir a donc considérablement augmenté.

Une part importante des titres négociables et des produits structurés basés sur des hypothèques subprime avaient été achetés par des véhicules spéciaux d'investissement (appelés également *conduits*). Ces derniers se financent souvent en émettant des papiers commerciaux à court terme garantis par des actifs (*asset backed commercial paper* ou *ABCP*). Le renouvellement de ces ABCP s'est révélé quasiment impossible entre-temps, sauf sur des durées très courtes. Le risque de refinancement de ces véhicules d'investissement a donc considérablement augmenté. L'émission de papiers commerciaux, en forte progression depuis début 2005, a chuté. Les majorations correspondantes par rapport au Libor ont grimpé en flèche, même si cette tendance s'est quelque peu aplanie depuis lors. En général, ces véhicules d'investissement n'apparaissent pas dans les bilans des banques. Cependant, de nombreux instituts ont octroyé des lignes de crédit susceptibles d'être utilisées si le refinancement sur le marché s'avérait impossible. Cela s'est traduit par des pertes importantes pour les banques concernées et par une dégradation de leur rating. Les autres banques ont vu leur risque de contrepartie augmenter, particulièrement pour les crédits monétaires octroyés sans garantie. Dans la mesure où il n'est pas possible de déterminer précisément le degré individuel d'exposition des différents intervenants, l'augmentation des risques conduit à une perte généralisée de la confiance. C'est aussi un aspect problématique du point de vue du fonctionnement du marché monétaire.

2.2 Evolution de la propension au risque

Les problèmes survenus aux Etats-Unis sur le marché des hypothèques ont engendré une incertitude générale accrue pour les investisseurs. Ils ont également affecté d'autres marchés et pays qui n'étaient exposés que peu ou indirectement au secteur des *subprimes* ou au marché américain de l'immobilier en général. A cet égard, les conséquences de la crise sur la propension au risque des investisseurs ont certainement joué un rôle prépondérant.

Mesurer cette propension au risque n'est pas une entreprise aisée. Il existe à ce sujet de nombreuses approches, parfois très différentes les unes des autres, allant des modèles théoriques complexes aux méthodes pratiques et plus facilement applicables. A titre illustratif, trois aspects de la propension générale au risque vont être considérés, à savoir l'aversion au risque proprement dite, la préférence pour la liquidité et le degré d'incertitude macroéconomique.

Quelle que soit l'approche choisie, les indicateurs de propension au risque indiquent que cette dernière a nettement diminué. Dans une certaine mesure, il s'agit là d'un retour «à la normale». Jusqu'à la récente correction, les investisseurs n'étaient peut-être pas pleinement conscients des risques qu'ils encouraient. La forte disponibilité du crédit ainsi qu'un environnement macroéconomique très favorable, caractérisé notamment par de faibles volatilités, les avaient conduits à prendre davantage de risques et à favoriser les placements à hauts rendements. Au cours des derniers mois, la préférence pour la liquidité a également fortement augmenté. Aujourd'hui, de nombreux instituts financiers - en particulier des banques - stockent des liquidités, quitte à devoir renoncer à certains revenus. Elles se montrent en particulier très prudentes dans l'octroi de prêts à d'autres banques pour une période plus longue que quelques semaines. Cette préférence pour la liquidité se reflète par exemple dans l'augmentation de l'écart d'intérêt entre le taux Libor à trois mois et le taux TOIS sur swaps d'une durée correspondante. Pour beaucoup de banques, la liquidité passe avant la rentabilité.

L'incertitude concernant l'évolution macroéconomique générale a également augmenté. Il est encore trop tôt pour savoir dans quelle mesure les événements survenus sur les marchés financiers vont affecter la conjoncture aux Etats-Unis, et dans quelle mesure un éventuel ralentissement de la croissance américaine pourrait se répercuter sur les autres pays. Pour l'instant, le consensus part du principe que la conjoncture globale devrait rester robuste. Les perspectives conjoncturelles sont néanmoins grevées de plus lourdes incertitudes. Un tel environnement devrait plutôt contribuer à limiter la propension au risque des intervenants sur les marchés financiers.

2.3 Conséquences pour les primes de risque

La hausse des primes de risque serait donc à mettre tant sur le compte d'une hausse du risque spécifique des placements concernés, en particulier du risque de crédit et de liquidité, que de la diminution de la propension au risque des investisseurs. La hausse s'est manifestée de manière différenciée sur les divers segments du marché, ce qui reflète leurs degrés individuels respectifs d'exposition aux risques. On ne saurait pourtant exclure que des différences de propension au risque des principaux intervenants dans ces segments puissent également avoir joué un rôle. C'est ainsi que sur le marché des actions, les investisseurs paraissent aujourd'hui plus enclins à prendre des risques que sur le marché monétaire ou du crédit. La hausse des primes de risque s'est également accompagnée d'une augmentation de leur volatilité. Cette volatilité des primes de risque s'explique tant par l'incertitude quant à l'importance et la durée de la crise que par les déficiences actuelles de certains marchés comme le marché monétaire.

Comment les primes de risques vont-elles évoluer à l'avenir? Pendant longtemps, elles se sont maintenues à un niveau très bas qui ne reflétait qu'imparfaitement les risques effectifs. C'est ainsi que sur de nombreux marchés, la hausse des primes constatée depuis juillet doit être considérée comme un retour à la normale. Il ne faut pas s'attendre à un recul des primes, d'autant que leur niveau actuel reste en-dessous des moyennes historiques. Cela est d'autant plus vrai que le marché américain de l'immobilier ne semble pas avoir encore atteint le creux de la vague, et que les incertitudes grevant l'évolution économique globale ont augmenté. En revanche, la hausse des primes de risques de certains segments spécifiques pourrait bien avoir été exacerbée par la faible transparence et la mauvaise liquidité de ces marchés. C'est ainsi que la prime de liquidité pourrait à nouveau diminuer lorsque le marché monétaire retrouvera un fonctionnement normal.

De même, les primes de risque extrêmes pesant sur les cours de certains produits structurés pourraient également s'inscrire peu-à-peu à la baisse. Lorsque le prix d'un produit financier a suffisamment baissé, il se trouve toujours de nouveaux investisseurs pour considérer qu'un investissement vaut la peine d'être entrepris. Ces investisseurs, qui sont souvent des *hedge funds*, jouent un rôle stabilisateur sur ces marchés. Il n'en demeure pas moins que la volatilité des primes de risque devrait perdurer pour quelque temps encore.

3. Importance des primes de risque pour la BNS

Pour la BNS, les modifications des primes de risques sont importantes pour deux raisons. D'une part, elles ont valeur de signal économique. D'autre part, les primes de risque influencent le degré de restriction de la politique monétaire.

Conjointement aux taux d'intérêt sans risque, les primes de risques fixent les conditions auxquelles les acteurs de l'économie peuvent obtenir des crédits. Ces conditions agissent comme autant de signaux pour les décisions de consommation et d'investissement. Du point de vue d'une banque centrale, il importe que ces signaux ne soient pas déformés, en d'autres termes qu'ils reflètent correctement les risques et conditions de rareté relative sous-jacents. Certes, il n'est jamais possible de déterminer précisément si certaines primes de risque se situent à leur „juste“ niveau, c'est-à-dire un niveau fondamentalement justifié. Néanmoins, on peut retenir que des valeurs extrêmes recèlent certains risques. Des primes de risque très basses peuvent conduire à des distorsions et à de mauvaises allocations dans l'économie réelle. Des projets d'investissement qui paraissent rentables en raison du faible niveau de la prime de risque deviennent vite déficitaires lorsque la prime retrouve un niveau normal. Des primes de risque très élevées sont également problématiques. Elles réduisent fortement l'activité d'investissement et de consommation et diminuent ainsi la croissance économique. Comme l'ont montré à nouveau les récentes turbulences, la manifestation de primes extrêmes comporte en outre le risque de corrections soudaines et incontrôlées qui peuvent mener à des instabilités sur les marchés financiers et porter atteinte au bon fonctionnement des marchés.

Indépendamment de correspondre ou non à leur valeur fondamentale, les primes de risque ont une influence sur le degré de restriction de la politique monétaire. Par conséquent, les banques centrales doivent tenir compte de leurs variations dans leurs décisions de politique monétaire. La stratégie de politique monétaire de la BNS définit le Libor à trois mois comme objectif opératif. Comme ce taux inclut une prime pour le risque de crédit et pour le risque de liquidité, la BNS prend systématiquement en considération les variations des primes de risque dans son appréciation de la situation économique et monétaire. Néanmoins, une forte volatilité des primes de risques rend difficile la mise en œuvre de la politique monétaire. Elle conduit à des variations incessantes des conditions monétaires et peut compliquer le contrôle du taux Libor à trois mois.

4. Perspectives de politique monétaire

A la suite de sa dernière décision de politique monétaire prise à la mi-septembre 2007, la BNS a encouragé une détente sur le marché monétaire en francs suisses. Après que le Libor a atteint 2,9% en août dernier, la BNS a compensé l'augmentation de la prime de risque par une baisse du taux sur repos et a permis ainsi au Libor de redescendre aux environs de 2,75%. Compte tenu de l'environnement économique actuel, la BNS considère ce niveau comme étant approprié.

Néanmoins, les turbulences sur les marchés financiers compliquent l'évaluation de la situation. Dès lors, tant les prévisions d'inflation et de croissance que les déclarations sur les perspectives monétaires sont entachées de fortes incertitudes. Globalement, l'économie suisse continue d'évoluer conformément aux attentes. La BNS table sur une croissance économique voisine de 2,5% pour 2007 et d'environ 2% pour 2008. La stabilité des prix devrait être également maintenue pendant cette période. Néanmoins, il est trop tôt pour porter un jugement définitif sur les conséquences pour la Suisse de la crise des marchés financiers. Elles dépendront en particulier de l'importance du ralentissement économique mondial et de la force avec laquelle les turbulences financières affecteront le secteur financier helvétique. Le cours du franc continue également de poser un risque particulier. Un franc faible renchérit tendanciellement les importations. Cet effet peut rester pendant longtemps sans conséquence sur les prix à la consommation. Le danger existe néanmoins que l'inflation augmente de manière soudaine et significative. En outre, un franc anormalement faible porte en lui le germe d'un retournement brutal de tendance. Une réévaluation soudaine du franc confronterait les entreprises à des problèmes d'adaptation considérables.

Dans le contexte actuel, la politique monétaire s'apparente plus que jamais à la gestion des risques. Il s'agit de savoir les évaluer et d'éviter les erreurs. Aujourd'hui, cela signifie d'abord comprendre l'évolution sur les marchés financiers et anticiper leurs conséquences possibles sur la marche conjoncturelle et les perspectives d'inflation. La Suisse bénéficie d'une situation de départ favorable caractérisée par une croissance économique robuste, des pressions inflationnistes faibles et une structure économique saine. Ce contexte favorable

devrait permettre à la BNS de continuer à déterminer son action monétaire de manière équilibrée. A cet égard, la BNS n'hésiterait pas à agir si l'évolution du franc devait menacer la stabilité des prix.

La politique monétaire dans un climat d'incertitude accrue

Apéritif «Marché monétaire»
1^{er} novembre 2007

Survol de l'exposé

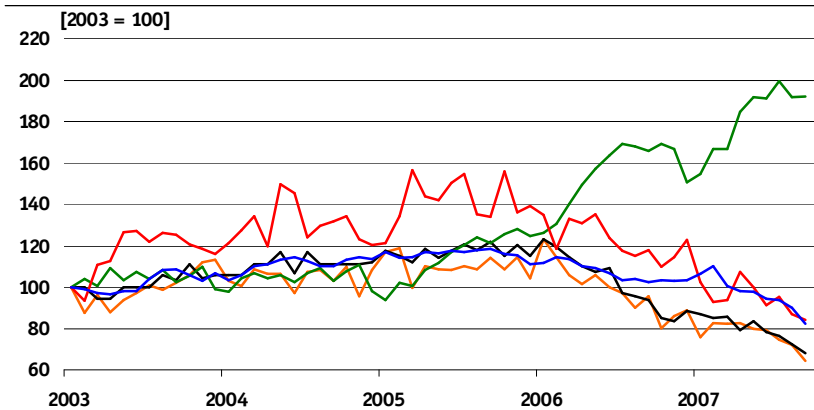
1. Introduction: incertitude et primes de risque
2. Les déterminants des primes de risque
3. Importance des primes de risque pour la BNS
4. Perspectives de politique monétaire

1. Introduction: Incertitude et primes de risque

Augmentation de l'incertitude sur les marchés financiers liée au marché immobilier américain

Marché immobilier américain

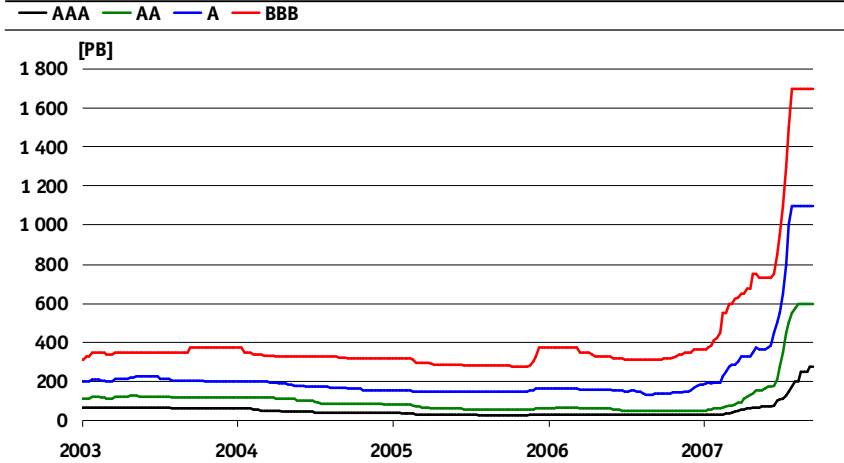
- Nouvelles constructions
- Maison libres
- Ventes de maisons anciennes
- Permis de construire
- Ventes de nouvelles maisons



Source: Thomson Financial

Augmentation des primes de risque sur les CDO subprime

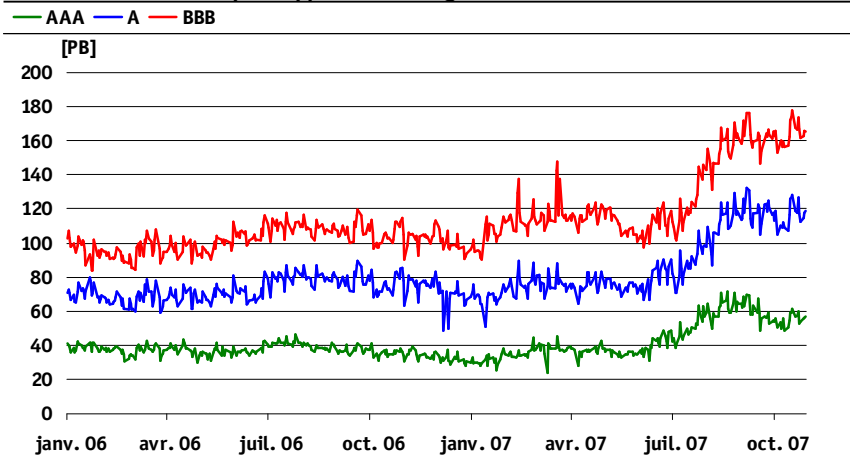
CDO subprime: écarts d'intérêt par rapport au Libor



Source: JPMorgan Chase

D'autres segments également touchés

Écarts de rendement par rapport aux obligations du Trésor américain à 5 ans

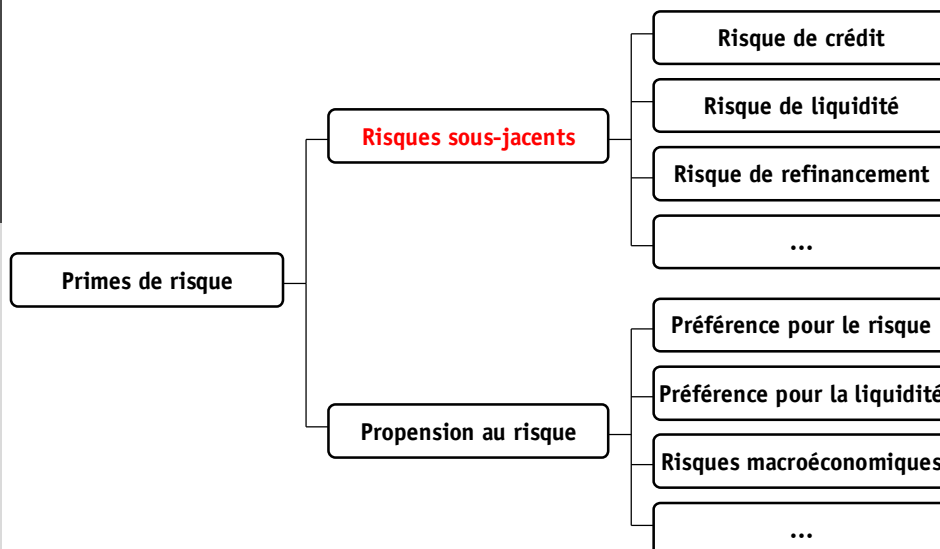


Source: Reuters

2. Déterminants de la prime de risque

7

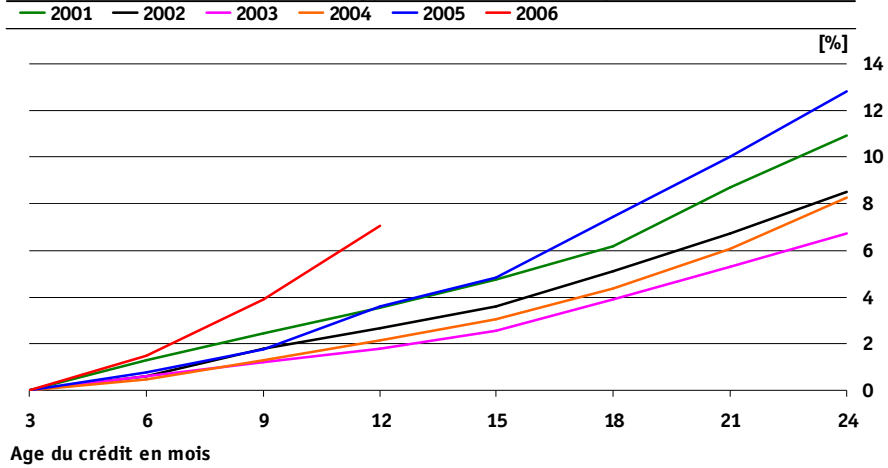
Les risques sous-jacents



8

Risque de crédit: Augmentation des retards de paiement

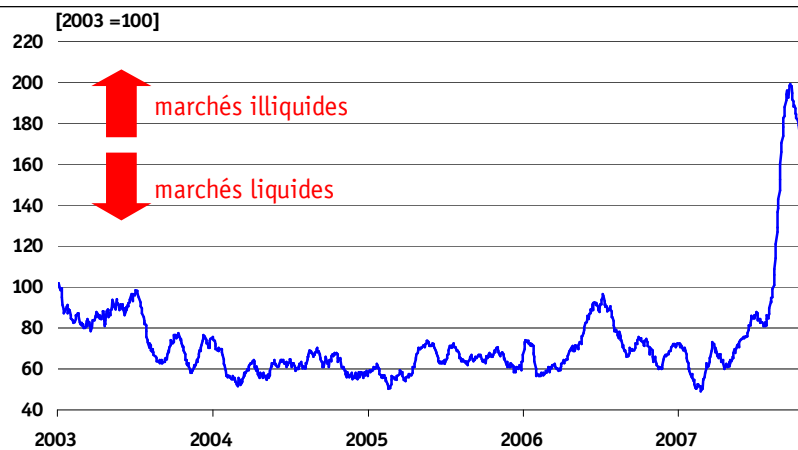
Taux de défaillance sur crédits hypothécaires subprime par cohorte



Source: BRI

Risque de liquidité

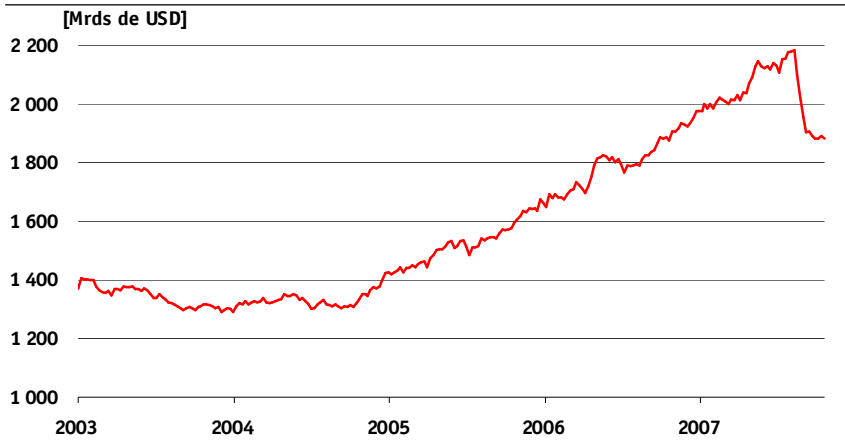
Indice de liquidité des marchés financiers



Source: FMI

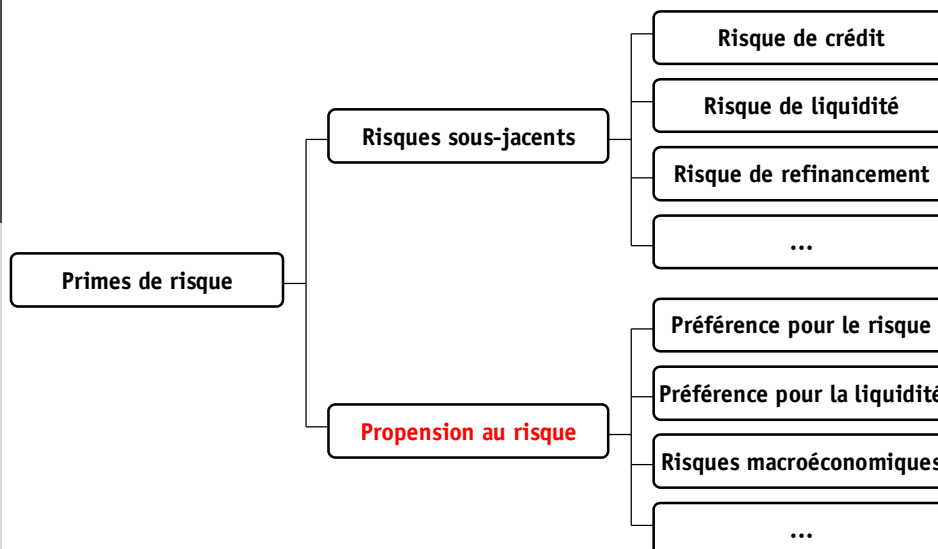
Risque de refinancement: difficulté de renouvellement des papiers commerciaux à court terme

Encours de papiers commerciaux à court terme aux Etats-Unis



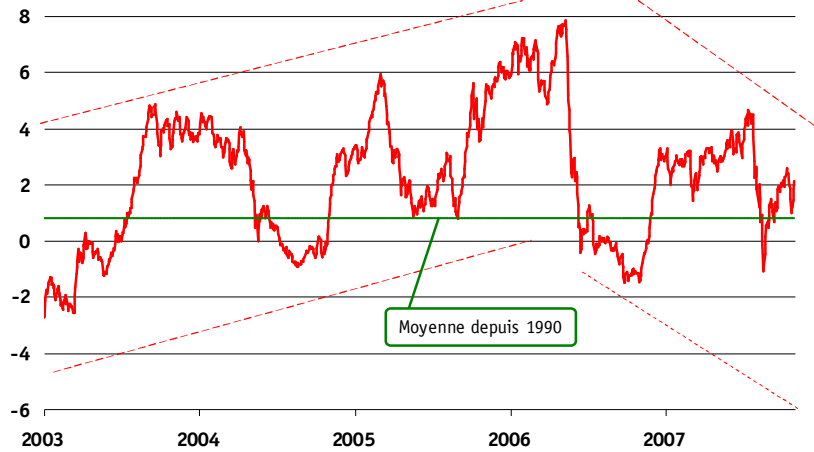
Source: FED

La propension au risque



Diminution de la préférence pour le risque

Indice de propension au risque

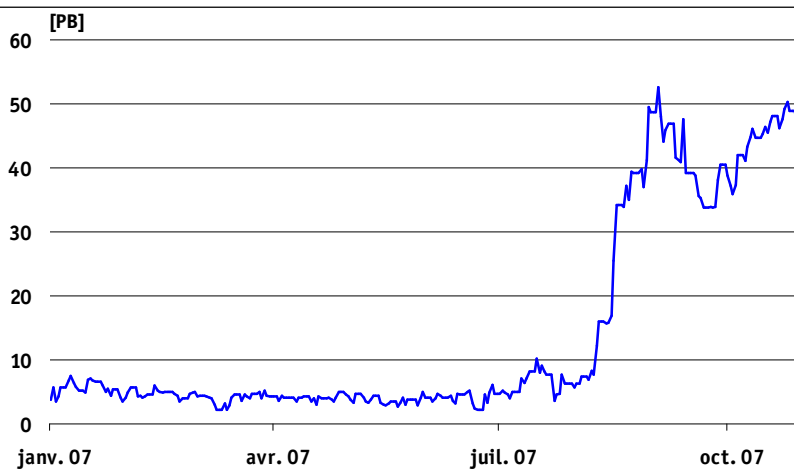


Source: Credit Suisse

13

Augmentation de la préférence pour la liquidité

Ecart d'intérêt pour les échéances entre 3M Libor et 3M TOIS Swap (CHF)

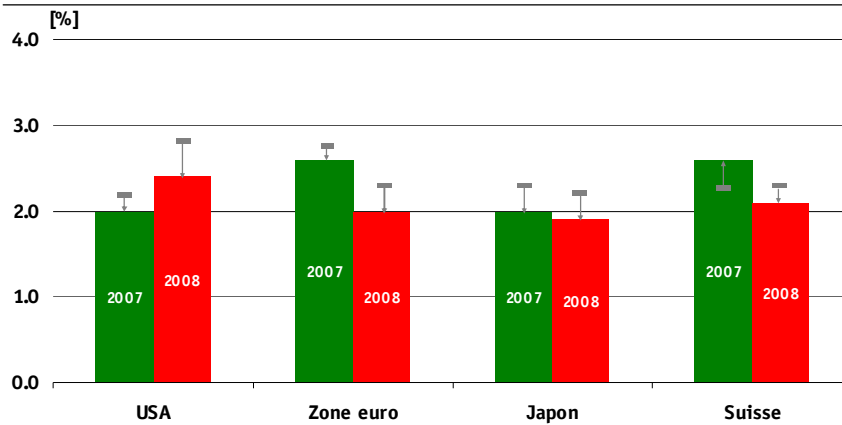


Source: Bloomberg

14

Risques macroéconomiques: perspectives toujours positives mais plus incertaines

Attentes de croissance du PIB en octobre 2007 (en gris, niveau de juin)



Source: Consensus Economics

15

Primes de risque: résumé

- Augmentation **différenciée** et haute **volatilité** des primes de risque
- **Pas** de niveau **extrême** des primes de risque d'un point de vue **historique**
- **Incertitudes** quant aux **effets** de la crise des crédits
- **Fonctionnement entravé** de certains marchés

16

3. Importance des primes de risque pour la BNS

17

La prime de risque comme signal économique

- Prime: **fonction signalisatrice** pour l'allocation des ressources
- Dangers de valeurs extrêmes:
 - à Primes très **élevées**: trop peu d'investissements
 - à Primes très **basses**: distorsions et mauvaises allocations
- Forte **volatilité** des primes de risque: entrave au fonctionnement des marchés financiers

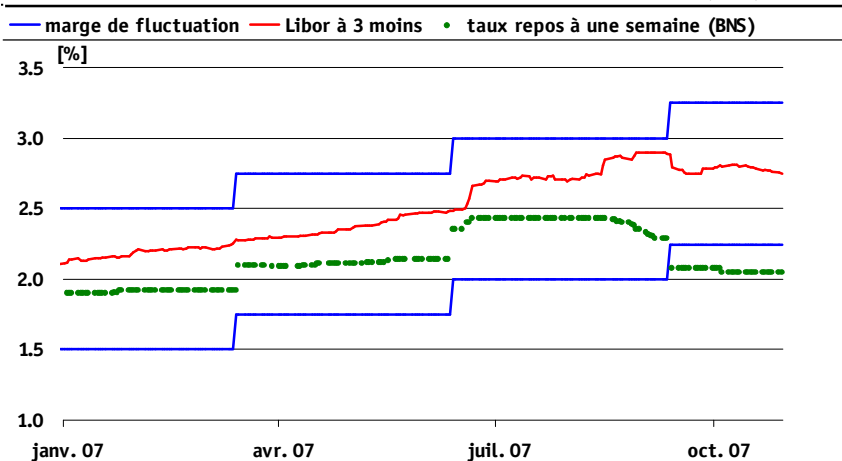
18

Primes de risque et politique monétaire

- Effet des primes de risque sur le **degré de restriction** de la politique monétaire
- **Difficulté** de conduire la politique monétaire en cas de primes de risque **volatiles**
- **Stratégie** de politique monétaire de la BNS: **prise en compte** des variations des primes de risque
- **Importance** d'un **bon fonctionnement du marché monétaire** pour la mise en œuvre de la politique monétaire et pour la liquidité du système bancaire. Importance du **marché repos** en cas de crise

La flexibilité de la stratégie de la BNS

Libor à 3 mois, marge de fluctuation et taux repos à une semaine (BNS)



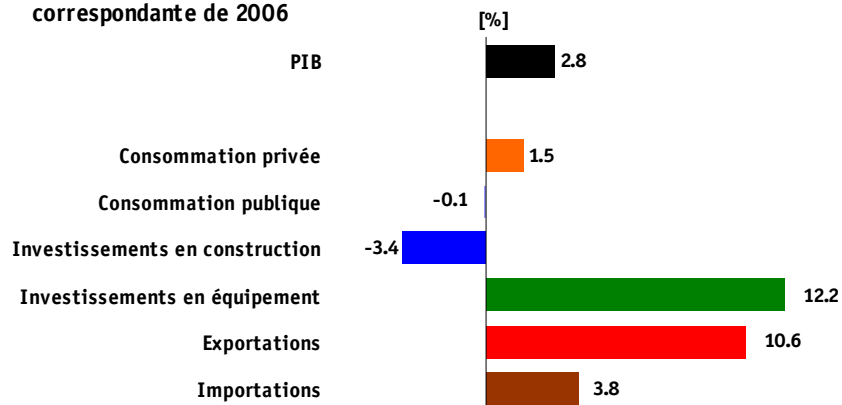
Source: BNS

4. Les perspectives de politique monétaire

21

Croissance économique dynamique

Taux de croissance annuelle au 2^e trimestre 2007 par rapport à la période correspondante de 2006

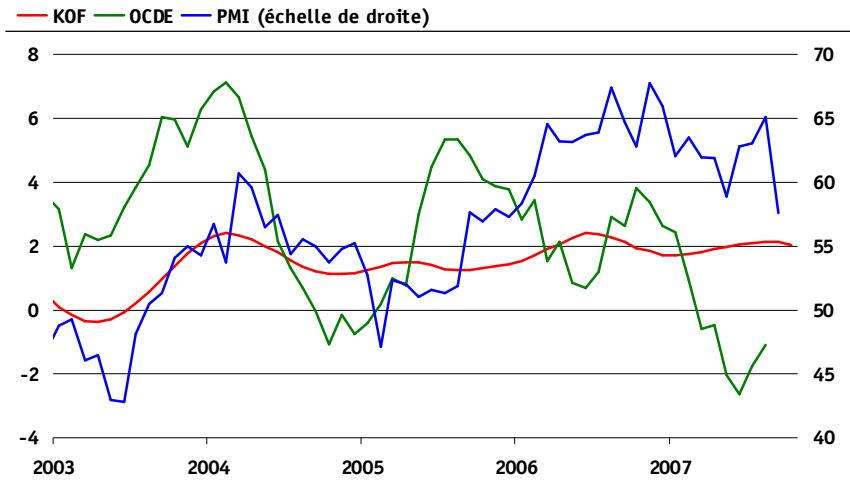


Source: Seco

22

Perspectives conjoncturelles plus incertaines

Indicateurs conjoncturels avancés pour la Suisse

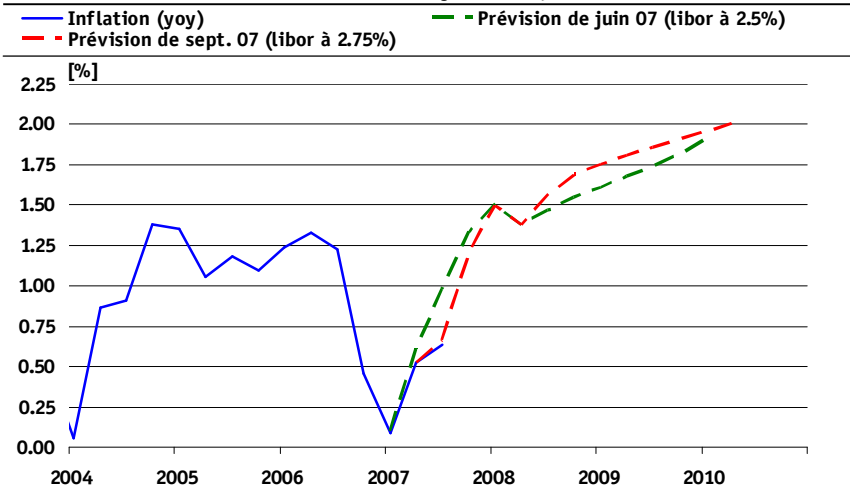


Sources: Thomson Financial, OCDE

23

Perspectives d'inflation favorables

Prévisions conditionnelles d'inflation de juin et septembre 2007



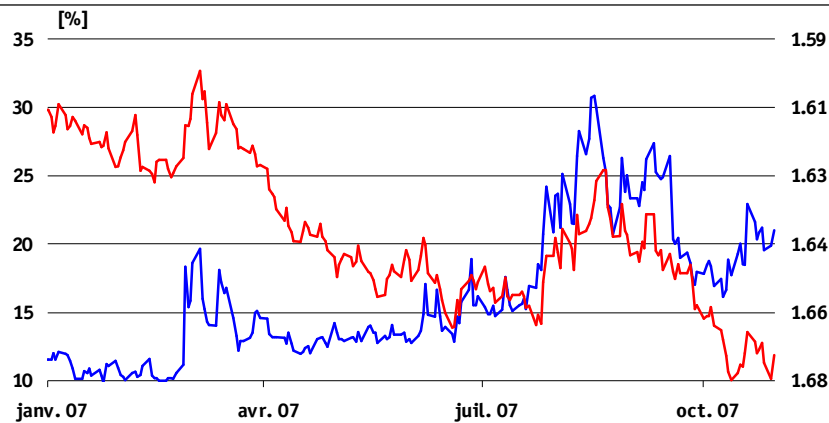
Source: BNS

24

Cours EURCHF et volatilité des marchés

Volatilité implicite de l'indice S&P 500 (VIX) et EURCHF

— VIX — EURCHF (échelle de droite, inversée)



Sources: Thomson Financial, Reuters

25

Conclusions de politique monétaire

- **Plus grande incertitude** quant aux perspectives de croissance et d'inflation
- **Difficulté d'évaluer** l'effet des turbulences récentes sur les marchés financiers; **risques plus élevés**
- **Situation** initiale de la Suisse **favorable** (structure économique saine, croissance robuste, inflation maîtrisée)
- Risques liés au **franc**: statut de monnaie refuge versus inflation importée
- **Approche équilibrée** de gestion des risques dans la conduite de la politique monétaire future

26