

## Conférence de presse

Genève, le 19 juin 2008

### Remarques introductives de Thomas Jordan

#### Evolution par vagues de la crise sur les marchés monétaires et mesures prises par les banques centrales

Les marchés monétaires représentent le centre névralgique du système financier international. Leur bon fonctionnement est absolument décisif pour la solvabilité des banques et une mise en œuvre efficace de la politique monétaire. Aussi les banques centrales suivent-elles très attentivement l'évolution des marchés monétaires depuis le début de la crise financière.

Jusqu'ici, la crise sur les marchés monétaires s'est déroulée en trois vagues. A la date de la dernière conférence de presse, nous nous trouvons presque au zénith de la deuxième vague. Depuis, nous avons connu une troisième vague de tensions qui a atteint son paroxysme en avril. L'écart entre le Libor à trois mois et les taux TOIS/OIS de même durée (*Tom Next* ou *Overnight Index Swap*) constitue un indicateur approprié de l'état du marché monétaire. Il correspond à la prime de crédit et de liquidité sur les opérations en blanc passées sur le marché monétaire par rapport aux pures opérations sur produits dérivés qui ne comportent quasiment aucun risque de contrepartie. Permettez-moi de retracer le déroulement de la crise sur les marchés monétaires à l'aide du graphique 1 qui peut être interprété comme une véritable courbe de température, et de commenter les différentes mesures prises par les banques centrales.

La première vague a atteint son pic en septembre 2007. Sur les marchés monétaires, les primes de risque ont passé en peu de temps d'un niveau inférieur à dix points de base à plus de cinquante points. Pour certaines monnaies, elles ont même dépassé les cent points de base. Pendant cette phase, nous avons réagi avec souplesse à la demande volatile des banques en octroyant généreusement des liquidités au moyen de nos appels d'offres pour pensions de titres et en appliquant, à diverses reprises, des mesures de réglage fin. Une période d'accalmie a suivi en octobre, accompagnée d'une baisse des primes de risques. Dans cette phase, la thérapie a consisté à recourir aux remèdes traditionnels les plus courants, ceux-ci étant prescrits au marché, si nécessaire, dans des doses plus élevées et plusieurs fois par jour.

La deuxième vague, déclenchée par des inquiétudes au sujet de problèmes de refinancement en vue de l'échéance annuelle, a atteint un sommet courant décembre. Pour calmer l'incertitude des opérateurs sur les marchés, la Banque nationale a proposé à plusieurs reprises des pensions de titres avec des durées de plusieurs semaines, voire de

Genève, le 19 juin 2008

2

plusieurs mois, à la place des opérations habituelles à une semaine. Ces mesures ont facilité aux banques la gestion de leurs liquidités durant l'échéance de fin d'année.

Pendant la phase de la deuxième vague, les banques européennes ont rencontré des difficultés croissantes pour se refinancer en dollars des Etats-Unis, les taux d'intérêt sur les placements en dollars étant régulièrement plus élevés en Europe qu'aux Etats-Unis. Cette évolution s'expliquait notamment par la position structurelle courte en dollars des banques européennes et par leurs craintes de disposer d'un montant trop faible de liquidités en dollars à la fin de la journée de négoce, en raison du dysfonctionnement des marchés monétaires. Aussi la Réserve fédérale des Etats-Unis, la Banque centrale européenne et la Banque nationale suisse ont-elles décidé de mener une action concertée. En décembre 2007, grâce à la conclusion d'un accord de swap avec la Réserve fédérale et pour la première fois de son histoire, la BNS a pu proposer à ses contreparties des liquidités en dollars des Etats-Unis contre des garanties constituées de titres normalement éligibles à la BNS. Il importe ici de comprendre que ces liquidités en dollars n'ont pas influé sur la politique monétaire ni sur le compte de résultat de la Banque nationale. En revanche, elles ont contribué à faciliter le refinancement de nos contreparties et à favoriser une détente sur le marché monétaire en francs suisses. Lors de cette phase, les banques centrales ont également prescrit au marché des médicaments supplémentaires, en sus des remèdes traditionnels usuels.

La troisième vague de tensions est survenue cette année au mois de mars. Elle a été déclenchée par les graves problèmes de liquidités de certains établissements financiers opérant à l'échelle internationale et par les craintes que ces difficultés sur les marchés monétaires ne deviennent un mal chronique. Au cours de cette troisième phase, la BNS n'a eu recours à aucun nouvel instrument, mais a appliqué de façon plus intensive les moyens qu'elle avait utilisés jusque lors. Nous avons notamment renouvelé les appels d'offres pour pensions de titres contre dollars des Etats-Unis et les proposons désormais toutes les deux semaines, pour un montant de 6 milliards de dollars. Au total, nous mettons ainsi au maximum 12 milliards de dollars à la disposition du marché. En outre, nous continuons d'approvisionner généreusement le marché en francs suisses et intervenons activement, si nécessaire, au moyen de mesures de réglage fin.

Ces derniers mois, d'autres instituts d'émission ont décidé de prendre de nouvelles mesures. Ainsi, par exemple, le nombre des participants et le cercle des garanties acceptées pour les opérations de refinancement ont été élargis. Les banques centrales des Etats-Unis et du Royaume-Uni ont eu recours à un instrument novateur, une facilité accordée sur la base d'un accord de swap (*collateral swap facilities*). Cette facilité permet aux banques d'échanger temporairement des titres devenus illiquides contre des titres d'Etat facilement négociables. Elle vise à diminuer la pression de refinancement dans les bilans des banques sans que de la monnaie centrale supplémentaire ne doive être injectée sur le marché. La Réserve fédérale des Etats-Unis est allée encore plus loin en apportant son soutien dans le cadre de la vente de la banque d'investissement Bear Stearns. En effet, la banque centrale américaine a directement repris dans son bilan des titres illiquides et à risque. Ainsi, durant la troisième phase, de nouveaux médicaments ont été utilisés dans

Genève, le 19 juin 2008

3

certains pays en plus de ceux habituellement administrés, et il a parfois même fallu opérer dans l'urgence.

Dans le cas de la BNS, le nombre des contreparties admises à participer aux appels d'offres pour pensions de titres est très important depuis déjà un certain temps. Peu avant que la crise n'éclate, nous avons en outre décidé d'élargir le cercle des garanties acceptées dans le cadre des opérations monétaires, en maintenant à un niveau élevé nos critères en termes de qualité. Des mesures similaires à celles prises aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, ne se sont pas révélées nécessaires en Suisse à ce jour.

### **Gestion monétaire de la crise**

Les mesures de la Banque nationale décrites précédemment visaient avant tout à assurer le bon fonctionnement du marché monétaire en francs suisses, même pendant les périodes de turbulences. Mais il importe aussi de considérer la mise en œuvre effective de la stratégie de politique monétaire pendant la crise. A cet égard, deux aspects en partie mal compris de l'opinion publique revêtent un intérêt particulier. Il s'agit, d'une part, de savoir si la BNS, en s'efforçant de stabiliser le marché monétaire, serait à l'origine d'un excès de liquidités qui l'aurait amenée à prendre des risques inflationnistes. En effet, la Banque nationale a injecté, en partie, de grosses quantités de monnaie centrale sur le marché. Depuis le début de la crise, nous avons approvisionné généreusement le système bancaire en liquidités au moyen des pensions de titres. Toutefois, nous avons résorbé systématiquement les liquidités excédentaires par des mesures de gestion fine dès que le taux de l'argent au jour le jour est retombé en dessous d'un certain niveau. Comme, en définitive, les banques n'ont qu'une demande limitée de monnaie centrale en fin de journée, les liquidités refluaient ainsi régulièrement vers la BNS. Cette gestion nous a permis de limiter la volatilité des taux de l'argent au jour le jour et de contenir les taux du marché à un niveau proche du taux appliqué à nos pensions de titres, comme le montre le graphique 2. Par ailleurs, nous avons ainsi pu maintenir le volume moyen des avoirs en comptes de virement à un niveau stable, ce qui signifie que nous n'avons pas laissé libre cours à un approvisionnement excessif du système bancaire en liquidités. Le graphique 3 indique que les avoirs en comptes de virement ont fortement fluctué d'un jour à l'autre pendant la crise, mais qu'ils sont restés pratiquement stables en moyenne mensuelle. Aussi ne peut-on parler d'un excès de liquidités dans le cas de la Suisse.

D'autre part, la question de savoir comment sont fixés les taux d'intérêt des appels d'offres pour pensions de titres constitue une préoccupation centrale. Sur la base de son appréciation de la situation économique et monétaire, la BNS fixe une marge de fluctuation pour le Libor à trois mois, qu'elle estime appropriée sous l'angle de la politique monétaire. Il en résulte que les fluctuations du Libor à trois mois ne correspondant pas aux intentions de politique monétaire de la Banque nationale doivent être contrebalancées par une modification des taux appliqués aux pensions de titres. Ainsi, pendant la crise, nous avons compensé systématiquement les fluctuations de la prime de risque du Libor en modifiant les taux des pensions de titres, comme l'illustre le graphique 4. Tout au long de la crise, le Libor pour les dépôts en francs suisses s'est montré beaucoup plus stable que les Libor pour les dépôts dans d'autres monnaies. Cela ne

Genève, le 19 juin 2008

4

signifie rien de moins que nous avons réussi à préserver l'économie suisse d'une partie des primes de risque découlant de la crise.

### **Critiques adressées au Libor**

Depuis peu, plusieurs observateurs des marchés remettent en cause la fiabilité du Libor. Le Libor est fixé chaque jour à Londres pour toutes les monnaies importantes par la British Bankers Association (BBA) sur la base d'une enquête menée auprès de banques opérant à l'échelle internationale. Selon ses détracteurs, quelques banques déclareraient des Libor trop bas pour faire paraître leur solvabilité sous un jour plus avantageux. D'autres prétendent que les taux seraient trop élevés parce que le panel des banques interrogées n'est pas suffisamment représentatif. Ces reproches concernaient presque tous exclusivement le Libor pour dépôts en dollars des Etats-Unis. La BBA n'a trouvé aucune évidence de distorsion systématique du Libor et a communiqué qu'elle maintenait inchangée la méthode d'évaluation du Libor. Elle entend toutefois renforcer la gouvernance en matière d'évaluation du Libor, notamment la surveillance exercée sur les déclarations des différentes banques. La BBA a récemment publié un rapport sur ce thème et invite les intervenants sur les marchés financiers à prendre position.

Que convient-il d'ajouter à ce débat dans l'optique de la BNS? Comme les autres opérateurs, la BNS a tout intérêt à ce que le Libor reflète les conditions réelles des taux d'intérêt en vigueur sur les marchés. En ce qui concerne le Libor pour dépôts à trois mois en francs, il n'existe à ce jour aucune preuve empirique démontrant que ce n'est pas ou plus le cas. L'utilisation du Libor à trois mois comme objectif opérationnel s'explique par le rôle important qu'il joue sur le plan économique comme taux de référence pour de nombreux contrats financiers et de crédit. Là encore, il n'existe jusqu'ici aucune preuve empirique attestant que l'importance du Libor sur le marché du franc suisse a diminué.

Comme toutes les banques appartenant audit panel ne sont pas touchées dans la même mesure par la crise des marchés financiers, et compte tenu qu'en période de crise l'étendue et le volume des opérations monétaires non couvertes qui reposent sur le Libor sont nettement inférieurs à leurs niveaux habituels, les déclarations des banques divergent d'autant plus fortement dans une telle situation. Cela peut également aboutir à des fluctuations aléatoires. En outre, depuis le début de la crise sur les marchés financiers, la prime de risque comprise dans le Libor est devenue en général nettement plus volatile. Cette volatilité complique la gestion du Libor. Il convient toutefois d'observer que, pour le Libor, la Banque nationale n'a pas recours à un objectif exprimé en points, mais à une marge de fluctuation qui autorise certaines variations de ce taux. Il est en outre à relever, car ceci est remarquable, qu'en dépit de ces difficultés, nous sommes parvenus jusqu'ici à maintenir le Libor dans la zone médiane de la marge de fluctuation. Cet élément est finalement essentiel pour la conduite de la politique monétaire.

Par conséquent, ni les critiques actuelles à l'encontre du Libor ni l'évolution effective de ce dernier ne justifient actuellement un abandon de ce taux comme objectif opérationnel de la BNS.

Genève, le 19 juin 2008

5

## Conclusion

Permettez-moi de tirer une brève conclusion. Malgré de nets signes d'apaisement, le «courant normal» n'est pas encore revenu sur les marchés monétaires. Les écarts entre le Libor et les taux (T)OIS révèlent que certaines tensions persistent. Les différentes vagues de la crise montrent également qu'il reste difficile d'établir des prévisions pour l'avenir.

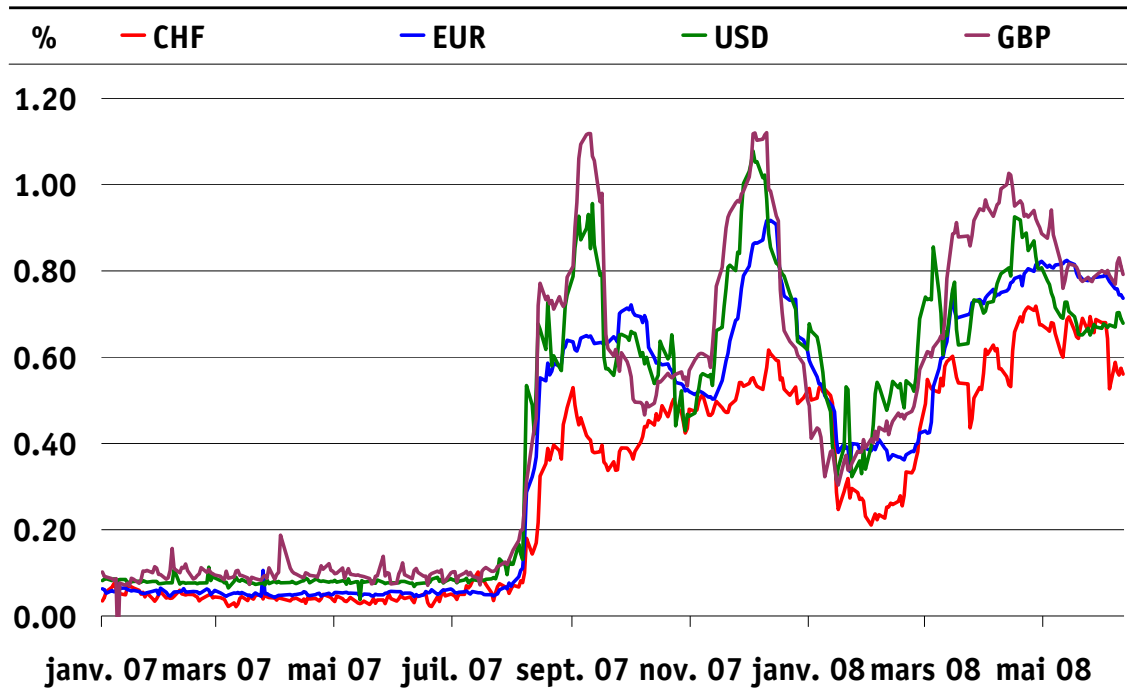
Les actions des banques centrales ont certes contribué à détendre la situation. Mais elles ne peuvent combattre que les symptômes de ces tensions ou de la fièvre. La véritable guérison et le rétablissement de la confiance entre les intervenants sur les marchés financiers doivent avant tout venir des banques elles-mêmes.

A ce jour, les instruments de la BNS – son armoire à pharmacie – ont fait leurs preuves en période de crise. Cette crise nous donne toutefois l'occasion de procéder à un réexamen et, le cas échéant, à une adaptation. Il importe à ce titre que les banques centrales ne considèrent pas seulement l'effet immédiat de leurs instruments, mais qu'elles évaluent également leur impact à long terme. Si les marchés et leurs opérateurs menacent de s'effondrer, les banques centrales peuvent intervenir à court terme de façon presque illimitée grâce à leur monopole d'émission. Ces interventions extrêmes recèlent toutefois de gros risques à plus long terme. Les opérateurs sur les marchés croient bien trop facilement qu'en cas de crise, ils se trouvent à l'abri des conséquences négatives de leurs propres actes. Il incombe donc aux banques centrales de prendre ce problème de l'aléa moral (*moral hazard*) particulièrement au sérieux et, si cela s'avère nécessaire, de le limiter par des mesures de réglementation appropriées.

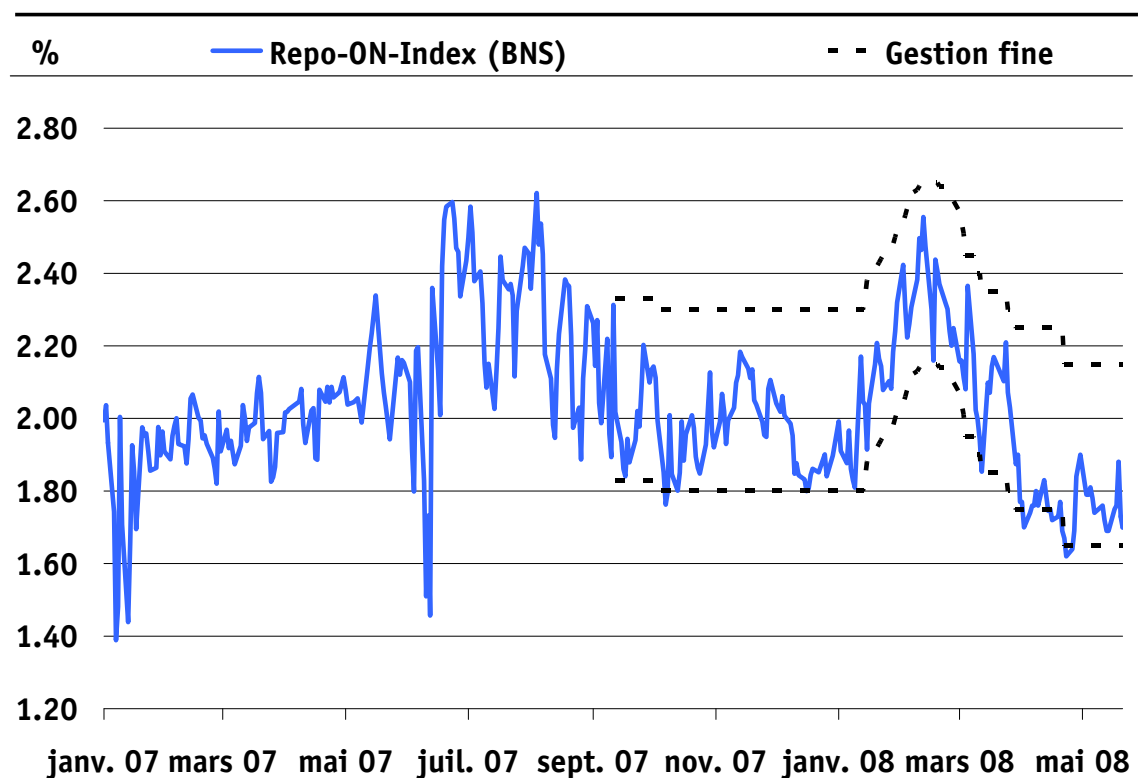
Genève, le 19 juin 2008

6

**Graphique 1: primes de risque mesurées d'après l'écart LIBOR/TOIS (ou OIS)**



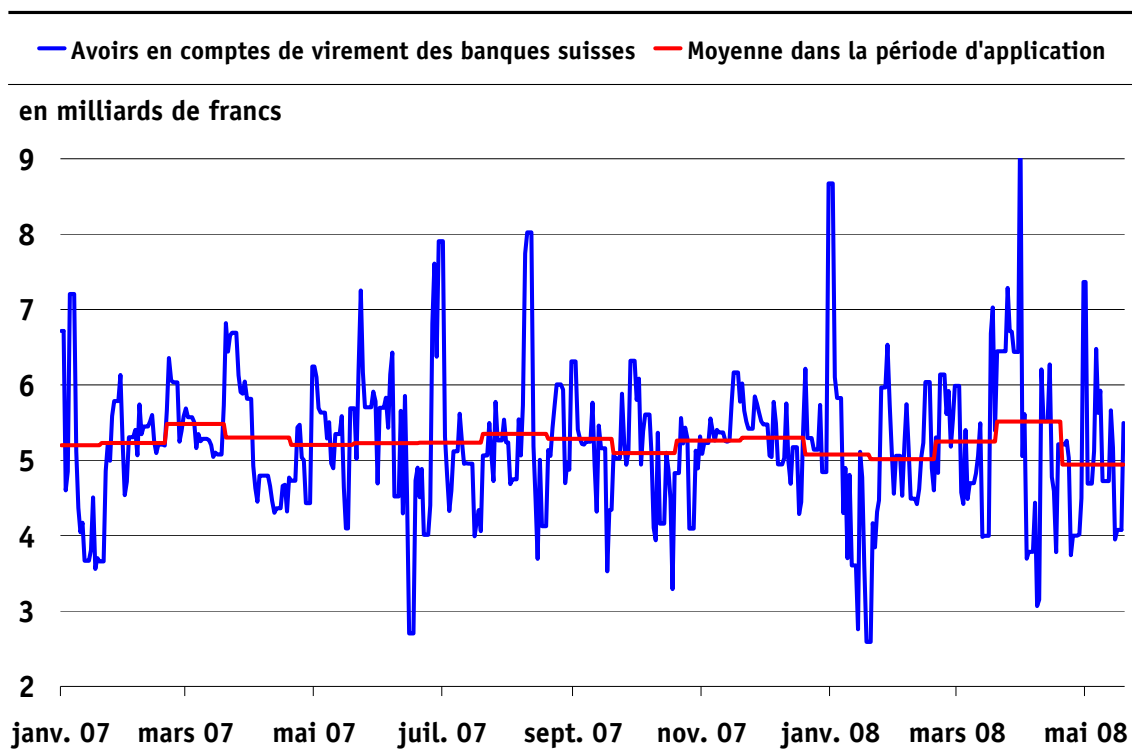
**Graphique 2: gestion fine**



Genève, le 19 juin 2008

7

**Graphique 3: avoirs en comptes de virement**



**Graphique 4: gestion du Libor**

