

Berne, le 12 décembre 2013  
Fritz Zurbrügg

---

## Remarques introductives de Fritz Zurbrügg

Dans mon exposé d'aujourd'hui, je commencerai par donner un aperçu de la situation sur les marchés financiers. Je commenterai ensuite brièvement l'évolution de nos réserves de devises. Enfin, je formulerai quelques réflexions sur les progrès accomplis en matière de réforme des taux d'intérêt de référence, sur le plan national et international.

### Situation sur les marchés financiers

Depuis notre conférence de presse de juin, la propension des intervenants sur les marchés financiers à prendre des risques n'a dans l'ensemble pas fléchi, ce qui est perceptible en particulier dans l'envolée des cours des actions. Ces dernières semaines, le Dow Jones et le S&P 500 – les deux grands indices américains – ont atteint des niveaux inégalés et dépassé leurs valeurs records d'avant la crise financière mondiale. L'indice japonais Nikkei et les principaux indices boursiers d'Europe occidentale, y compris le SMI suisse, ont eux aussi enregistré une nouvelle fois des hausses considérables au cours des derniers mois.

Quand bien même l'euphorie règne sur les Bourses, nous devrions nous rappeler que la propension à prendre des risques ne repose pas uniquement sur une amélioration des perspectives de croissance, mais aussi sur une politique monétaire toujours très expansionniste à l'échelle mondiale. Nous avons vu, en mai et en juin, ce qui pourrait se produire si les anticipations relatives à un resserrement des rênes monétaires devaient gagner les marchés. A la suite de déclarations de la Réserve fédérale des Etats-Unis au sujet d'une éventuelle réduction de son programme de rachat d'emprunts, les marchés des actions avaient en effet temporairement chuté. Il a fallu, pour que la vague de ventes s'interrompe, que la Réserve fédérale, la Banque centrale européenne et la Banque d'Angleterre donnent aux marchés, début juillet, l'assurance que les taux directeurs resteraient à des niveaux très bas jusqu'à ce que le rétablissement des économies concernées repose sur des bases solides.

En juin et en juillet, les taux d'intérêt ont continué à augmenter sur les marchés obligataires. Depuis, ils sont restés pour la plupart quasiment inchangés. Tel est le cas notamment des

## Conférence de presse

emprunts d'Etat aux Etats-Unis, en Grande-Bretagne, en Allemagne et en Suisse. Jusqu'au début du mois de septembre, le rendement des emprunts fédéraux à dix ans s'est accru, passant à presque 1,2%. Il est actuellement d'environ 1%. En un an, il a progressé d'à peu près 0,5 point. Les emprunts d'Etat des économies émergentes ont particulièrement pâti de cette hausse. En effet, l'attente d'un début imminent de normalisation de la politique monétaire aux Etats-Unis a entraîné, pour les pays concernés, d'importantes sorties de fonds.

La hausse des primes de risque sur les emprunts d'Etat des pays périphériques de la zone euro a par contre été faible. En outre, la tendance s'est entre-temps inversée, de sorte que le rendement de ces emprunts d'Etat est actuellement même inférieur à son niveau du début de l'année. Cette évolution s'explique notamment par les progrès accomplis dans la maîtrise de la crise et les données conjoncturelles encourageantes en provenance de la zone euro. Les investisseurs restent toutefois prudents, si bien que la demande de placements considérés comme sûrs est toujours soutenue. Le franc a ainsi fluctué, ces derniers mois, à l'intérieur d'une marge étroite au-dessus du cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro. Etant donné les progrès observés dans la zone euro, de nombreux opérateurs sur les marchés s'attendent à une dépréciation du franc.

Malgré les progrès accomplis, il est encore trop tôt pour baisser la garde. Les conditions peuvent se modifier à nouveau rapidement sur les marchés financiers. Afin de contrer d'éventuelles tensions sur ces marchés et d'atténuer les conséquences qui pourraient en résulter pour l'économie, six banques centrales importantes, dont la BNS, ont prolongé, en octobre, leur dispositif d'échange réciproque de devises (accords de swap) pour une durée indéterminée. Ces accords avaient été conclus lors de la phase aiguë de la crise financière, d'abord pour une durée limitée, afin d'assurer l'approvisionnement en liquidités.

### **Evolution des réserves de devises**

Fin septembre 2013, nos réserves de devises atteignaient 443 milliards de francs. J'aimerais maintenant formuler quelques remarques au sujet des revenus tirés de ces réserves. Avant tout, il est important de souligner que la politique monétaire a la priorité sur la politique de placement, et que cette dernière n'a pas pour objectif premier de générer des revenus. Notre stratégie de placement repose sur deux principaux critères, à savoir la sécurité et la liquidité. Par sécurité, nous entendons d'abord la réduction des risques (notamment de marché, de crédit et de concentration). Pour la BNS, il s'agit en outre de veiller à ce que les réserves de devises conservent leur valeur réelle à long terme, c'est-à-dire à ce que le rendement des placements à long terme soit aussi élevé que le taux d'inflation moyen. Dans la mesure où ces critères sont remplis, nous visons un rendement dépassant celui qui serait nécessaire au maintien de la valeur réelle des réserves de devises.

Le rendement obtenu sur les réserves de devises est constitué des revenus courants et des variations de valeur sur les placements. Les revenus courants englobent les intérêts et les dividendes sur les stocks d'obligations et d'actions. Dans le présent contexte de taux d'intérêt bas, leur montant annuel n'excède pas 2% des réserves de devises. Ils sont normalement

## Conférence de presse

réinvestis dans des placements, comme les placements échus. Aussi les réserves de devises ont-elles tendance à s'accroître indépendamment des achats de devises.

Les variations de valeur sur les réserves de devises constituent la seconde composante du rendement. Nous évaluons tous les placements aux prix du marché et en francs. Il en résulte que les variations de cours des titres porteurs d'intérêts et des actions ainsi que les fluctuations des cours de change influent directement sur le résultat des placements. Si le franc se renforce face aux monnaies de placement, une moins-value est enregistrée sur les réserves de devises. Le graphique présenté en annexe montre le résultat obtenu sur les réserves de devises et ses composantes depuis le premier trimestre 2010. L'évolution des cours de change y joue un rôle de premier plan. Sur la durée également, elle représente le risque de loin le plus important pour notre portefeuille. Dans une perspective à long terme, le risque de change correspond en effet à 80% environ du risque global sur les réserves de devises.

### Réforme des taux d'intérêt de référence

Depuis la révélation des manipulations du Libor, l'année passée, différentes initiatives portant sur une réforme de ce taux de référence et d'autres taux ont vu le jour. La BNS participe à ces efforts sur le plan national et international, dans le but d'améliorer la crédibilité et l'acceptation des taux de référence actuels ou, si cela s'avère pertinent, de faire en sorte que d'autres taux fiables soient mis à disposition.

Le Conseil de stabilité financière coordonne les travaux à l'échelle internationale, à la demande des pays du G20. Les participants comptent non seulement des représentants des banques centrales et des autorités de surveillance, mais aussi un groupe international d'intervenants du secteur privé sur les marchés financiers. Ils vérifient dans quelle mesure les taux Libor actuels sont conformes aux normes fixées en juillet dernier par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV). Parallèlement, ils examinent si d'autres taux de référence seraient susceptibles de mieux répondre à long terme aux besoins du marché et aux exigences des autorités de surveillance. Il revient au groupe du secteur privé, dans lequel la Suisse est représentée, de proposer des solutions de rechange au Libor. Le Conseil de stabilité financière présentera vraisemblablement les résultats de ses travaux mi-2014.

Toujours sur le plan international, des efforts sont en cours pour réglementer les taux de référence – et d'autres indicateurs importants pour les marchés financiers. A Londres, les taux Libor sont soumis, aujourd'hui déjà, à un régime de surveillance. A Bruxelles, une proposition de loi réglementant tous les taux de référence utilisés dans l'UE est par ailleurs en cours d'examen. En Suisse également, il y aura probablement lieu d'intervenir au niveau de la réglementation dans ce domaine.

Sur le plan national, la BNS et la FINMA sont en discussion avec les acteurs des marchés financiers pour consolider les taux de référence appliqués en Suisse en élargissant la base de données et en améliorant les méthodes de calcul. L'accent est mis sur les taux de référence appliqués aux opérations à très court terme en francs, et notamment aux opérations d'une durée d'un jour. Ces taux de référence constituent la base de calcul de la courbe des taux en

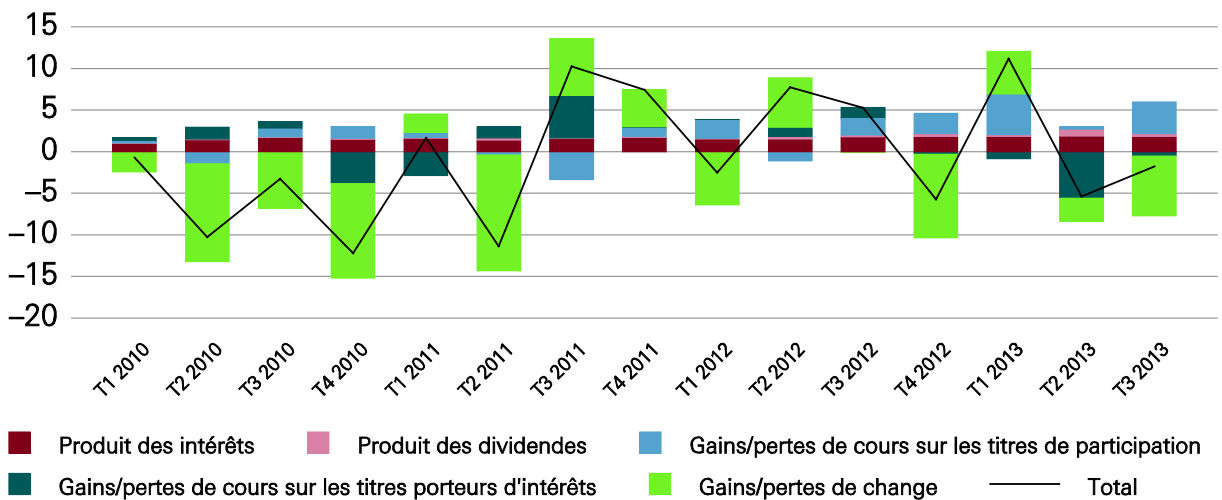
Conférence de presse

francs. Il s'agit d'une part du TOIS Fixing, qui est utilisé pour les dérivés sur taux d'intérêt sur le marché monétaire en francs, et d'autre part du SARON, qui sert de point de départ pour déterminer la courbe des taux d'intérêt sur le marché des pensions de titres contre francs. Des améliorations ont pu être apportées à ces deux taux. Malgré l'activité toujours faible sur le marché monétaire, les acteurs du marché continuent d'y recourir pour les opérations d'intérêts en francs. Toutefois, le Libor reste le taux le plus important sur les marchés de l'argent et des capitaux.

Graphique

**RÉSULTAT DES POSITIONS EN MONNAIES ÉTRANGÈRES**

Milliards de francs



Source: BNS.