



Berne, le 14 décembre 2017  
Andréa M. Maechler

---

## Remarques introductives d'Andréa M. Maechler

Dans mon exposé, je commencerai par donner un aperçu de la situation sur les marchés financiers. Je parlerai ensuite de l'état actuel de la réforme des taux d'intérêt de référence.

### Situation sur les marchés financiers

Je commence donc par les développements survenus sur les marchés financiers.

Au second semestre, la politique monétaire des principales banques centrales a été une nouvelle fois au centre de l'attention des marchés financiers. Compte tenu d'une évolution modérée de l'inflation, les intervenants sur les marchés financiers tablent sur une lente normalisation de la politique monétaire au niveau mondial. Dans ce contexte, les rendements des obligations d'Etat sont restés faibles. Les attentes mitigées quant à l'abandon de la politique monétaire expansionniste ainsi que l'évolution réjouissante de l'économie et les bons résultats des entreprises ont contribué à une attitude majoritairement positive vis-à-vis de la prise de risques sur les marchés financiers. Ce climat favorable s'est notamment traduit par une hausse des marchés des actions, une baisse des primes de risque sur les emprunts d'entreprises et un recul de la demande de placements en valeurs refuges, comme le franc suisse. Dans ce contexte positif, la volatilité est restée faible, et celle observée aux Etats-Unis sur les marchés boursiers et obligataires, calculée à partir des prix des options, a reculé pour s'établir à de nouveaux planchers (graphique 1).

Malgré les données économiques positives en Europe, les indices boursiers n'ont affiché qu'une progression modeste. Depuis le milieu de l'année, le Stoxx Europe 600 a augmenté d'environ 3%. Cette évolution modérée du marché européen des actions s'explique en partie par l'appréciation de l'euro, qui a quelque peu affaibli la croissance des bénéfices des entreprises. Aux Etats-Unis en revanche, les entreprises ont pu enregistrer une forte expansion de leurs bénéfices. Par ailleurs, la perspective d'une baisse de l'imposition des sociétés a fait naître l'espoir d'une hausse future des bénéfices. Dans ce contexte, les indices boursiers



## Conférence de presse

américains ont atteint de nouveaux sommets. Depuis le milieu de l'année, le S&P 500 a augmenté d'environ 10%. Les entreprises suisses ont pu profiter d'une hausse de la demande européenne et de l'affaiblissement du franc. L'indice boursier suisse SMI a donc lui aussi fortement progressé, de quelque 5% environ (graphique 2).

Par rapport à leur niveau du milieu de l'année, les rendements des obligations d'Etat à dix ans des pays industrialisés sont restés pratiquement inchangés, à un bas niveau. Bien qu'aux Etats-Unis, la normalisation des taux directeurs se poursuive et que la Réserve fédérale ait initié la réduction de son bilan, les rendements à long terme n'y ont jusqu'à présent affiché qu'une hausse modeste.

Sur le marché des changes, le dollar des Etats-Unis a tout d'abord poursuivi sa tendance baissière amorcée au début de l'année. Du fait de l'avancement de la normalisation monétaire menée par la Réserve fédérale américaine et dans la perspective d'une réforme fiscale, le dollar des Etats-Unis s'est quelque peu renforcé à partir de cet automne (graphique 3). Comme Thomas Jordan l'a évoqué, la réduction des incertitudes politiques et l'évolution économique réjouissante dans la zone euro ont contribué à un raffermissement de l'euro. Dans ce contexte, le franc suisse a perdu, depuis le milieu de l'année, environ 5% de sa valeur en termes pondérés par le commerce extérieur. Cet affaiblissement est en grande partie intervenu fin juillet, en l'espace de quelques jours. Il a toutefois reposé sur une large assise et s'est déroulé sur un marché dont la qualité est restée bonne. L'affaiblissement a ensuite continué les mois suivants.

La situation sur le marché des changes demeure néanmoins fragile dans l'ensemble. Malgré l'environnement de marché positif, le franc n'a plus faibli au cours des dernières semaines. Le risque d'une nouvelle appréciation persiste, surtout en cas de regain sur le marché de l'aversion au risque. Un regard sur les marchés des options montre que les investisseurs sont toujours disposés à payer une prime plus élevée pour se prémunir d'une appréciation du franc alors qu'ils sont moins favorables à une couverture contre une éventuelle dévalorisation de la monnaie helvétique (graphique 4).

### **Etat actuel de la réforme des taux d'intérêt de référence**

J'aimerais à présent aborder l'état de la réforme des taux d'intérêt de référence.

L'autorité britannique de surveillance des marchés financiers, la Financial Conduct Authority ou FCA, a annoncé en juillet qu'elle n'assurerait plus le maintien du Libor après 2021. Cette décision s'explique par le fait que, depuis plusieurs années, les opérations passées sur le marché monétaire, qui consistent dans des crédits non gagés octroyés entre banques et servent de base à la fixation du Libor, ne portent plus que sur de faibles volumes. La FCA fera usage seulement jusqu'à fin 2021 de son droit d'exiger de certaines banques qu'elles participent au panel pour la fixation du Libor. Il n'est pas exclu que, par la suite, le Libor cesse d'exister lorsqu'un certain nombre de banques auront quitté le panel. Les intervenants sur les marchés devraient utiliser le temps dont ils disposent jusqu'à fin 2021 pour assurer le remplacement ordonné du Libor.

## Conférence de presse

Le Libor reste un taux de référence majeur au niveau mondial. Il sert de base à de nombreux contrats de crédit et contrats sur produits dérivés. La courbe des swaps de taux reposant sur le Libor revêt notamment une importance particulière. Le swap de taux d'intérêt est une opération sur dérivés caractérisée par l'échange de paiements à taux longs et fixes contre des paiements à taux courts et variables. Les taux variables se rapportent en général au Libor. Les contrats de swaps peuvent porter sur des durées de plusieurs années, voire de plusieurs décennies. La courbe des swaps de taux porte ainsi sur toutes les durées des opérations financières.

Le Libor, plus précisément le Libor pour le franc, est aussi largement utilisé en Suisse. Une enquête de la BNS sur l'octroi de crédits montre que le Libor ainsi que la courbe des swaps de taux qui en dépend servent de base à la fixation des taux applicables à une large part des prêts en francs. La courbe des swaps de taux joue en outre un rôle important pour la formation des prix sur le marché des capitaux en francs.

Le Libor a une importance telle que son remplacement constitue un défi majeur pour les intervenants sur les marchés financiers. Le processus est coordonné et soutenu au niveau international et national par divers organismes composés notamment de représentants des intervenants sur les marchés et des autorités.

La perspective de la fin probable du Libor pour le franc a incité le groupe de travail national sur les taux d'intérêt de référence à recommander le SARON (Swiss Average Rate Overnight) comme solution de rechange. Le SARON reflète les conditions de taux d'intérêt applicables aux opérations au jour le jour passées sur le marché monétaire et couvertes par des titres. Il repose sur des transactions effectives et sur des offres contraignantes faites par de nombreux intervenants sur les marchés, et présente un mode de calcul standardisé et transparent. Il offre ainsi une image fidèle du marché. Depuis avril 2017, certains prix de swaps de taux sont fixés sur la base du SARON. Le marché correspondant doit encore s'affirmer. Une courbe de swap de taux reposant sur le SARON pourrait effectivement servir un jour ou l'autre de base pour la fixation du prix des obligations et des crédits.

En fin de compte, la responsabilité concernant l'utilisation du SARON sur une large base et le remplacement ordonné du Libor revient aux intervenants sur les marchés financiers, qui ont entre leurs mains l'évolution dans ces domaines. Les intervenants sur les marchés doivent se préparer à la disparition éventuelle du Libor fin 2021. Ils doivent notamment régler les questions concernant les contrats en cours qui font référence au Libor<sup>1</sup>.

La BNS, c'est bien connu, recourt elle aussi au Libor pour le franc, qui lui sert de taux de référence dans le cadre de sa politique monétaire. Aujourd'hui, nous savons déjà que la disparition du Libor pour le franc n'aurait pas d'incidence sur l'orientation de notre politique monétaire. La BNS informera en temps utile sur les adaptations nécessaires.

---

<sup>1</sup> De plus amples informations figurent sur notre site [https://www.snb.ch/fr/ifor/finmkt/fnmkt\\_benchm/id/finmkt\\_reformrates](https://www.snb.ch/fr/ifor/finmkt/fnmkt_benchm/id/finmkt_reformrates).

Conférence de presse

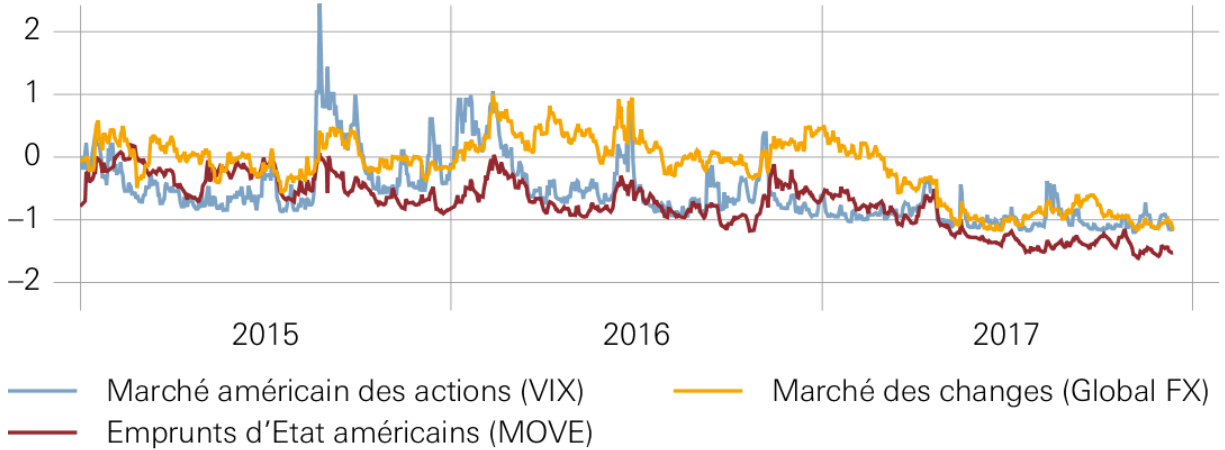
---

### GRAPHIQUE 1: VOLATILITÉ IMPLICITE SUR LES MARCHÉS FINANCIERS

Indices de volatilité sur les marchés américains des actions et des emprunts d'Etat ainsi que sur le marché des changes; normalisés

---

Ecart types

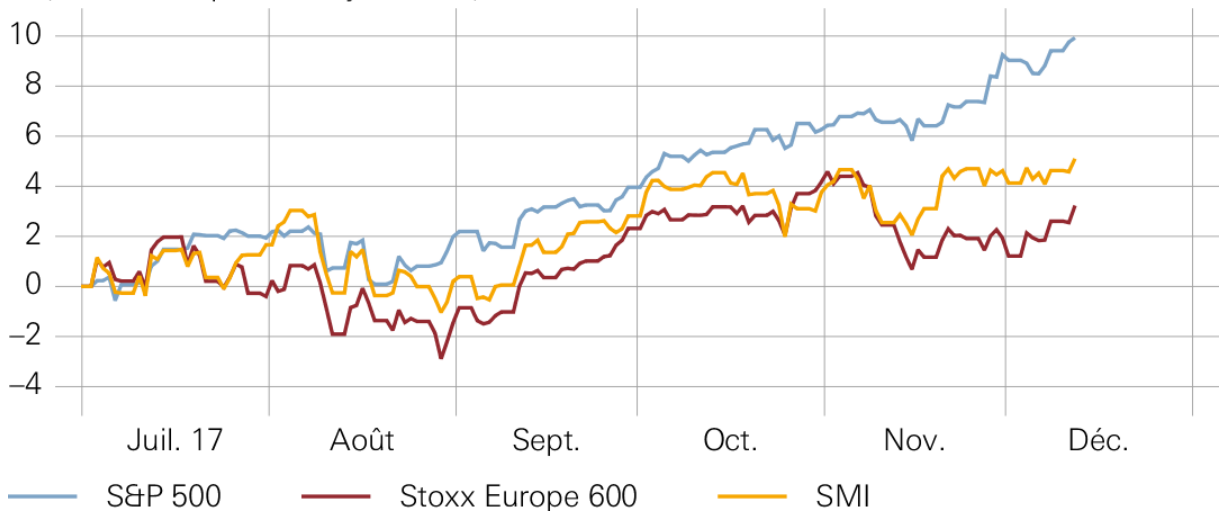


Sources: Bloomberg, BNS, CBOE, JP Morgan et Merrill Lynch.

---

### GRAPHIQUE 2: MARCHÉS INTERNATIONAUX DES ACTIONS

% (variation depuis le 30 juin 2017)

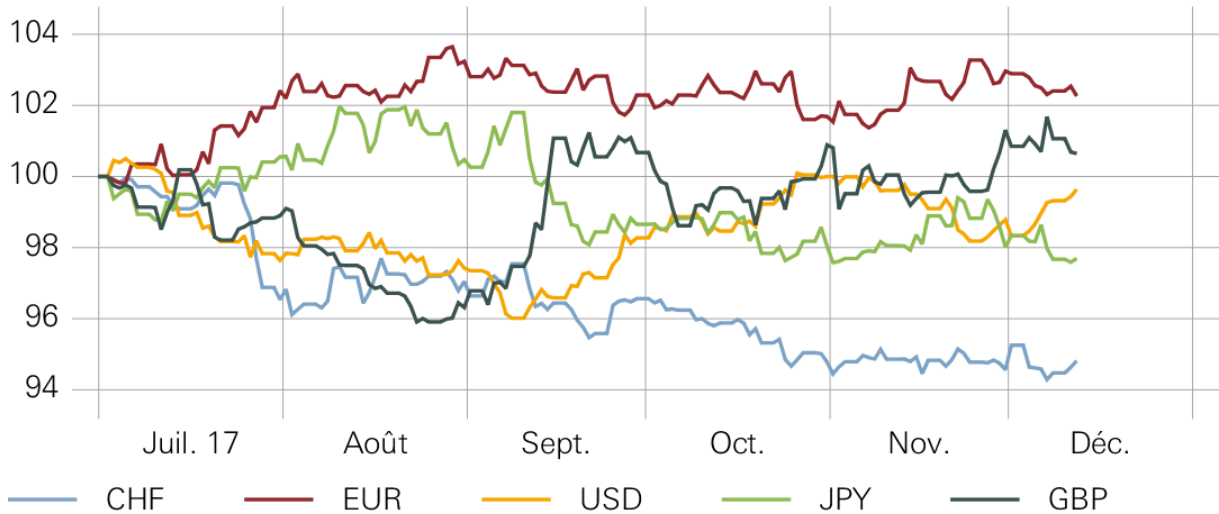


Sources: Bloomberg et BNS.

Conférence de presse

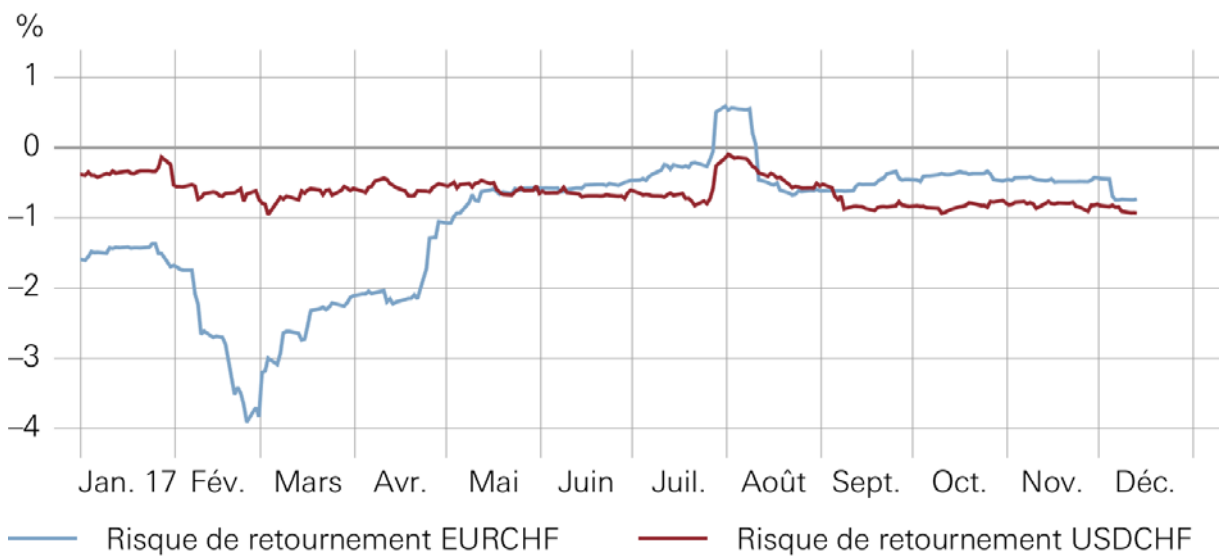
### GRAPHIQUE 3: COURS DE CHANGE PONDÉRÉS PAR LE COMMERCE EXTÉRIUR

Indice (30.06.2017 = 100)



Sources: Bloomberg, BNS et JP Morgan.

### GRAPHIQUE 4: RISQUE DE RETOURNEMENT À 3 MOIS



Sources: Bloomberg et BNS.