

Exposé

Embargo jusqu'au

16 novembre 2017, 18 h 30

Evolution du marché des capitaux en francs et politique monétaire de la BNS

Apéritif «Marché monétaire»

Andréa M. Maechler

Membre de la Direction générale*

Banque nationale suisse

Genève, le 16 novembre 2017

© Banque nationale suisse, Zurich, 2017

* L'intervenante remercie Dirk Faltin et Martin Weder de leur précieuse contribution à la rédaction du présent exposé. Ses remerciements s'adressent également aux collègues de la Banque nationale suisse pour leurs nombreux et excellents commentaires et suggestions.

Mesdames et Messieurs,

Je vous souhaite une cordiale bienvenue à l'édition 2017 de l'Apéritif «Marché monétaire» de la Banque nationale suisse (BNS). Merci d'avoir répondu si nombreuses et si nombreux à notre invitation. Il est en effet très important, pour nous à la BNS, d'aller à la rencontre des acteurs de l'économie et de la finance suisse.

Cet apéritif comprend traditionnellement deux exposés. Je vous parlerai aujourd'hui des évolutions que l'on peut observer sur le marché des capitaux en francs. Mon collègue, Dewet Moser, se penchera quant à lui sur le marché des changes et les modifications à venir concernant les taux d'intérêt de référence.

Comme vous le savez, la BNS maintient inchangée sa politique monétaire expansionniste. Celle-ci continue à reposer sur deux piliers: le taux d'intérêt de $-0,75\%$ appliqué aux avoirs à vue à la BNS et notre disposition à intervenir au besoin sur le marché des changes. Ensemble, ces deux éléments permettent de réduire les pressions à la hausse sur le franc et, ainsi, d'éviter un resserrement inopportun des conditions monétaires en Suisse. Le franc a quelque peu fléchi ces derniers mois sur une base pondérée par le commerce extérieur, comme le montre le **graphique 1**. Mais son niveau demeure élevé. Nous estimons en outre que la situation sur le marché des devises reste fragile.

Permettez-moi de vous rappeler le contexte actuel dans lequel évolue notre politique monétaire. Dans le sillage de la crise financière mondiale, la demande de francs avait considérablement augmenté par moments, ce qui avait rapidement entraîné une très forte appréciation du franc. Sur le plan économique régnait alors la menace de graves perturbations et d'une déflation, à savoir d'une baisse durable et dommageable du niveau des prix. C'est pourquoi la BNS a annoncé pour la première fois, en mars 2009, qu'elle effectuait des achats de devises afin d'endiguer la hausse du franc. Depuis, elle a acquis des devises pour un montant d'environ 600 milliards de francs.

Début 2015, le taux d'intérêt a été ramené à $-0,75\%$. Il est appliqué aux avoirs à vue que les banques et d'autres intervenants sur les marchés financiers détiennent à la BNS et qui excèdent un certain montant exonéré. Cet instrument de politique monétaire a pour objectif d'abaisser le niveau général des taux d'intérêt en Suisse et de rétablir, du moins partiellement, les écarts entre les taux suisses et ceux de l'étranger. Depuis son introduction, une part considérable des emprunts obligataires en francs affiche un rendement négatif. Ces rendements bas réduisent l'attrait des placements en francs et contribuent à atténuer la surévaluation de notre monnaie.

Les mesures de politique monétaire se sont donc répercutées sur le marché obligataire, ce dernier représentant un élément important pour la transmission de la politique monétaire à l'économie réelle. Dans mon exposé d'aujourd'hui, j'examinerai ces répercussions sous deux angles. Dans la première partie, j'aborderai la manière dont le bas niveau des taux d'intérêt a influé sur le comportement des émetteurs et des investisseurs sur le marché des capitaux en francs. Nous constatons notamment que le montant total des encours de ce marché n'a pas

progressé ces dernières années, malgré des conditions de financement nettement plus favorables. Ce qui frappe également, c'est le recul constant de la part des investisseurs étrangers.

J'examinerai dans la seconde partie de mon exposé comment les investisseurs constituent et détiennent les positions résultant de la demande supplémentaire de francs. Les statistiques dont nous disposons montrent que, depuis un certain temps, les investisseurs ont constitué davantage de positions en francs au moyen d'opérations à terme sur devises, donc de produits dérivés.

Pas d'accroissement de l'endettement sur le marché des capitaux malgré des taux d'intérêt extrêmement bas

Dans l'ensemble, malgré le bas niveau des taux d'intérêt, le marché obligataire en francs a légèrement reculé à la suite de facteurs particuliers. Permettez-moi d'aborder maintenant les mécanismes plus en détail.

Etant donné l'environnement mondial de taux d'intérêt très bas, les coûts de l'endettement ont constamment baissé ces dernières années. Le taux d'intérêt négatif appliqué par la BNS a encore accentué cette évolution en Suisse. On pourrait donc logiquement s'attendre à ce que les émetteurs aient profité de la situation pour s'endetter plus fortement. Cela devrait se traduire par une augmentation des émissions et de l'encours des emprunts. Ainsi, dans de nombreux pays menant une politique monétaire très expansionniste, l'endettement sur le marché des capitaux s'est fortement accru ces dernières années.

En Suisse toutefois, nous avons pu observer la tendance inverse. Comme le montre le **graphique 2**, l'encours total des obligations en francs a atteint son plus haut niveau au printemps 2011 déjà, soit près de 560 milliards de francs. Après avoir peu varié pendant les quatre années qui ont suivi, l'encours total a même diminué d'environ 40 milliards de francs depuis l'introduction du taux d'intérêt négatif en 2015.

Notons que le segment suisse (en bleu) a augmenté constamment depuis la crise financière. Regardons maintenant ensemble ce dernier segment plus en détail. Le **graphique 3** indique l'évolution de l'encours des emprunts en francs d'émetteurs résidents, ventilés par secteurs. Trois aspects attirent immédiatement l'attention. Le premier est que cette évolution est portée principalement par les deux centrales de lettres de gage (la banque de lettres de gage et la centrale d'émission de lettres de gage). Ensemble, elles détiennent une part d'environ un tiers du segment domestique. La forte croissance enregistrée dans ce secteur reflète tant la progression des prêts hypothécaires sur le marché suisse que le recours accru à cet instrument par les banques. En effet, le financement des hypothèques par la levée de fonds à long terme permet une meilleure adéquation entre la durée des actifs et des passifs bancaires par rapport à un financement par des dépôts de la clientèle. En outre, dans le contexte de taux très bas sur le marché des capitaux, les lettres de gage se sont avérées être particulièrement avantageuses par rapport aux dépôts.

Le deuxième aspect est que les entreprises résidentes («Autres entreprises», en bleu clair) ont été un autre facteur important de l'augmentation des emprunts dans le segment suisse. Depuis la crise financière, l'encours des dettes de ces entreprises a plus que doublé pour atteindre près de 70 milliards de francs. Comme le montre le **graphique 4**, cela tient également au fait qu'il est devenu plus attrayant pour les entreprises de se refinancer sur le marché obligataire que sur celui des crédits bancaires. Par rapport au total des engagements et par rapport au produit intérieur brut, le niveau de l'endettement sur le marché des capitaux reste encore bas. L'accroissement des dettes montre cependant que les entreprises ont, comme prévu, profité du niveau exceptionnellement bas des taux d'intérêt pour lever davantage de capitaux. A la suite de cette évolution, le marché des crédits bancaires a légèrement perdu du terrain par rapport au marché des capitaux. Les crédits bancaires continuent toutefois à jouer un rôle essentiel dans le financement externe des entreprises. Comme de nombreux pays européens et le Japon, l'économie suisse dispose toujours d'un système financier centré sur les banques. En effet, les crédits bancaires représentent un peu plus de 80% de l'endettement total des entreprises¹. Au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, par contre, les entreprises se refinancent bien davantage sur le marché des capitaux.

Du point de vue de la politique monétaire, la transmission inégale du taux d'intérêt négatif sur le marché des capitaux et sur celui des crédits est d'autant moins problématique que la BNS n'a jamais cherché prioritairement à stimuler l'octroi de crédits². Il était plus important, et cela est toujours le cas, de rétablir les écarts entre les taux suisses et les taux étrangers et, ainsi, de bénéficier des effets qui en résultent sur le cours de change. Sous l'angle de la stabilité financière, il faut plutôt s'en réjouir, car le danger de déséquilibres accrus se serait aggravé sur les marchés hypothécaire et immobilier.

Le troisième aspect à relever concerne l'évolution dans le secteur public. L'encours des emprunts y a diminué durant les dix dernières années. Les cantons et les communes ont accru leurs emprunts, mais la Confédération a fortement réduit les siens. Alors que l'endettement des collectivités publiques a sensiblement augmenté au niveau mondial à la suite de la crise financière, la Confédération a pu réduire ses dettes grâce à des excédents budgétaires réguliers. Par rapport au total du marché obligataire, ce recul de l'encours des obligations fédérales est toutefois modeste.

Alors que le segment domestique a dans l'ensemble progressé, le segment étranger recule depuis 2011 déjà. Cette évolution est due surtout au fait que le besoin de refinancement des banques européennes a significativement fléchi à la suite de la crise financière et de la dette.

¹ Ce chiffre n'inclut pas les prêts hypothécaires des entreprises, qui augmenteraient encore la part de l'endettement des entreprises financé par les banques.

² A la suite de l'introduction du taux négatif, les taux d'intérêt ont reculé une nouvelle fois beaucoup plus fortement sur le marché des capitaux que sur celui des crédits bancaires. Malgré la baisse des taux du marché, les banques n'ont réduit que partiellement, voire pas du tout, les taux d'intérêt appliqués aux dépôts afin d'empêcher que leur clientèle ne retire ses fonds. Les dépôts de la clientèle représentent une source de financement stable. Afin de contrer le risque d'un recul de leur marge d'intérêt, les banques ne pouvaient pas non plus abaisser à volonté les taux qu'elles appliquaient à leurs crédits. Voir Fritz Zurbrügg (2016), «Taux d'intérêt négatif: une nécessité du point de vue de la politique monétaire, mais à quels risques pour les banques?», exposé présenté devant la Volkswirtschaftliche Gesellschaft du canton de Berne, 24 novembre 2016.

Comme le **graphique 5** le montre, les banques non résidentes – principalement les banques européennes avec une part de 70% – ont enregistré le volume d'émissions de loin le plus important dans le segment étranger. Ces dernières années, elles s'en sont retirées progressivement.

Ce repli pourrait s'expliquer également par des distorsions sur le marché des swaps de devises. En règle générale, le cours à terme d'une monnaie équivaut à son cours *spot* corrigé de l'écart d'intérêt entre les deux monnaies. Or, depuis quelques temps, cette parité n'est plus totalement respectée pour la plupart des devises importantes. Différents facteurs peuvent expliquer cette distorsion: d'une part, les investisseurs ont manifesté un besoin accru de se couvrir contre le risque de change. D'autre part, le renforcement des dispositions réglementaires a restreint les possibilités d'arbitrage pour les banques³. Comme le montre le **graphique 6**, cette situation renchérit la levée de capitaux en francs pour les non-résidents, une fois le coût de la couverture du risque de change pris en compte⁴. Depuis 2008, ce phénomène a été plus marqué pour les émetteurs de la zone dollar que pour ceux de la zone euro.

Pour conclure ce chapitre, on peut constater dans l'ensemble que le volume des émissions sur le marché obligataire ne s'est pas accru, malgré des taux d'intérêt bas. Comme on pouvait s'y attendre, quelques secteurs ont réagi à ces taux d'intérêt bas en augmentant les émissions, mais des facteurs particuliers tels que l'évolution des finances de la Confédération et le besoin de refinancement moins grand des banques européennes ont exercé un effet modérateur.

Les placements en francs ont perdu de leur attrait notamment pour les investisseurs étrangers

Dans l'ensemble, le marché obligataire en francs a perdu de son attrait pour les investisseurs, et cela également du fait de l'application du taux d'intérêt négatif et des achats de devises effectués par la BNS. En comparaison internationale, le marché obligataire en francs est de taille modeste et peu liquide, ce qui le rend relativement peu attrayant pour de nombreux investisseurs. Ainsi, la part des intervenants non résidents sur ce marché est depuis longtemps très faible. Elle est passée de 21% à 15% entre 2008 et 2014 malgré une demande de francs parfois très élevée. Depuis l'introduction du taux d'intérêt négatif, la part des investisseurs non résidents a encore baissé. Elle s'inscrit actuellement à 11% environ (**graphique 7**).

Miroir de cette évolution, la part des investisseurs résidents a augmenté. Pour leurs placements à long terme, ces derniers privilégient souvent les obligations suisses ou doivent en détenir une certaine part en raison des réglementations en vigueur.

³ Voir Borio, Claudio et al. (2016), «The failure of covered interest parity. FX hedging demand and costly balance sheets», BIS Working Papers n° 590, octobre 2016.

⁴ Prenons l'exemple d'un emprunteur américain qui émet une obligation en francs. Il vend immédiatement les francs ainsi obtenus sur le marché au comptant et achète des dollars des Etats-Unis. Pour couvrir son risque de change, il achète des francs à terme contre des dollars. Etant donné les distorsions actuelles, les coûts effectifs de couverture sont plus élevés sur le marché à terme que ceux qui résulteraient des écarts explicites entre les taux d'intérêt.

Nous observons cependant toujours une forte demande de l'étranger dans certains segments du marché obligataire en francs comme celui des créances comptables à court terme. Comment expliquer ce qui peut sembler être un paradoxe? Les distorsions sur le marché des swaps de devises que j'ai mentionnées précédemment sont un facteur à considérer. Alors que ces distorsions rendent les emprunts plus onéreux pour les émetteurs non-résidents, elles ont un effet inverse pour les investisseurs non résidents et offrent des possibilités d'arbitrage particulières. Moyennant une couverture des risques de change, les investisseurs des zones dollar ou euro obtiennent ainsi un rendement supérieur sur les placements en francs⁵.

Comme le montre le **graphique 8**, les offres lors des émissions hebdomadaires sont fortement sursouscrites. Malgré un rendement moyen très bas à l'échéance, les soumissions ont été nettement supérieures aux attributions effectives (en bleu). Actuellement, quelque 60% des créances comptables à court terme en cours sont en mains d'investisseurs non résidents.

Dans l'ensemble, on peut constater qu'en dépit de la demande accrue de francs et des taux d'intérêt bas en Suisse, le marché obligataire en francs s'est développé de manière modérée. Dans le même temps, la BNS est intervenue sur le marché des changes afin de réagir à la demande accrue de francs et d'empêcher une nouvelle hausse de notre monnaie. Cela laisse supposer que les francs supplémentaires n'ont été investis que dans une mesure restreinte dans des titres libellés en francs⁶. Par conséquent, la question se pose de savoir sous quelle forme les investisseurs ont constitué et détenu les positions supplémentaires en francs.

Les positions en francs ont été davantage constituées à l'aide de produits dérivés

Les opérations à terme sur devises ont gagné en importance ces dernières années. Les investisseurs ont en principe deux possibilités pour constituer des positions en francs et, partant, pour réduire le risque de change. Ils peuvent soit vendre leurs placements en monnaies étrangères et acquérir à la place des titres en francs, soit conserver les placements en monnaies étrangères, mais couvrir le risque de change qui en découle au moyen d'opérations à terme sur devises, donc par des produits dérivés.

Bien que ces deux stratégies soient utilisées dans la pratique, l'évolution des dépôts bancaires semble indiquer un recours accru aux opérations de couverture. C'est ce que montre également l'augmentation de la part des placements en monnaies étrangères des caisses de pensions suisses qui sont assurés contre le risque de change.

Lorsque la Banque nationale accroît le niveau des liquidités dans le système bancaire en achetant des devises contre des francs, il peut en résulter un accroissement des dépôts de la clientèle auprès des banques commerciales. Entre mi-2011 et mi-2013, les investisseurs ont augmenté leurs positions en francs en demandant des placements en francs. Ils ont donc vendu

⁵ Il s'agit du mécanisme inverse à celui décrit dans la note de bas de page précédente.

⁶ Pour ce qui concerne le prix des actions, le marché suisse a évolué de manière similaire aux marchés européens.

des monnaies étrangères sur le marché des changes et déposé le produit de ces ventes sur des comptes à vue auprès de leurs banques⁷. Cela signifie que les dépôts de la clientèle ont reflété en grande partie l'accroissement des liquidités créées par la Banque nationale dans le système bancaire suisse.

Depuis quelque temps toutefois, les statistiques indiquent que ce comportement a changé. Ainsi, contrairement à la première phase, il n'y a pas eu de dépôts supplémentaires de la clientèle issus de la vente de devises. Cette évolution pourrait s'expliquer par le fait que, au lieu de déposer leurs placements en francs sur leurs comptes, les investisseurs résidents ont plutôt conservé leurs placements en monnaies étrangères, mais en les couvrant contre le risque de change. Cette couverture s'est faite au moyen de produits dérivés revêtant la forme d'opérations à terme sur devises ou de swaps de change⁸. Les investisseurs ont donc par exemple acheté à terme des francs par l'intermédiaire de leurs banques. Ces banques ont de leur côté couvert le risque de change découlant de ces opérations en demandant des francs sur le marché au comptant (*spot*). Cette demande a finalement engendré des pressions à la hausse sur le franc, auxquelles la BNS a répondu par des achats de devises.

L'augmentation des opérations de couverture au moyen de produits dérivés est notamment visible du côté des caisses de pensions suisses. Les investisseurs institutionnels détiennent depuis longtemps une part importante de leur fortune en placements en monnaies étrangères à des fins de diversification ou de rendement. Le risque de change y afférent est toutefois de plus en plus couvert par des opérations à terme sur devises. Comme l'illustre le **graphique 9**, la part des monnaies étrangères après couverture a diminué de manière continue ces dernières années, alors que, parallèlement, la part des placements en monnaies étrangères s'est accrue pour atteindre près de 50%.

Rétrospectivement, du fait de l'appréciation du franc et de l'écart de taux d'intérêt relativement faible entre les placements en monnaies étrangères et ceux en francs, une couverture complète des risques de change s'est révélée judicieuse et peu onéreuse.

Nous estimons actuellement que l'économie mondiale continuera à se renforcer. Aux Etats-Unis, les taux d'intérêt directeurs sont en hausse depuis quelque temps déjà, et les marchés tablent sur un nouveau resserrement des conditions monétaires. Ainsi, l'écart de taux entre l'étranger et la Suisse devrait s'accroître à l'avenir. Dans un tel scénario, on pourrait s'attendre à ce que les investisseurs en Suisse détiennent de nouveau davantage de placements en monnaies étrangères en couvrant moins le risque de change.

⁷Voir *Bulletin trimestriel* 3/2016, page 26, Banque nationale suisse. Pour une description plus détaillée de la méthode de calcul, voir Altermatt, Lukas et Romain Baeriswyl (2015), «Effets de l'expansion de la monnaie centrale sur le bilan des banques en Suisse», dans *Bulletin trimestriel* 1/2015, pp 34-45, Banque nationale suisse.

⁸Une autre explication possible serait que des changements importants soient intervenus au niveau des opérations avec des banques domiciliées à l'étranger. Voir Auer, Raphael A. (2015), «Valeur refuge: la demande internationale de francs suisses durant la crise de la zone euro», dans *Bulletin trimestriel* 2/2015, pp 40-52, Banque nationale suisse.

Conclusion

Mesdames et Messieurs, j'en arrive ainsi à la fin de mon exposé.

Dans l'ensemble, on peut constater qu'en dépit de la demande accrue de francs et des taux d'intérêt bas en Suisse, le marché obligataire en francs s'est développé de manière modérée. Contrairement à d'autres pays, l'endettement obligataire en francs n'a pas augmenté malgré des conditions de refinancement favorables. Du côté des investisseurs, les placements en francs ont perdu de leur attrait, en particulier pour les investisseurs étrangers. Cela laisse supposer que les francs supplémentaires n'ont été investis que dans une mesure restreinte dans des titres libellés en francs. Les mesures de politique monétaire se sont donc aussi répercutées sur le marché obligataire en francs.

Nous constatons également que la forme sous laquelle les investisseurs détiennent les positions supplémentaires en francs a changé. En effet, il semble qu'ils se sont tournés davantage vers des produits dérivés pour couvrir leur risque de change plutôt que vers des placements sous forme de dépôts. L'accroissement des placements des caisses de pensions suisses en monnaies étrangères avec couverture contre le risque de change semble confirmer cette tendance. Dans ce contexte, la BNS maintient inchangée sa politique monétaire expansionniste, qui repose sur deux piliers: le taux d'intérêt de $-0,75\%$ appliqué aux avoirs à vue à la BNS et notre disposition à intervenir au besoin sur le marché des changes. Cette politique vise à stabiliser l'évolution des prix et à soutenir l'activité économique. L'affaiblissement du franc au cours des derniers mois a contribué dans une certaine mesure à réduire sa nette surévaluation. Cependant, le franc se maintient à un niveau élevé.

Je vous remercie de votre attention et cède la parole à mon collègue, Dewet Moser, qui va vous parler plus en détail des développements récents sur les marchés monétaire et des changes.

Evolution du marché des capitaux en francs et politique monétaire de la BNS

Andréa M. Maechler

Membre de la Direction générale de la Banque nationale suisse

Apéritif «Marché monétaire»

Genève, le 16 novembre 2017

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK

BANQUE NATIONALE SUISSE

BANCA NAZIONALE SVIZZERA

BANCA NAZIUNALA SVIZRA

SWISS NATIONAL BANK



Depuis le début de l'année, le franc a baissé d'environ 5%, mais reste à un niveau élevé

ÉVOLUTION DU COURS DU FRANC PONDÉRÉ PAR LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Indice (1^{er} janvier 2007 = 100)

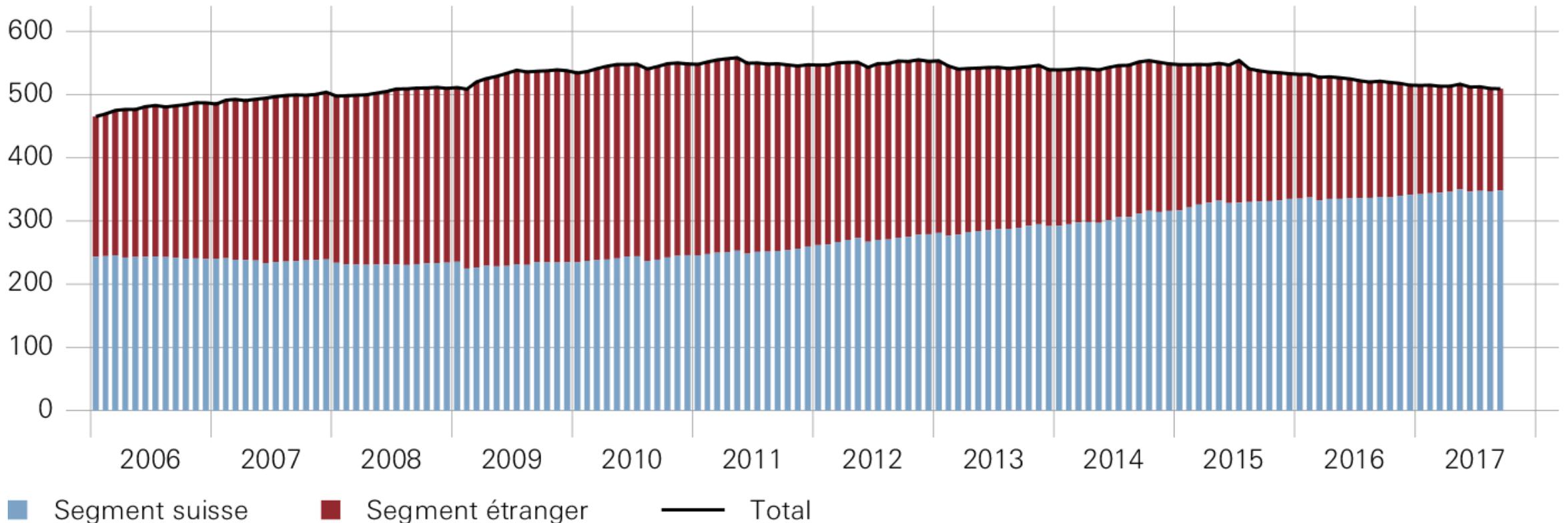


Sources: Bloomberg, BNS et JP Morgan.

Le marché obligataire en francs a légèrement reculé malgré le niveau extrêmement bas des taux d'intérêt

ENCOURS DES EMPRUNTS EN FRANCS

Mrds CHF

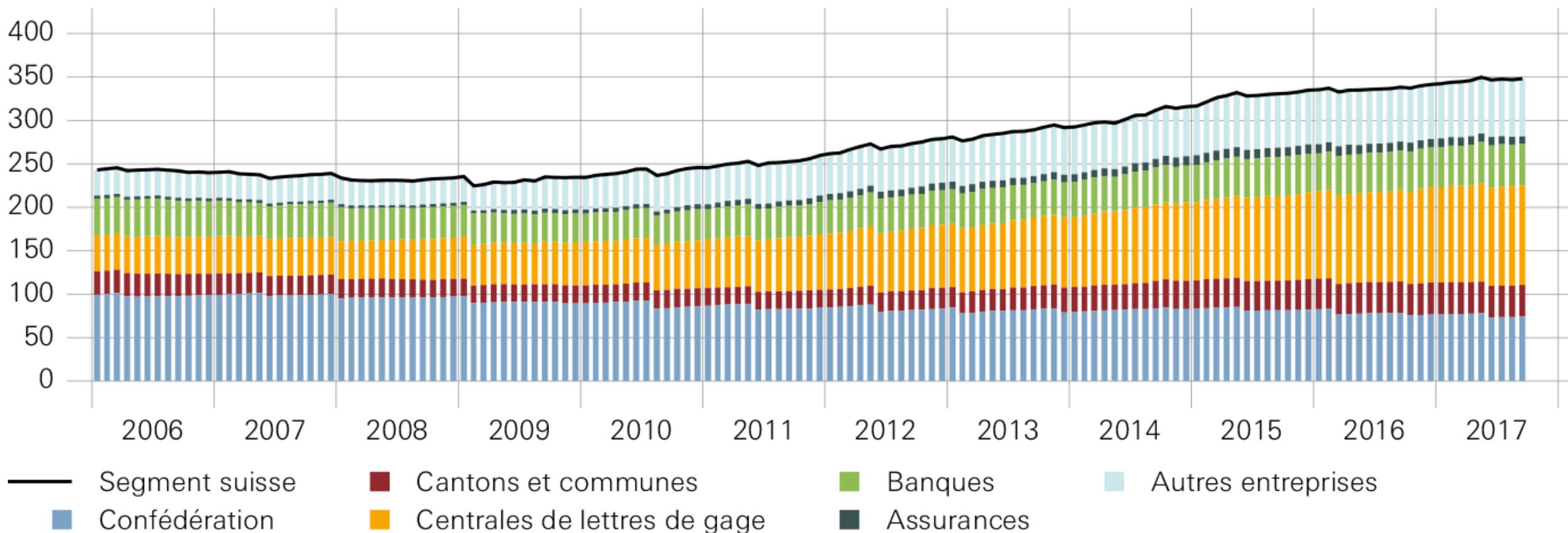


Sources: BNS et SIX.

La croissance du segment suisse est portée par les centrales de lettres de gage et les entreprises

ENCOURS DES EMPRUNTS: SEGMENT SUISSE

Mrds CHF

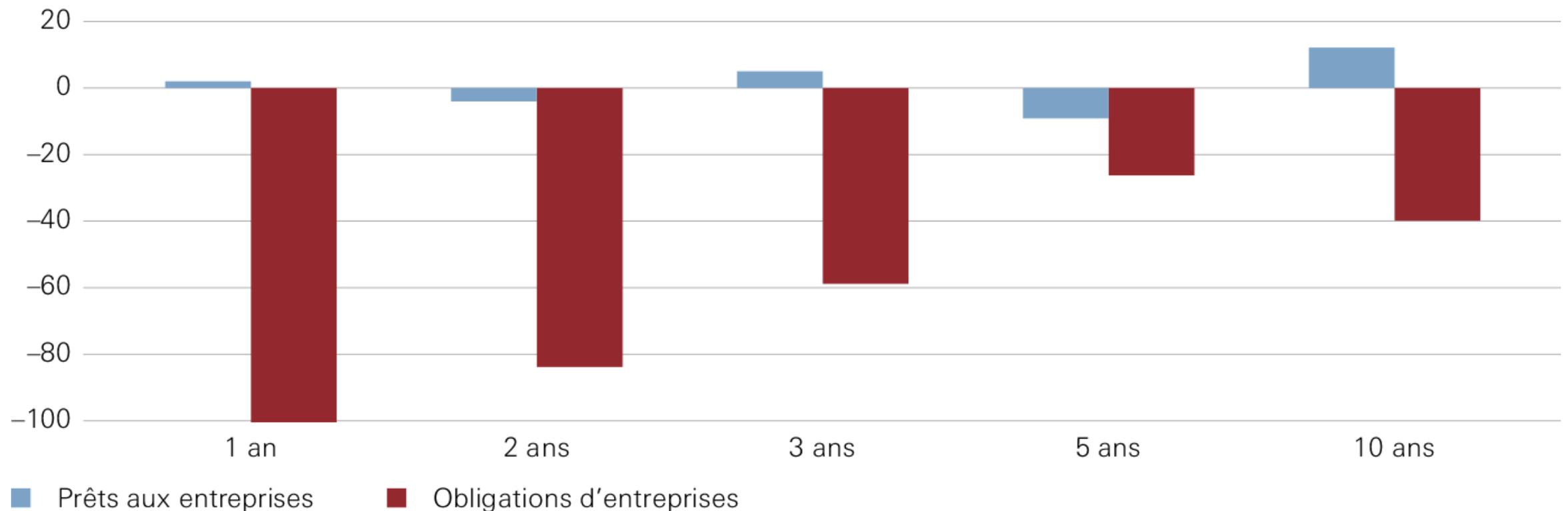


Sources: BNS et SIX.

Les crédits bancaires sont devenus moins attrayants que les obligations d'entreprises

TAUX D'INTÉRÊT DES PRÊTS BANCAIRES / SUR LE MARCHÉ DES CAPITAUX

Modifications depuis fin 2014, en points de base

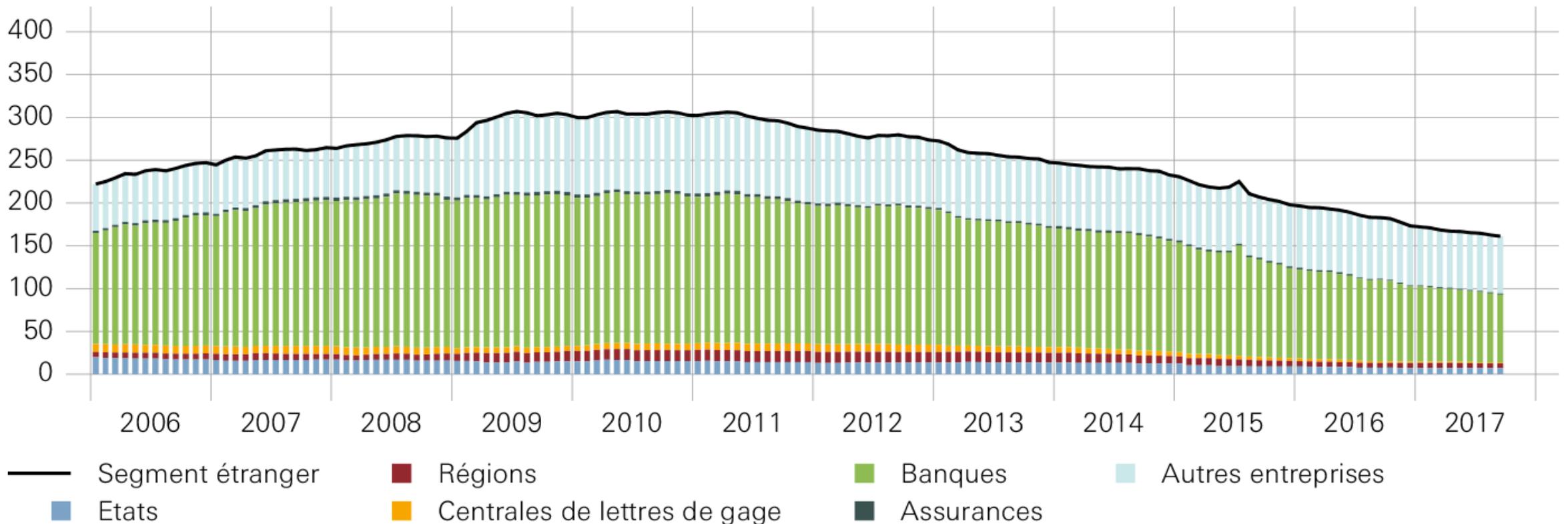


Source: BNS.

Le segment étranger recule depuis 2011 en raison du retrait des banques non résidentes

ENCOURS DES EMPRUNTS: SEGMENT ÉTRANGER

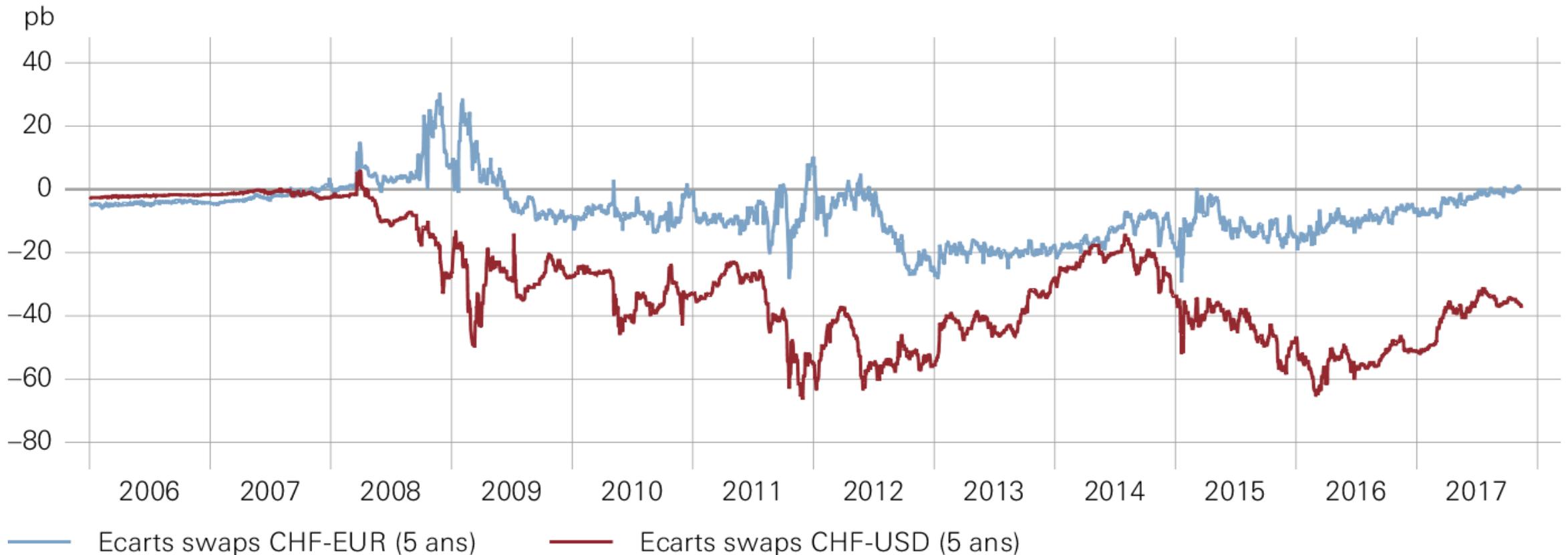
Mrds CHF



Sources: BNS et SIX.

Les distorsions sur le marché des swaps de change renchéérissent, pour les émetteurs non résidents, l'emprunt de capitaux

ÉCARTS DANS LES SWAPS DE CHANGE

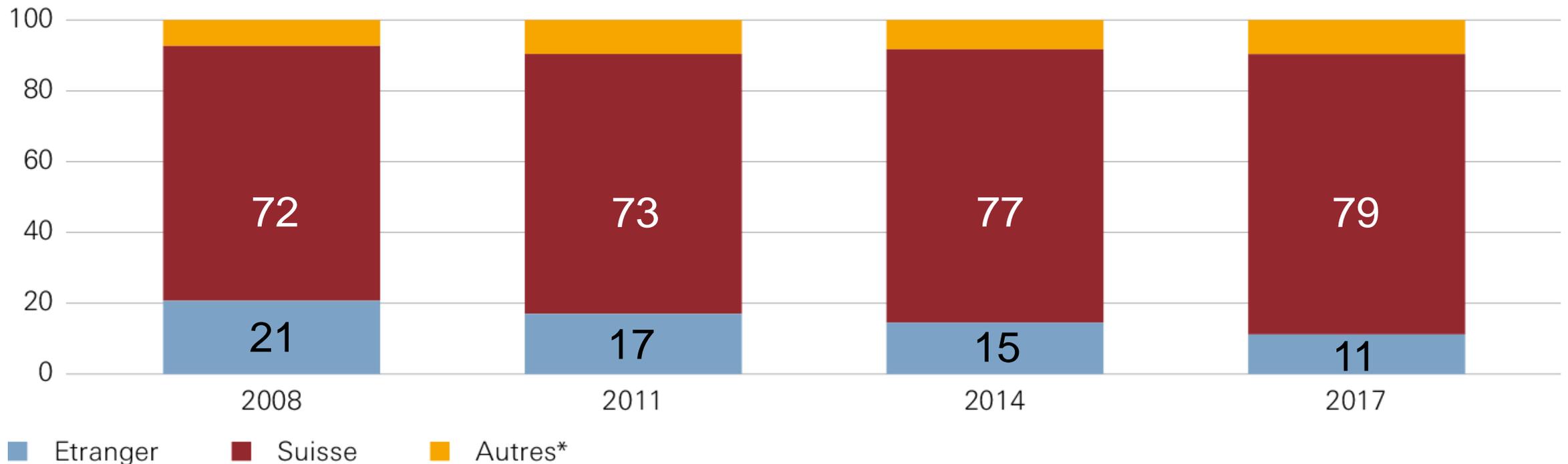


Sources: Bloomberg et BNS.

Le bas niveau des taux d'intérêt rend le marché obligataire en francs moins attrayant pour les investisseurs non résidents

EMPRUNTS EN FRANCS, AVEC VENTILATION DES INVESTISSEURS

En % du marché obligataire en francs



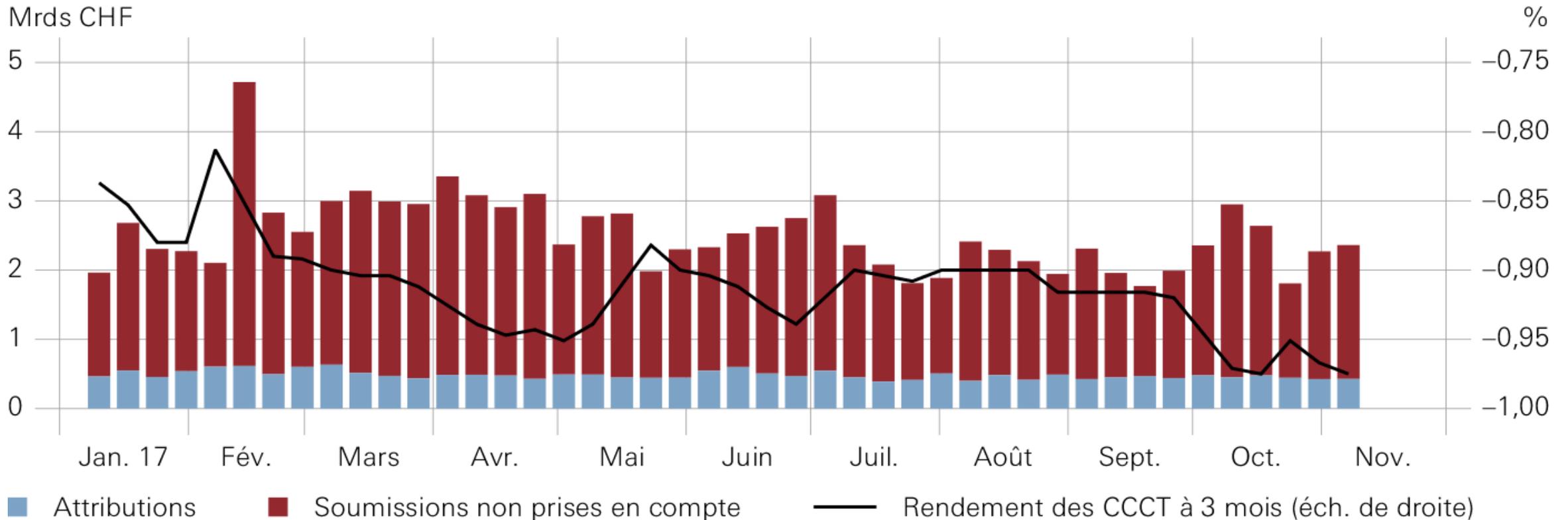
* Détention pour compte propre par les banques à l'étranger ou dépôts de la clientèle résidente et non résidente dans les banques à l'étranger

Source: BNS.

La demande de créances comptables à court terme reste forte malgré des rendements très négatifs

CRÉANCES COMPTABLES À COURT TERME

Soumissions, attributions et rendements pour l'année en cours

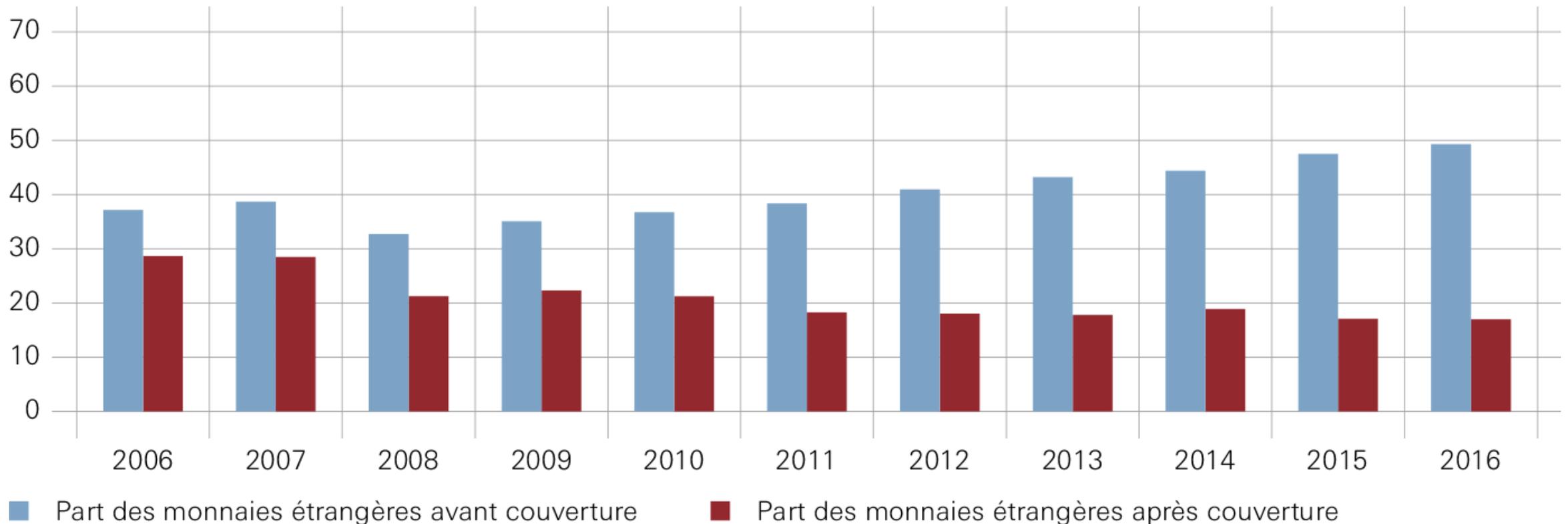


Source: BNS.

Importante catégorie d'investisseurs, les caisses de pensions couvrent une part croissante de leurs avoirs

CAISSES DE PENSIONS: PART DES MONNAIES ÉTRANGÈRES

En % de la fortune totale



Sources: BNS et Complementa.

Merci de votre attention.

© Banque nationale suisse

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK

