

Conférence de presse

Genève, le 17 juin 2010

Remarques introductives de Jean-Pierre Danthine

Comme l'ont souligné les deux premiers intervenants, les nouvelles concernant l'économie sont plutôt positives et indiquent une reprise économique plus rapide que prévu. Les signaux provenant des marchés financiers sont, quant à eux, plus mitigés. Je les passerai en revue dans la première partie de mon exposé. Dans la deuxième partie, j'expliquerai plus en détails les développements concernant la mise en œuvre de la politique monétaire intervenus au cours des derniers mois. Ces développements sont la conséquence des mesures non conventionnelles de politique monétaire adoptées par la Banque nationale suisse (BNS) pour faire face à la crise financière et garantir la stabilité des prix conformément à son mandat.

Les marchés financiers internationaux traversent une période d'incertitude

L'accalmie observée sur les marchés internationaux depuis le printemps 2009 a fait place au cours du deuxième trimestre 2010 à une nouvelle période d'incertitude. En effet, depuis avril 2010, le climat sur les marchés financiers s'est détérioré: le cours des actions est reparti à la baisse, le risque de crédit a de nouveau augmenté et l'instabilité s'est accrue sur les principaux marchés des changes. Comme l'a déjà souligné Philipp Hildebrand ce regain d'incertitude reflète principalement les doutes des investisseurs concernant la capacité de certains Etats à honorer leurs dettes. Ces doutes se sont traduits par une augmentation significative des primes de risque sur la dette de ces pays. Cela les a conduits à mettre en place des plans d'économie importants. Cette situation pèse sur les marchés financiers, et cela malgré les nouvelles plutôt favorables concernant la reprise économique au niveau mondial. De fait, l'incertitude régnant actuellement sur les marchés est élevée; elle demeure toutefois inférieure à celle observée lors de la récente crise. A titre d'exemple, l'indice VIX, qui mesure l'incertitude sur le marché des actions, et l'indice CDX, qui mesure le risque de crédit, sont repartis à la hausse, mais restent significativement moins élevés maintenant qu'à fin 2008, soit à l'apogée de la crise des *subprime* (cf. graphique 1).

L'incertitude liée à la situation fiscale de certains Etats européens a également provoqué un regain de tension sur le marché interbancaire en dollars. Pour y faire face, plusieurs banques centrales, dont la BNS, ont réactivé les facilités de swaps en collaboration avec la FED en vue de fournir, au besoin, les liquidités en dollars nécessaires au bon fonctionnement des marchés. En Suisse, le marché interbancaire est resté calme. L'abondance de liquidités a même fait diminuer les taux interbancaires en francs suisses. Comme le montre le graphique 2, les primes de risque sur le marché interbancaire en

Genève, le 17 juin 2010

2

francs suisses ont également baissé. Elles ont ainsi été réduites de plus de la moitié durant le mois de mai alors que, dans le même temps, les primes de risque sur le marché interbancaire en dollars des Etats-Unis repartaient à la hausse.

Parallèlement à l'incertitude, l'aversion au risque des investisseurs s'est accrue au cours des derniers mois. En conséquence, on a assisté à un déplacement des capitaux vers les investissements perçus comme les plus sûrs (*flight to quality*). Cela s'est traduit, par exemple, par une augmentation du cours de l'or depuis février 2010. L'or coté en francs suisses a ainsi atteint un niveau record au cours du mois de mai 2010.

Le déplacement des capitaux vers les investissements perçus comme les moins risqués a aussi eu des conséquences pour la Suisse. En effet, celle-ci est traditionnellement considérée comme un marché refuge par les investisseurs (*safe haven*). Cette situation a été renforcée par le fait que l'économie suisse a jusqu'ici mieux résisté à la crise que la plupart des pays développés. Cela s'est traduit par des pressions à l'appréciation du franc suisse qui ont entraîné des interventions répétées sur le marché des changes. Les liquidités injectées lors de ces interventions ont fait baisser les taux d'intérêt en francs suisses, en particulier ceux à courtes échéances. Le rendement des obligations suisses à dix ans a, lui aussi, atteint un seuil inférieur à 1,50% au cours du mois de mai 2010. Pour être exhaustif, il faut souligner que le franc suisse n'a pas été la seule monnaie à s'apprécier. Le yen, le dollar des Etats-Unis ainsi que les monnaies des pays nordiques se sont également renforcés face à l'euro.

Des réserves de devises à placer

Comme déjà mentionné par Philipp Hildebrand, la BNS a dû, pour faire face à la crise financière et prévenir les risques de déflation, mettre en place une politique monétaire dite non conventionnelle. Cette politique a eu pour conséquence d'accroître la taille du bilan de la BNS. Cet accroissement s'est fait en deux temps: dans un premier temps, lors de la crise, la BNS a eu recours à des swaps de change euros contre francs, puis, dans un deuxième temps, face à l'appréciation du franc, la BNS est intervenue sur le marché des changes. Dans le cadre de ces mesures non conventionnelles, la BNS a également procédé à des achats d'obligations en francs émises par des débiteurs privés suisses et elle a allongé temporairement le terme de ses opérations de pension de titres.

Je vais me concentrer aujourd'hui sur l'impact des interventions en devises sur le bilan de la BNS. Lors de ces interventions, la BNS a acheté des euros et, dans une moindre mesure, des dollars. Ces achats ont significativement augmenté les réserves de devises de la BNS qui sont ainsi passées de 95 milliards de francs en décembre 2009 à plus de 230 milliards de francs à la fin mai 2010.

Les devises acquises lors des interventions de la BNS ont été investies en papiers-valeurs. La politique de placement de la BNS est axée sur des critères de sécurité et de liquidité, mais aussi de rendement. Afin de satisfaire aux exigences de sécurité et de liquidité, la BNS se concentre sur l'achat de titres liquides de la plus haute qualité. Tous les placements s'inscrivent dans le cadre d'une stratégie fondée sur la diversification prenant également en compte l'éventualité d'événements majeurs de faible probabilité. Cette stratégie vise à assurer la capacité de résistance la plus élevée au bilan de la BNS. J'ajoute

Genève, le 17 juin 2010

3

pour être complet que l'accumulation de réserves supplémentaires en dollars rend aujourd'hui superflue l'émission de Bons de la BNS en dollars initiée en février 2009 pour financer le prêt au SNB Stabfund. Les émissions de Bons en dollars vont donc être interrompues, la dernière devant avoir lieu le 21 juin 2010.

Comme déjà relevé par Philipp Hildebrand, les volumes des interventions en devises induisent un risque de concentration accru pour la BNS; les considérations de politique monétaire restent cependant prédominantes. Il faut par ailleurs garder une vision globale. C'est ainsi que grâce à sa bonne diversification le portefeuille de la BNS pris dans son ensemble n'enregistre pas de pertes depuis le début de l'année. Ceci est notamment dû aux investissements en devises autres que l'euro et à nos placements en or, lesquels constituent par ailleurs une de nos principales sources de risque. Au surplus la perspective appropriée est une perspective de long terme dans laquelle les pertes de changes potentielles devraient être compensées, au moins en partie, par le rendement obtenu sur les placements en devises. Finalement, il faut rappeler que la BNS a constitué des provisions substantielles pour faire face à d'éventuelles pertes futures.

Passage d'un déficit à un surplus de liquidités dans le système financier

Les mesures non conventionnelles auxquelles la BNS a eu recours pour lutter contre les effets de la crise et les risques de déflation ont conduit à un approvisionnement abondant du système financier en liquidités. Ainsi, nous sommes passés petit à petit d'une situation de déficit de liquidités à celle d'un surplus. Concrètement, avant la crise, les banques devaient avoir recours à la BNS pour obtenir les liquidités nécessaires afin de satisfaire aux exigences concernant les réserves minimales. Aujourd'hui, elles disposent de suffisamment de liquidités pour fonctionner sans avoir à se financer auprès de la BNS. Cette situation de surplus de liquidités est appelée à perdurer.

Le passage d'une situation de déficit de liquidités à celle de surplus ne modifie cependant pas la stratégie de politique monétaire de la BNS. Celle-ci vise en effet toujours à stabiliser le Libor à trois mois dans la marge qu'elle s'est imposée. Toutefois, la mise en œuvre de cette politique a évolué pour s'adapter aux nouvelles conditions de liquidités. Dans une situation de déficit de liquidités, la BNS doit approvisionner les marchés en liquidités pour maintenir le Libor à un niveau donné; dans le cas d'un surplus de liquidités, elle doit retirer des liquidités des marchés pour maintenir ce même niveau (cf. graphique 3). On peut comparer cette situation à celle d'un conducteur franchissant un col de montagne. Dans la montée du col, le chauffeur doit appuyer sur la pédale des gaz pour maintenir son véhicule à une vitesse donnée; dans la descente, il doit jouer avec la pédale des freins pour maintenir cette même vitesse.

Utilisation de Bons de la BNS et de mises en pension de titres pour la politique monétaire

La BNS n'est pas la seule banque centrale à se trouver actuellement dans une situation de surplus de liquidités. La plupart des banques centrales ayant utilisé des mesures de politique monétaire non conventionnelles le sont également. Les banques centrales disposent d'un arsenal de mesures pour réduire ce surplus. Après examen des différentes mesures possibles, la BNS a choisi d'utiliser une combinaison de Bons de la BNS (SNB Bills) et de mises en pension de titres (*reverse repos*). Ces outils sont parfaitement en

Genève, le 17 juin 2010

4

harmonie avec notre stratégie de politique monétaire. Une palette d'outils supplémentaires reste cependant à notre disposition en cas de besoin.

Laissez-moi vous expliquer brièvement comment fonctionne la méthode choisie par la BNS. Comme je l'ai déjà souligné, le but de la BNS est de maintenir le Libor à trois mois dans un intervalle donné. Ce taux dépend du niveau des liquidités dans les marchés financiers. En présence d'un surplus de liquidités, la BNS doit retirer plus ou moins de liquidités des marchés pour influencer ce niveau. Elle y parvient en deux temps: d'une part, la BNS émet des Bons de la BNS à diverses échéances. Les banques ou les investisseurs qui achètent ces titres les paient à la BNS avec des liquidités. Ces dernières sont ainsi retirées du système financier. D'autre part, la BNS a recours à des mises en pension de titres pour compléter le retrait des liquidités réalisé à l'aide des Bons de la BNS. Lors d'une mise en pension, la BNS livre un titre à une banque et obtient des liquidités en échange, les retirant ainsi du système financier. Avec une échéance d'une semaine, en général, la mise en pension de titres est utilisée pour gérer les liquidités à court terme. Les Bons sont, quant à eux, utilisés pour une gestion à plus long terme des liquidités (un mois et plus). En combinant ces deux instruments, la BNS peut choisir les conditions d'absorption des liquidités et ainsi influencer le Libor à trois mois. La BNS continue à utiliser, en tant que taux de référence en matière de politique monétaire, une marge de fluctuation assignée au Libor à trois mois.

L'utilisation des Bons de la BNS et des mises en pension de titres dans les faits

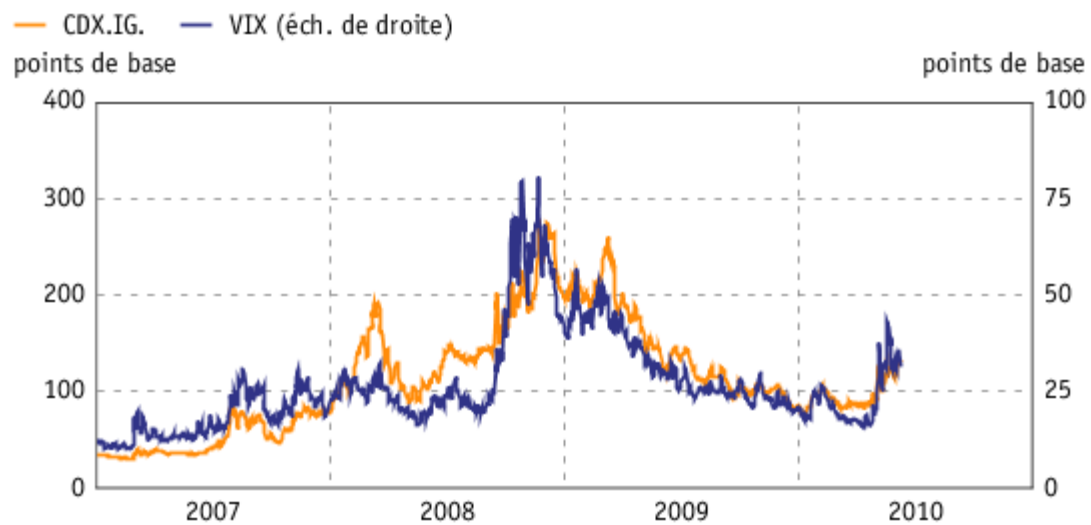
La BNS a recours aux Bons de la BNS depuis octobre 2008. Depuis le début de ce mois, un marché secondaire est disponible pour négocier ces Bons. La présence d'un marché secondaire améliore la liquidité du marché des Bons. Les Bons de la BNS ont d'autres avantages: leur échéance est modulable et peut être adaptée aux besoins de la politique monétaire. De plus, ils permettent une grande flexibilité et peuvent être émis dans des volumes importants.

L'utilisation des Bons par la BNS s'est accentuée depuis mars 2010. Actuellement, la BNS propose des Bons à diverses échéances allant de 1 semaine à 3 mois. L'encours des Bons en circulation s'élevait la semaine dernière à environ 80 milliards de francs. Ceci a permis de réduire les avoirs en compte de virement à 70 milliards de francs. Les Bons de la BNS et les mises en pension de titres ont l'avantage d'être des outils très flexibles qui assurent une mise en œuvre efficace de la politique monétaire en complète harmonie avec la stratégie de politique monétaire pratiquée et éprouvée depuis plusieurs années. Elle reste ainsi dans un univers familier et stable pour ses divers partenaires. La BNS est toutefois prête à adapter rapidement ses instruments de politique monétaire si la situation sur les marchés financiers l'exigeait.

Genève, le 17 juin 2010

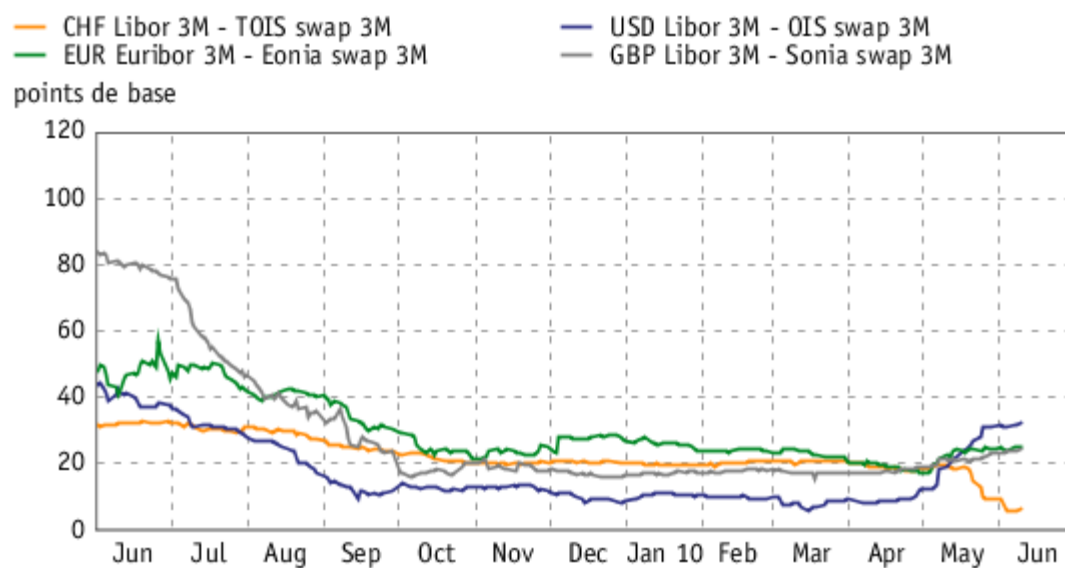
5

Graphique 1. Risque de crédit et incertitude sur le marché des actions



Sources: Bloomberg et SNB Markets Analysis Platform.

Graphique 2. Primes de risque sur le marché monétaire



Sources: Bloomberg et SNB Markets Analysis Platform.

Graphique 3. Passage d'un déficit à un surplus de liquidités

