

La politique monétaire en période mouvementée: l'exemple de la Banque nationale suisse

La crise des marchés financiers s'est peu à peu transformée en une crise économique mondiale qui a également touché de plein fouet la Suisse. La Banque nationale suisse (BNS) a réagi en assouplissant fortement sa politique monétaire et en pratiquant de fait une politique de taux zéro. Elle a maintenu sa capacité opérationnelle en appliquant des mesures non conventionnelles dont le premier bilan est positif: les primes de risque sur les marchés de l'argent et des capitaux ont diminué, et la revalorisation du franc face à l'euro a pu être stoppée sur fond de baisse de la volatilité. Quel sera le moment idéal pour abandonner la politique actuelle de taux zéro? Cette question est capitale si on veut maintenir la stabilité des prix.

L'embellie qui régnait sur les marchés financiers a pris fin à l'été 2007. Une période exceptionnellement longue caractérisée par des taux d'intérêt bas, une volatilité très faible et une hausse sans précédent des marchés immobiliers aux États-Unis et en Europe a finalement engendré une crise des marchés financiers d'une ampleur inégalée. La faillite de la banque d'investissement américaine Lehman Brothers en septembre 2008 a, en particulier, sensiblement aggravé la situation. Tout à coup, la confiance s'est muée en incertitude, la prévisibilité en volatilité, la prise de risques en aversion pour ceux-ci. Ces revirements ont provoqué une hausse fulgurante des primes de risque et une chute brutale du cours des actions (voir *graphique 1*).

De la crise financière à la récession

La crise sur les marchés financiers internationaux, qui s'est accentuée de manière spectaculaire à l'automne 2008, s'est soudainement propagée à l'économie mondiale et a engendré la récession la plus importante depuis la Grande Dépression. Le choc conjoncturel consécutif a été très rapide et synchrone. Le secteur bancaire et les marchés financiers en ont subi le contrecoup, aggravant encore la crise financière. La Suisse a elle aussi été entraînée dans la spirale baissière, notamment parce que son économie est fortement axée sur le commerce extérieur et les marchés financiers. Elle est entrée en récession au second semestre de 2008 et l'année 2009 s'annonce pour le moins morose.

La demande anémique, la sous-utilisation des capacités de production et le faible prix du pétrole ont déclenché un vaste processus de désinflation au niveau mondial. On observe même un risque de déflation dans cer-

tains pays dont la Suisse, où l'inflation est passée de 3,1%, son maximum, en juillet 2008 à -1% en juin 2009.

La tâche de la politique monétaire

Face à la détérioration de la situation économique et financière, une question se faisait de plus en plus pressante: comment la politique monétaire pouvait-elle contribuer à combattre la crise? Elle peut, en règle générale, s'adapter rapidement et déployer plus vite ses effets sur les liquidités, les taux d'intérêt et le cours des changes que d'autres mesures de politique économique. Ses objectifs en matière de stabilité concernent trois objets: les prix, la conjoncture et les marchés financiers. La stabilité des prix est prioritaire si l'on veut atteindre les deux autres objectifs. Il est possible de classer chacun d'eux en fonction du laps de temps s'écoulant entre la prise de mesures monétaires spécifiques et leurs effets sur l'objectif concerné. C'est au niveau des prix que ce décalage est le plus grand. Aussi la politique monétaire vise-t-elle principalement à ce qu'ils soient stables à long terme. À moyen terme, c'est-à-dire dans une perspective d'un à deux ans, la priorité est donnée à la stabilité conjoncturelle, tandis qu'à court terme, les mesures de politique monétaire tendent à garantir la stabilité des marchés financiers et le fonctionnement du marché monétaire.

La réaction conventionnelle de la politique monétaire à la crise

En Suisse, la Banque nationale a réagi avec rapidité et résolution face à la dégradation importante de la situation économique et financière, en réduisant considérablement le degré de restriction de sa politique monétaire.

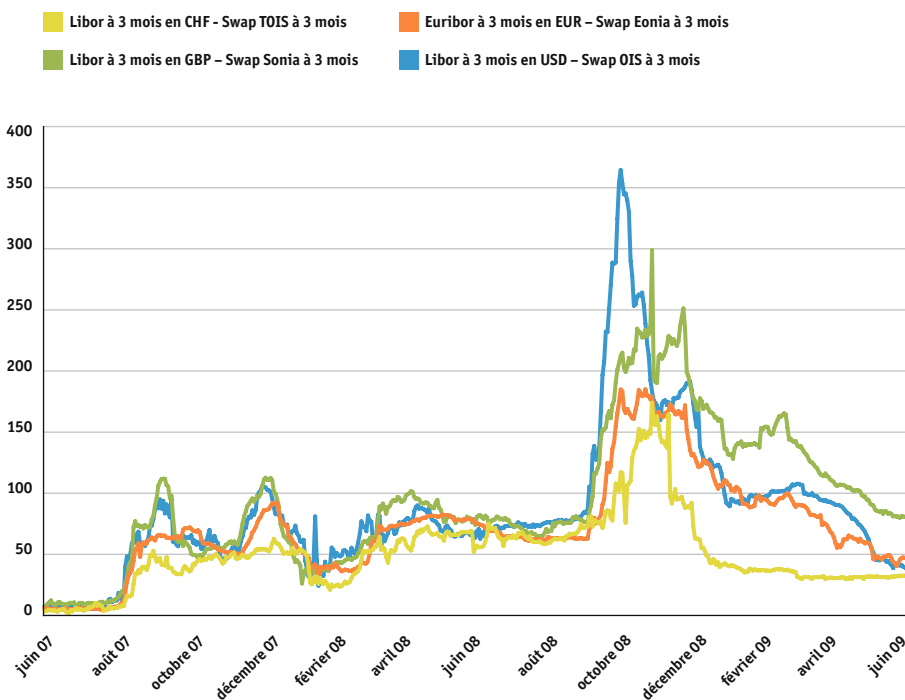
L'accent a tout d'abord été mis sur la revitalisation du marché de l'argent et sur la stabilité du système financier. Compte tenu des tensions sur le marché monétaire en francs aux niveaux national et international, la BNS a généreusement alimenté le système bancaire en liquidités avec des échéances diverses, de façon quasi illimitée, lorsque cela était nécessaire. L'approvisionnement du marché européen en francs a été assuré au moyen



P. Thomas Jordan
Membre de la Direction générale de la Banque nationale suisse, Zurich

Graphique 1

Primes de risque sur le marché monétaire, juin 2007–juin 2009



Source: Bloomberg / La Vie économique

d'accords sur des swaps de change conclus avec la Banque centrale européenne (BCE) et les banques centrales polonaise et hongroise. Il convient de noter à cet égard que toutes les pensions de titres et opérations de swap, nationales ou internationales, sont gagées et limitées dans le temps. La BNS a, en outre, émis ses propres titres de créance (Bons de la BNS) afin d'accroître sa flexibilité dans la gestion des liquidités. Elle a également soutenu une solution privée visant à rétablir les possibilités de refinancement sur le marché interbancaire: on a ainsi pu remédier aux déséquilibres de refinancement entre les grandes banques et les autres établissements sis sur le territoire suisse à l'aide de lettres de gages, avec la participation de la Banque des lettres de gage d'établissements suisses de crédit hypothécaire.

L'éclatement de la crise financière a rapidement mis en évidence le fait que les grandes banques helvétiques seraient durement touchées en raison de leur exposition au marché des titres garantis par des hypothèques et de leurs engagements dans le domaine des opérations de financement à fort effet de levier («leveraged finance»). L'UBS, notamment, s'est retrouvée dans une situation délicate suite à la faillite de Lehman Brothers à l'automne 2008. Compte tenu de l'importance systémique de cette banque, le Conseil fédéral, la Commission fédérale des banques (CFB, désormais la Finma) et la

BNS ont décidé mi-octobre d'un train de mesures étatiques destinées à renforcer le système financier suisse. En plus d'une recapitalisation de la banque par la Confédération, la principale disposition consistait à offrir à UBS la possibilité de transférer des actifs illiquides à une société à but spécial de la Banque nationale (SNB StabFund) à hauteur maximale de 60 milliards d'USD.

Depuis l'annonce de ce train de mesures en faveur de l'UBS le 16 octobre 2008, l'évolution des marchés a montré que le transfert d'actifs illiquides de cet établissement à SNB StabFund était judicieux et absolument nécessaire. Si l'UBS avait conservé ces actifs et les avait évalués à leur valeur de marché, la survie de l'établissement aurait été menacée ces derniers mois.

Entre septembre 2008 et mars 2009, en raison de la propagation de la crise des marchés financiers à l'économie réelle, la BNS a cherché à stabiliser la conjoncture en baissant à cinq reprises, et de 250 points de base au total, le niveau retenu pour le Libor à trois mois en francs, le ramenant à 0,25%. Auparavant, elle avait déjà compensé régulièrement la hausse des primes de risque sur le marché monétaire durant la crise financière en stabilisant le Libor, ce qui a protégé l'économie suisse contre une augmentation des taux d'intérêt (voir *graphique 2*). Le Libor à trois mois est géré indirectement par l'intermédiaire du taux appliqué aux pensions de titres à une semaine, qui a été abaissé à 0,05% en décembre 2008.

La Banque nationale applique de facto une politique de taux zéro depuis la fin 2008. L'utilisation d'instruments conventionnels ayant atteint sa limite naturelle, la BNS a dû relever des défis importants lorsque l'appréciation de la situation en mars 2009 a révélé la nécessité de donner une nouvelle fois un caractère résolument plus expansionniste à la politique monétaire: la situation économique s'était fortement dégradée et les risques de déflation avaient considérablement augmenté. De plus, les conditions de financement des entreprises sur le marché des capitaux s'étaient clairement durcies, et le risque d'une revalorisation persistante du franc, qui aurait pénalisé de manière indésirable les conditions monétaires, était très fort.

Des mesures non conventionnelles face à la crise

La BNS n'a alors eu d'autre choix que de recourir à des mesures non conventionnelles afin de renforcer le caractère expansionniste de sa politique monétaire. Aussi a-t-elle décidé de proposer des pensions de titres portant sur des durées plus longues et d'acquies-

rir, selon les besoins, des devises ainsi que des obligations en francs. Par ces mesures, la BNS entend, d'une part, accroître les liquidités (assouplissement quantitatif ou «quantitative easing») et, d'autre part, contribuer à réduire certaines primes de risque (politique d'assouplissement du crédit ou «credit easing»).

L'achat de devises

Les interventions sur le marché des changes constituent la principale mesure non conventionnelle de la Banque nationale. Les achats de devises servent d'assurance contre la menace d'une revalorisation forte et indésirable du franc, et complètent les instruments de politique monétaire dans les périodes de taux zéro. L'économie suisse est ainsi protégée contre les fluctuations du cours des changes, qui découlent de l'attrait du franc comme valeur refuge et pourraient entraîner une déflation. L'objectif est d'empêcher un raffermissement du franc en agissant en temps opportun. Par contre, il n'est nullement question de favoriser sa dépréciation par rapport aux autres monnaies. La BNS suit constamment l'évolution du marché des changes et intervient de manière ponctuelle, en fonction de la situation.

Jusqu'à présent, les interventions de la BNS ont atteint leur but: la revalorisation du franc par rapport à l'euro a pu être stoppée et la volatilité du cours euro-franc a sensiblement diminué. Si nécessaire, la Banque nationale continuera d'intervenir sur le marché des changes afin de contrer une hausse du franc face à l'euro. En la matière, la BNS est en position de force. Étant donné les taux d'intérêt proches de zéro et la politique d'assouplissement quantitatif, elle dispose d'un avantage par rapport aux opérateurs qui, sur les marchés, misent sur un raffermissement du franc. Lors de ses interventions, la BNS n'a ni à tenir compte d'un certain niveau des taux d'intérêt, ni à neutraliser l'expansion de la masse monétaire.

L'acquisition d'obligations en francs

L'acquisition d'obligations en francs de débiteurs privés suisses vise à réduire les primes de risque afférentes à des crédits et des échéances sur le marché helvétique des capitaux. Ces achats ne privilégient aucune entreprise ni aucun secteur économique en particulier. D'une manière générale, cette mesure a pour but de faciliter le refinancement des sociétés, la BNS s'efforçant d'obtenir le plus d'effets possible sur les primes de risque et sur la liquidité du marché avec une mise de capitaux minimale.

Outre ses achats sur le marché secondaire, la Banque nationale opère sur le marché primaire en favorisant directement les recueils de fonds. Au départ, l'accent était mis exclusivement sur les emprunts émis par des centrales de lettres de gage, mais depuis début avril, la BNS achète également des obligations d'entreprises. Ces deux segments devraient permettre d'obtenir le maximum d'effets sur l'ensemble du marché. En principe, ces achats portent uniquement sur des emprunts courants aux prix du marché. Hormis les lettres de gage, la Banque nationale n'a acheté aucune obligation d'établissements financiers, ni fixé de plafond pour ces opérations.

Le premier bilan des achats d'obligations en francs est également positif: les primes de risque ont nettement reculé, même si le climat favorable sur les marchés financiers n'est pas totalement étranger à ce repli. Cela se reflète également dans la forte croissance du volume des émissions observée ces dernières semaines sur le marché suisse des capitaux.

Perspectives

L'économie suisse doit faire face à sa plus forte récession depuis 1975. Pour 2009, la Banque nationale s'attend à un recul du produit intérieur brut réel compris entre 2,5% et 3%. Selon ses dernières prévisions, l'inflation devrait continuer à marquer le pas en 2009 et atteindre un plancher de -1%. Le renchérissement annuel moyen sera vraisemblablement de -0,5% cette année. La stabilisation des principaux indicateurs conjoncturels observée actuellement à l'étranger et la reprise qui semble s'amorcer depuis peu sur les marchés financiers laissent espérer que le creux de la vague sera bientôt franchi dans notre pays. La BNS prévoit une légère reprise conjoncturelle au cours de l'année prochaine, l'inflation devant également être légèrement positive en 2010 et 2011, avec un renchérissement annuel moyen de respectivement 0,4% et 0,7%.

Les mesures déjà adoptées par la BNS pour faire face à la crise ont permis d'éviter le pire à l'économie suisse. La banque centrale a, en outre, démontré sa marge de manœuvre, même dans une phase de taux zéro, et son aptitude à réagir avec flexibilité à un durcissement indésirable des conditions monétaires. Pour autant, l'application actuelle de mesures non conventionnelles ne doit pas compromettre la stabilité des prix à moyen et à long terme. La BNS devra donc veiller à ce que, le moment venu, la future normalisation de la politique monétaire n'enraye pas la reprise conjoncturelle. C'est pourquoi elle accorde une importance capi-

Encadré 1

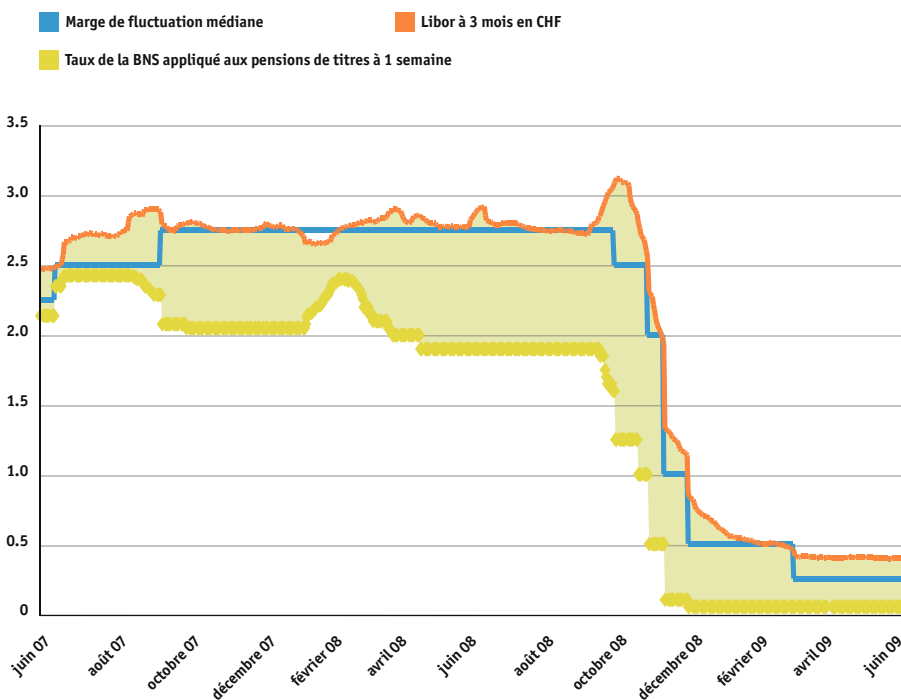
Un dilemme pour les banques centrales?

Les banques centrales, prétend-on, se trouvent souvent face à un dilemme, car elles souhaitent poursuivre plusieurs objectifs avec un seul instrument (en général, le taux d'intérêt à court terme). Même si des arguments théoriques convainquent de l'impossibilité d'une telle action, la pratique démontre que cela ne restreint pas pour autant la liberté d'intervention des banques centrales. Il y a à cela trois raisons:

1. Les objectifs de stabilité ne s'opposent pas, mais se conditionnent mutuellement. Une politique monétaire visant une stabilité des prix à long terme apporte également l'équilibre au niveau conjoncturel et sur les marchés financiers. De plus, la capacité d'une banque centrale à contribuer à cet équilibre dépend fortement de son aptitude à assurer la stabilité des prix, car seule cette dernière, si elle est durable, lui confère la marge de manœuvre suffisante pour remédier à d'autres dysfonctionnements.
2. Un instrument peut permettre d'atteindre plusieurs objectifs, mais il faut alors tenir compte des différents décalages avec lesquels il déploie ses effets sur chacun d'entre eux. Par exemple, des mesures monétaires axées sur une stabilisation du marché financier à court terme ou sur un lissage conjoncturel à moyen terme ne compromettent pas la stabilité des prix à long terme si d'autres mesures viennent rectifier à temps le cours de la politique monétaire.
3. La politique monétaire ne se résume pas à un seul outil, mais comprend une vaste palette d'instruments et de mesures pouvant être activés selon les besoins et les objectifs. Les actions entreprises dans ce domaine pendant la crise actuelle l'ont d'ailleurs démontré.

Graphique 2

Efficacité de la politique monétaire de la BNS, juin 2007–juin 2009



Source: BNS / La Vie économique

Encadré 2

La transaction avec l'UBS

La transaction avec l'UBS prévoyait que la grande banque puisse transférer des titres illiquides et d'autres actifs à SNB StabFund pour un montant maximum de 60 milliards d'USD. Le transfert des actifs a été effectué aux prix de fin septembre 2008 et se fondait soit sur la valeur comptable estimée par l'UBS, soit sur la valeur déterminée par la BNS à partir d'expertises indépendantes, l'évaluation la plus basse étant chaque fois prise en compte. Le transfert a été achevé début avril et s'élève, au total, à 38,7 milliards d'USD. Le prix de reprise était inférieur d'un milliard d'USD environ aux valeurs comptables de l'UBS de fin septembre 2008.

Le financement de SNB StabFund repose sur deux piliers :

- des fonds propres provenant d'une option d'achat sur des parts de fonds vendue par la BNS à l'UBS pour un montant équivalant à 10% des actifs repris;
- un emprunt accordé par la BNS à la société à but spécial, qui correspond à 90% de la valeur des actifs repris.

Comme ce transfert de 38,7 milliards d'USD comprend également des engagements considérables sous forme de dérivés qui ne nécessitaient pas encore de financement de la part de la BNS à ce moment-là, le financement initial de SNB StabFund est largement en-deçà du prix de reprise. Il a été assuré à hauteur de 26,6 milliards d'USD un prêt de la BNS à SNB StabFund et à concurrence de 3,9 milliards d'USD par une tranche de fonds propres financée par UBS. Ce prêt est libellé à environ 80% en USD. Au début, la

BNS a refinancé la totalité de cette part en USD par l'intermédiaire d'une facilité de swap de change conclue avec la Banque de Réserve fédérale. Depuis, le refinancement du prêt s'effectue en grande partie via l'émission de Bons de la BNS libellés en USD et la conclusion d'opérations de dépôts de titres sur plusieurs années.

Jusqu'à présent, l'évolution des marchés a fortement influé sur les actifs de SNB StabFund. Les chances de voir la société à but spécial rembourser finalement le prêt restent cependant intactes. Les marchés peuvent se redresser. En outre, les actifs ont jusqu'ici généré des cash-flows relativement robustes. L'apport en capital fourni par l'UBS sert de garantie primaire contre des pertes éventuelles. De plus, la BNS dispose d'un droit conditionnel sur 100 millions d'actions UBS, si la liquidation des actifs devait entraîner une perte pour SNB StabFund.

Le portefeuille de la société à but spécial comprend plusieurs milliers de positions. La stratégie de gestion est axée sur une évaluation du rendement et du risque à long terme. Elle consiste à conserver jusqu'à leur échéance les actifs dont le cash-flow attendu dépasse la valeur actuelle de marché («hold-to-maturity strategy»). Les occasions de vente qui se présenteront pour les autres actifs seront saisies. Les actifs sont gérés de manière à ce que le prêt de la BNS puisse être remboursé autant que possible intégralement.

tale à la réduction nécessaire à moyen terme des liquidités massivement injectées et à la meilleure façon d'y parvenir.

Pour la Banque nationale, la résorption des liquidités est rapide et facile à réaliser sur le plan technique, car les Bons de la BNS constituent un instrument efficace en la matière et de nombreuses mesures non conventionnelles cessent de produire leurs effets lorsqu'elles ne sont pas renouvelées. Dans la pratique, la BNS devra toutefois relever des défis importants lors de la normalisation de la politique monétaire. Une stratégie de sortie optimale doit, par exemple, définir dans quel ordre et à quel rythme les mesures non conventionnelles seront abandonnées. Il est en outre extrêmement difficile de déterminer en temps réel le meilleur moment pour cette normalisation. Les modèles et les indicateurs permettant d'évaluer les risques inflationnistes n'intègrent pas suffisamment les mesures non conventionnelles, ni les paramètres d'une crise financière et conjoncturelle quasiment unique dans l'histoire; il est donc fondamental que les responsables définissent très exactement le moment idéal pour un retour à la normale. En outre, les mesures correctrices nécessaires seront impopulaires. La BNS devra, par conséquent, également faire face à la pression politique et aux critiques de l'opinion publique si elle veut engager à temps la normalisation de sa politique monétaire.