

## Conférence de presse

Berne, le 18 juin 2009

### Remarques introductives de Thomas Jordan

La crise financière influe toujours plus sensiblement, à l'échelle mondiale, sur la mise en œuvre de la politique monétaire et sur les bilans des banques centrales. La marge de manœuvre de la politique monétaire conventionnelle étant pratiquement épuisée, il a fallu recourir à des mesures non conventionnelles. En outre, plusieurs banques centrales doivent gérer les actifs illiquides qu'elles ont repris d'établissements financiers à des fins de stabilisation. La Banque nationale est elle aussi concernée par ces deux évolutions. C'est pourquoi, après une brève appréciation de la situation sur les marchés financiers internationaux, je commenterai les mesures non conventionnelles que la BNS a adoptées en matière de politique monétaire et ferai le point sur SNB StabFund. Je terminerai par quelques réflexions sur les risques que ces activités font encourir à la BNS.

#### Situation sur les marchés financiers internationaux

Après avoir chuté, sur le plan mondial, dans les premières semaines de 2009 à des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis des années, les marchés des actions ont bénéficié d'un revirement de tendance, à la mi-mars, grâce à des données étonnamment bonnes en provenance du secteur bancaire américain. Depuis, ils ont enregistré de substantiels gains de cours. Une reprise sensible a été observée également dans d'autres segments des marchés financiers.

La spirale à la baisse, qui s'était enclenchée en septembre 2008 à la suite de l'insolvabilité de la banque Lehman Brothers et avait même menacé, durant une brève période, de plonger le système financier mondial dans l'abîme, a ainsi pu être stoppée. Les cours de nombreux placements avaient certes atteint, ces dernières années, des pics auxquels ils ne pouvaient se maintenir, mais les turbulences de l'hiver dernier les ont fait chuter à des niveaux très bas. Le redressement rapide des marchés financiers depuis mars doit aussi être considéré, en partie, comme une correction des baisses exagérées des mois précédents. La politique monétaire, extrêmement expansionniste à l'échelle mondiale, a sans doute contribué à apaiser la situation.

Le rétablissement des marchés financiers ne doit toutefois pas masquer les fortes incertitudes qui subsistent. Un revirement durable de tendance n'est pas encore assuré, et, partant, le risque de nouveaux revers reste élevé.

Berne, le 18 juin 2009

2

## Mesures non conventionnelles de la BNS en matière de politique monétaire

Lors de notre examen de la situation économique et monétaire de mars, nous nous sommes vus confrontés à la nécessité de donner une nouvelle fois un caractère nettement plus expansionniste à notre politique monétaire. Les taux des pensions de titres étant déjà proches de 0%, nous avons dû prendre des mesures non conventionnelles de politique monétaire. Nous avons donc décidé de conclure des pensions de titres à plus long terme, mais aussi d'acheter des devises et des obligations en francs. Par des interventions, au besoin simultanées, sur les marchés de l'argent, des changes et des capitaux, la politique monétaire peut générer de fortes impulsions, reposant sur une large assise, sans entraîner de sensibles distorsions sur les marchés concernés. Permettez-moi de formuler quelques réflexions sur nos achats de devises et d'obligations.

### *Achats de devises*

Nos achats de devises visent à empêcher une revalorisation du franc face à l'euro. Ils constituent le volet le plus important de notre politique monétaire non conventionnelle. Nos interventions sur le marché des changes, je tiens à le souligner, ont pour objectif de nous prémunir contre une revalorisation du franc, du fait de son rôle de monnaie refuge, et non de provoquer une nouvelle dépréciation. Il est par conséquent faux de prétendre, comme d'aucuns le font parfois, que la BNS se sert de sa politique monétaire pour favoriser une baisse du franc vis-à-vis des autres monnaies. Il suffit d'examiner l'évolution du cours du franc pour constater que ce dernier s'est considérablement revalorisé durant la crise des marchés financiers (voir graphique 1). On ne peut donc nullement parler, dans le cas de la BNS, d'une stratégie de dévaluation concurrentielle du type *beggars-thy-neighbor*.

Dans la mise en œuvre de nos interventions sur le marché des changes, nous nous sommes attribué une marge de manœuvre très large. Nous n'avons pas fixé un niveau à partir duquel nous devrions agir, mais prenons nos décisions en fonction de la situation. Nous ne voulons pas que les marchés puissent s'habituer à des interventions à partir d'un certain niveau. Ainsi, nous escomptons obtenir le maximum d'efficacité et estimons qu'il nous sera plus facile, le moment venu, d'abandonner cette stratégie. En ce qui concerne l'ampleur de nos achats de devises, nous nous abstenons de tout commentaire.

Nos achats de devises – il s'agit là de nos premières interventions unilatérales sur le marché des changes depuis 1992 – ont atteint leur but. La revalorisation du franc face à l'euro – elle est particulièrement dangereuse pour notre économie réelle en ces temps de crise – a pu être stoppée, et la volatilité du cours de l'euro par rapport au franc a sensiblement diminué (voir graphique 2).

Si nécessaire, nous continuerons à intervenir sur le marché des changes afin de contrer une hausse du franc vis-à-vis de l'euro. En la matière, la BNS est en position de force. Etant donné les taux d'intérêt proches de zéro et la politique d'assouplissement quantitatif, nous disposons d'un avantage par rapport aux opérateurs qui, sur les marchés, misent sur une revalorisation du franc. Lors de nos interventions sur le marché des changes, nous n'avons ni à tenir compte d'un certain niveau des taux d'intérêt ni à neutraliser l'expansion de la masse monétaire.

Berne, le 18 juin 2009

3

*Achats d'obligations en francs*

Nos acquisitions d'obligations en francs de débiteurs du secteur privé suisse visent à réduire les primes de risque sur le marché des capitaux et, ainsi, à faciliter les recueils de fonds du secteur privé. En fonction de la situation, nous cherchons à obtenir, avec une mise de capitaux minimale, le plus d'effets possible sur les primes de risque et la liquidité du marché. Nous ne voulons avantager aucune entreprise en particulier, mais cherchons à faciliter en général le refinancement des entreprises établies en Suisse.

Dans la mesure où nous opérons sur le marché primaire également, nous favorisons directement les recueils de fonds. Dans une première phase, nous avons limité nos achats à des emprunts émis par des centrales de lettres de gage. Depuis début avril, nous achetons également des obligations d'entreprises. En agissant dans ces deux segments, nous escomptons avoir le maximum d'effets sur l'ensemble du marché. En principe, nos achats portent uniquement sur des emprunts courants du marché et nous payons les prix du marché. Abstraction faite des lettres de gage, nous n'avons acquis aucune obligation émise par des établissements financiers. Mi-juin, nos achats d'emprunts émis par des centrales de lettres de gage s'élevaient à environ 2,5 milliards de francs, et ceux d'obligations d'entreprises, à quelque 300 millions de francs. Il est prévu de poursuivre, jusqu'à nouvel avis, ces achats ciblés. Nous n'avons fixé aucun plafond à de telles opérations.

Nos achats d'obligations semblent avoir eux aussi atteint leur but. Les primes de risque ont nettement diminué (voir graphique 3). Nous avons toutefois bénéficié du climat favorable qui a régné sur les marchés financiers. Plusieurs débiteurs, longtemps absents du marché des émissions, ont de nouveau lancé des emprunts ces dernières semaines, ce qui montre également l'efficacité de notre action.

**SNB StabFund**

Depuis l'annonce du train de mesures en faveur d'UBS, l'évolution des marchés montre que le transfert d'actifs illiquides de cet établissement à SNB StabFund, le fonds de stabilisation de la Banque nationale, était judicieux et absolument nécessaire. Si UBS avait conservé ces actifs et les avait évalués à leur valeur de marché, la survie de l'établissement aurait été mise en péril ces derniers mois.

Début avril, nous avons achevé le transfert des actifs. Au total, des actifs ont été transférés pour un montant de 38,7 milliards de dollars. Les transferts ont été effectués à des prix inférieurs d'un milliard de dollars environ aux valeurs comptables d'UBS de fin septembre 2008. Le montant de 38,7 milliards de dollars englobe des engagements considérables sous forme de dérivés, engagements qui ne nécessitent pas, pour le moment, un financement de la part de la BNS. Aussi le financement initial de SNB StabFund a-t-il été sensiblement inférieur aux prix auxquels les transferts ont été effectués. Il a été assuré à hauteur de 26,6 milliards de dollars par un prêt de la BNS à SNB StabFund et à hauteur de 3,9 milliards de dollars par une tranche de fonds propres financée par UBS.

Berne, le 18 juin 2009

4

Le portefeuille de SNB StabFund comprend plusieurs milliers de positions. Le tableau 1 en donne un aperçu, avec ventilation par segments de placements. La stratégie de gestion est axée sur une évaluation du rendement et du risque à long terme. Pour les actifs dont le cash-flow attendu dépasse la valeur actuelle de marché, notre stratégie consiste plutôt à les conserver jusqu'à leur échéance (*hold-to-maturity strategy*). Pour les actifs ne remplissant pas ce critère, nous saisissons les occasions de vente qui se présenteront. Les actifs sont gérés de manière à ce que le prêt de la BNS puisse être remboursé autant que possible intégralement.

Jusqu'ici, l'évolution des marchés a fortement influé sur les actifs de SNB StabFund. Certes, nous ne sommes pas contraints de porter au bilan, à leur valeur de marché, une grande part de ces actifs. Toutefois, lorsque les tests de dépréciation ou d'actualité de la valeur révèlent que la recouvrabilité du montant inscrit au bilan est compromise, nous devons procéder à des correctifs de valeur sur les actifs concernés. Mais même en appliquant à ces actifs la méthode du coût d'acquisition amorti, les fonds propres de SNB StabFund étaient entièrement épuisés fin mars déjà. Jusqu'à cette date, il s'est avéré nécessaire d'effectuer des correctifs de valeur pour un montant d'environ 5 milliards de dollars. Les chances de voir SNB StabFund rembourser finalement le prêt restent cependant intactes. Les marchés peuvent se redresser; leur évolution positive en avril et en mai va dans ce sens. En outre, les actifs ont jusqu'ici généré des cash-flows relativement robustes.

Les rentrées sous forme d'intérêts et de remboursements ont déjà permis de réduire sensiblement le prêt de la BNS. Mi-mai, ce dernier s'élevait encore à 23,7 milliards de dollars. De plus, l'exposition initiale de SNB StabFund a diminué d'environ 6,7 milliards de dollars à la suite de la dissolution d'engagements sur produits dérivés, de ventes et d'échéances. Mi-mai, l'exposition de SNB StabFund, évaluée à son coût d'acquisition, était de 32 milliards de dollars, dont environ 4 milliards de dollars sous forme d'engagements conditionnels découlant de dérivés. La prochaine évaluation de la valeur des actifs de SNB StabFund aura lieu à la fin du deuxième trimestre.

Le prêt que la BNS a accordé à SNB StabFund est libellé à environ 80% en dollars. Au début, la BNS a refinancé la totalité du prêt en dollars en recourant à une facilité de swap de change conclue avec la Banque de Réserve fédérale. Entre-temps, cette part a passé à moins de 20% et n'est plus que de 3 milliards de dollars. En revanche, le montant des Bons de la BNS en dollars – depuis février 2009, la BNS émet de tels Bons afin de refinancer son prêt à SNB StabFund – s'élève déjà à 15 milliards de dollars. Outre ces opérations de financement à court terme, la BNS a conclu des opérations de dépôt d'une durée de plusieurs années et pour un montant de 4 milliards de dollars. Il est prévu de continuer à réduire la part refinancée par la facilité conclue avec la Banque de Réserve fédérale.

### **Risques**

Du fait de SNB StabFund, la BNS encourt des risques substantiels, mais supportables compte tenu de la robustesse de son bilan. Je voudrais rappeler en particulier que son exposition est bien inférieure aux 60 milliards de dollars qui sont encore souvent évoqués

Berne, le 18 juin 2009

5

dans le public. Le prêt accordé à SNB StabFund ne limite ni la capacité de la BNS à prendre des risques, ni sa capacité d'action dans la conduite de la politique monétaire. Les mesures non conventionnelles que la BNS a été amenée à prendre font aussi peser sur le bilan des risques supplémentaires d'intérêt, de change et de crédit. Nos analyses indiquent toutefois que de tels risques sont relativement faibles face au bilan dans son ensemble.

La BNS est bien sûr consciente du fait que les mesures non conventionnelles de politique monétaire engendrent des risques de tous ordres, en plus de ceux qui pèsent sur le bilan. Ainsi, il est difficile de bien mesurer les impulsions découlant de la politique monétaire et de gérer de manière optimale l'abandon des mesures non conventionnelles. Mais, comme dans le cas de SNB StabFund, nous sommes persuadés que nous devons prendre de tels risques pour en éviter d'autres, encore plus grands. A circonstances exceptionnelles, mesures exceptionnelles. La crise des marchés financiers nous conforte dans l'idée que la BNS doit disposer d'une solide dotation de fonds propres et d'instruments de politique monétaire bien développés afin de garder en tout temps sa capacité d'action.

Berne, le 18 juin 2009

6

### Graphique 1. Cours effectif du franc

— pondéré par le commerce extérieur vers 24 partenaires commerciaux, en termes nominaux, 1.2007=100



Source: SNB Markets Analysis Platform.

### Graphique 2. Cours de change EUR/CHF et volatilité du cours

— volatilité implicite du cours de change EUR/CHF à 3 mois

— EUR/CHF (échelle de droite)

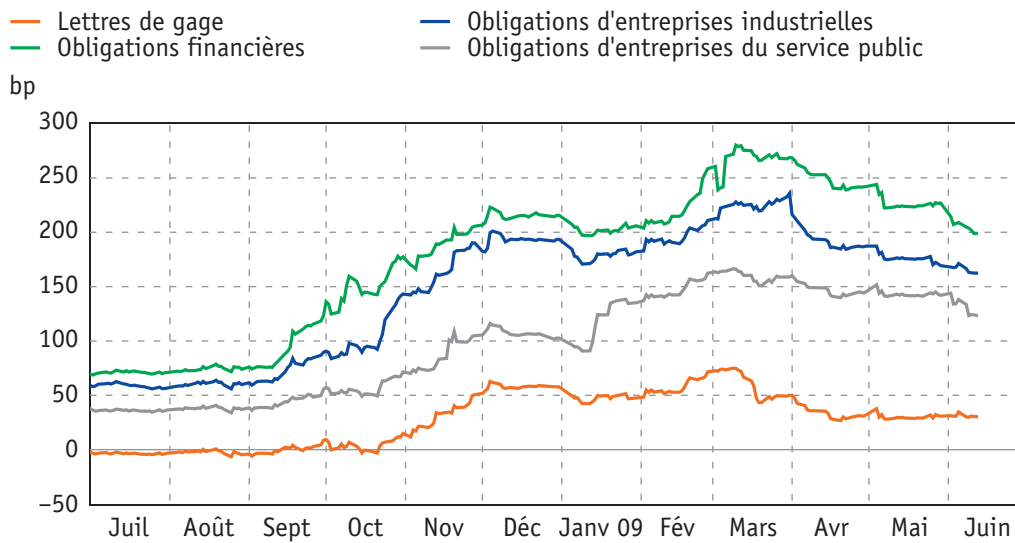


Sources: SNB Markets Analysis Platform et Bloomberg.

Berne, le 18 juin 2009

7

### Graphique 3. Swap spreads



Sources: SNB Markets Analysis Platform et Credit Suisse.

**Tableau 1. Placements de StabFund aux prix de transfert (au 30.09.2008)**

<b>USA (total)</b>	<b>25,5</b>
RMBS	9,6
Prêts hypothécaires résidentiels	0,6
CMBS	4,4
Prêts hypothécaires commerciaux	2,4
ABS (prêts à la consommation)	2,0
ABS (autres prêts)	1,8
CDO	3,2
Prêts à des entreprises	0,5
Prêts à des étudiants (prêts et ABS)	0,9
<b>Europe (total)</b>	<b>12,9</b>
RMBS	5,4
Prêts hypothécaires résidentiels	0,6
CMBS	2,2
Prêts hypothécaires commerciaux	0,5
ABS (autres prêts)	1,3
CDO	2,9
<b>Japon (total)</b>	<b>0,3</b>
Prêts hypothécaires commerciaux	0,3
<b>Total des placements</b>	<b>38,7</b>