

**Embargo jusqu'au**  
8 novembre 2018, 18 h 30

---

## **Dix ans après la crise: des marchés en évolution et les défis pour la BNS**

Apéritif «Marché monétaire»

**Andréa M. Maechler et Thomas Moser**

Membre de la Direction générale / membre suppléant de la Direction générale\*

Banque nationale suisse

Genève, le 8 novembre 2018

© Banque nationale suisse, Zurich, 2018

---

\* Les intervenants remercient Dirk Faltin, Fabio Panzera, et Nicolas Stoffels pour leur contribution à la rédaction du présent exposé. Leurs remerciements s'adressent également à Bernd Aumann, Oliver Gloede, Alain Kouo, Thomas Maag et à Tanja Zehnder, ainsi qu'aux services linguistiques de la BNS.

Je vous souhaite une cordiale bienvenue à l'Apéritif «Marché monétaire» de la Banque nationale suisse (BNS) à Genève.

Souvenez-vous, il y a dix ans, en automne 2008, personne ne savait à quel moment ou de quelle manière la crise se terminerait. A cette époque, pour lutter contre la crise, les banques centrales ont dû sans relâche relever de nombreux défis. Après avoir épuisé les mesures conventionnelles de politique monétaire, elles ont eu recours à de nouvelles mesures. Elles ont notamment abaissé à un niveau inédit leurs taux d'intérêt à court terme et fortement accru leur bilan.

Aujourd'hui, dix ans plus tard, les pires craintes se sont dissipées; l'économie a renoué avec une croissance solide dans de nombreuses parties du monde, et quelques banques centrales ont commencé à resserrer progressivement leur politique monétaire. Pour la BNS, il est toutefois encore trop tôt pour envisager un tel pas. En septembre, nous avons décidé de maintenir le cap expansionniste de notre politique monétaire. L'évolution conjoncturelle est certes favorable, mais les pressions inflationnistes restent faibles. Le franc continue en outre à s'inscrire à un niveau élevé, et la situation sur le marché des changes demeure fragile.

Dans ce contexte, les grandes lignes d'une «nouvelle normalité» prennent forme pour les banques centrales. Que ce soit sur le plan politique, géopolitique ou économique, des inconnues de taille demeurent. Mais une chose est sûre: l'environnement dans lequel les banques centrales évoluent a fortement changé. Cela s'explique notamment par des changements structurels, qui se sont parfois amorcés bien avant la crise, mais qui se sont accélérés depuis. Je pense, par exemple, à la numérisation de l'économie ou à l'émergence de nouvelles technologies sur les marchés financiers.

Dans mon exposé, j'aimerais vous montrer comment la BNS a dû s'adapter et continue à le faire afin d'être toujours à même de remplir son mandat. Pour illustrer ce point, je vais me focaliser sur trois marchés clés pour la BNS, où d'importants changements sont intervenus: je commencerai par le marché des biens et services, où la numérisation peut influencer sur la dynamique des prix et nous demande de rester attentifs pour bien appréhender ce phénomène. Ensuite, j'évoquerai le marché des changes, où l'émergence de nouvelles technologies et de nouveaux acteurs nous a amenés à élargir nos compétences internes et à rester à la pointe de la technologie. Thomas Moser, mon suppléant au 3<sup>e</sup> département depuis le 1<sup>er</sup> septembre, vous donnera plus de détails à ce sujet. Enfin, j'aborderai le marché monétaire, dont l'évolution structurelle nous amène à œuvrer pour une infrastructure moderne et le maintien de conditions cadres appropriées, afin d'assurer une mise en œuvre efficace de la politique monétaire.

## **Evolution du marché des biens et services et faiblesse de l'inflation**

Je commence donc par le marché des biens et services et les développements en matière d'inflation. C'est sur ce marché que les banques centrales sont confrontées à une question d'importance: pourquoi, dans la plupart des pays industrialisés, l'inflation est-elle restée basse alors même que la conjoncture se raffermissait considérablement à partir de 2017?

Deux raisons majeures peuvent être invoquées. D'une part, une politique monétaire axée sur la stabilité des prix est parvenue à bien ancrer les anticipations d'inflation. D'autre part, divers facteurs structurels liés à la mondialisation ont pu avoir un effet modérateur sur les prix.

En Suisse, le renchérissement durant les premières années qui ont suivi la crise est resté bas en raison de facteurs extérieurs, comme le montre le **graphique 1**. Je citerai en particulier le recul des prix de l'énergie et la forte appréciation du franc à la suite de la crise de la dette dans la zone euro. Aujourd'hui, grâce en partie aux mesures de politique monétaire mises en place par la BNS pour contrer la forte appréciation du franc, l'inflation des biens et services importés est à nouveau positive (voir barres rouges). De plus, le prix du pétrole affiche une tendance à la hausse. Au final, l'indice suisse des prix à la consommation croît à nouveau depuis le début de 2017 et enregistre actuellement un taux de croissance de 1,1% en glissement annuel. Toutefois, malgré une dynamique économique solide et un marché du travail en amélioration constante, le renchérissement des biens et services suisses demeure modéré (voir barres bleues).

Au-delà de ces facteurs, la politique monétaire pourrait être de plus en plus confrontée à un nouveau phénomène: la numérisation et son influence sur le niveau et la dynamique des prix<sup>1</sup>. La numérisation se manifeste dans presque toutes les branches, mais particulièrement dans le commerce de détail. En Suisse, nous constatons depuis quelques années que les ventes de détail effectuées sur des plates-formes en ligne affichent un taux de croissance à deux chiffres, alors que le commerce traditionnel recule. L'année passée, la part du commerce en ligne représentait déjà quelque 8,5% de l'ensemble du commerce de détail<sup>2</sup>.

La numérisation peut affecter l'évolution des prix de plusieurs manières. D'une part, le commerce en ligne accroît la concurrence et augmente la transparence pour les consommateurs. Cela pourrait réduire le pouvoir de fixation des prix du commerce de détail traditionnel. Cet effet, parfois appelé «l'effet Amazon»<sup>3</sup>, est susceptible de faire baisser le taux d'inflation, du moins temporairement.

D'autre part, plusieurs éléments semblent indiquer que la numérisation dans le commerce de détail augmente la réactivité des prix face aux chocs affectant l'économie, comme par exemple une forte appréciation de la monnaie. Ainsi, le rythme d'adaptation des prix a presque doublé dans le commerce de détail aux Etats-Unis. Des études montrent que l'expansion du commerce en ligne pourrait avoir contribué à cette évolution<sup>4</sup>. En Suisse aussi, les ajustements de prix ont eu tendance à s'accélérer ces dernières années<sup>5</sup>. A l'avenir, des

---

1 Pour une discussion sur les raisons et implications d'une inflation basse, voir par exemple: Constâncio, Vítor (2017) «Understanding and overcoming low inflation», remarques lors de la conférence *Understanding inflation: lessons from the past, lessons for the future?* Francfort-sur-le-Main, 21 et 22 septembre.

2 BAK Basel et Association suisse de vente à distance.

3 Cette expression sert à désigner l'influence exercée par l'essor du commerce en ligne sur le commerce de détail traditionnel ainsi que, plus généralement, sur la croissance économique et l'inflation.

4 Les coûts de l'adaptation des prix (coûts dits d'étiquetage) sont en règle générale plus bas pour les commerçants en ligne, car ils doivent modifier uniquement les prix en ligne. Les commerçants traditionnels doivent quant à eux produire de nouvelles étiquettes, de nouveaux prospectus, etc. Voir Cavallo, Alberto (2018) «More Amazon effects: online competition and pricing behaviors», Harvard Business School & NBER, 7 septembre.

5 Les données de l'Office fédéral de la statistique montrent, par exemple, que la part des biens et services dont le prix a été adapté a passé de quelque 20% par mois en 2011 à un peu plus de 25% en 2017.

chocs tels qu'une appréciation ou une dépréciation importante du franc pourraient ainsi avoir plus vite des retombées sur l'inflation qu'auparavant. Par conséquent, la BNS analyse en détail les répercussions de la numérisation afin de comprendre au mieux leur influence sur le renchérissement et d'être prête à réagir de façon adéquate.

Nous l'avons vu pendant et après la crise: la BNS peut compter sur une stratégie de politique monétaire qui a fait ses preuves dans des circonstances très changeantes. Son cadre solide et adapté offre à la BNS la marge de manœuvre nécessaire lui permettant de tolérer temporairement une inflation supérieure ou inférieure à la fourchette qu'elle assimile à la stabilité des prix, à condition que les anticipations d'inflation restent bien ancrées.

## **Innovations sur le marché des changes**

Je viens d'évoquer l'importance pour la BNS d'adapter continuellement ses analyses afin de comprendre et d'anticiper les développements sur le marché des biens et services. Ce dernier n'est toutefois pas le seul à avoir subi de profonds changements. Le marché des changes a, lui aussi, fortement évolué depuis la crise. Or, ce dernier représente un marché clé pour la BNS: nous y intervenons au besoin et y sommes actifs pour gérer nos réserves de devises. Ici aussi, la BNS a dû s'adapter aux changements continus qui s'y déroulent afin d'être en mesure de mettre en œuvre à tout moment et de manière efficace sa politique monétaire.

Ces dix dernières années, le marché des changes a enregistré de profondes mutations dans trois domaines distincts, mais liés: les technologies utilisées, la fragmentation des activités de négoce et l'émergence de nouveaux acteurs.

En ce qui concerne la technologie, l'évolution la plus notable a été le passage à un négoce purement électronique. Trading algorithmique, trading haute fréquence, intelligence artificielle ou apprentissage automatique ne sont que quelques-uns des termes que l'on entend fréquemment dans le domaine du négoce électronique. Plus de 70% du volume des transactions sur le marché des changes au comptant sont désormais réalisés par voie électronique. Le passage au négoce électronique a également accru la fréquence des activités de négoce. Les flux d'information ont par conséquent considérablement augmenté. Pour suivre de près les marchés, il convient donc de disposer de capacités étendues de traitement des données.

Le passage au négoce électronique a également entraîné une fragmentation des activités de négoce. La part du volume des transactions réalisées sur le marché interbancaire primaire a reculé au profit de nouveaux sites du marché secondaire. Pour la distribution de liquidités aux utilisateurs finaux, de nouveaux types de marchés organisés entrent ainsi en concurrence. Citons notamment les réseaux électroniques de communication secondaires, les plates-formes de négoce propres à une seule banque ou les plates-formes multi-banques. Ce nombre important de sites rend encore plus complexe le suivi des activités de marché.

Enfin, les opérateurs qui interviennent sur ces marchés ont également changé. D'une part, la part des transactions exécutées par des courtiers bancaires au sens classique n'a cessé de

reculer, et cette activité s'est concentrée auprès des plus grandes banques. D'autre part, de nouveaux participants sont apparus sur le marché. En particulier, des entreprises spécialisées dans le trading haute fréquence sont devenues des animateurs de marché non bancaires et ont commencé à fournir des liquidités aux utilisateurs finaux sur une base directe et ouverte. Il est nécessaire de surveiller ces tendances pour comprendre leurs effets potentiels sur le fonctionnement du marché.

Qu'est-ce que ces changements signifient concrètement pour la BNS? Depuis la crise financière et le niveau très bas atteint par les taux d'intérêt, les interventions sur le marché des changes ont pris une place importante en tant qu'instrument de mise en œuvre de la politique monétaire de la BNS. Il est donc essentiel de suivre attentivement les développements structurels et technologiques sur ce marché à grande vitesse et de faire en sorte que nos ressources comme nos compétences reflètent l'état le plus récent en la matière. De cette manière, nous restons sur un pied d'égalité avec les autres intervenants et optimisons l'effet recherché lorsque nous agissons sur ce marché. Une bonne analyse du marché nous permet également d'obtenir les meilleures conditions de négoce possibles.

J'aimerais maintenant céder la parole à mon collègue Thomas Moser, qui va nous montrer de manière plus détaillée comment la BNS observe en temps réel ce marché à grande vitesse.

Je vais maintenant vous montrer concrètement comment la BNS observe le marché des changes en temps réel sur la base de données à haute fréquence.

Tout d'abord, nous avons dû développer nos instruments et nos compétences pour suivre le rythme des marchés à grande vitesse. En effet, la fragmentation des activités de négoce a entraîné une forte augmentation du volume des données à collecter, à enregistrer et à traiter. Afin d'accomplir cette tâche, nous avons investi dans des capacités internes, particulièrement en matière d'analyse de données à haute fréquence. Cela nous permet de mieux comprendre la microstructure des marchés par lesquels nous mettons en œuvre notre politique monétaire<sup>6</sup>.

Voici un exemple concret d'une telle analyse. Le 8 février 2018, le franc s'est apprécié considérablement vis-à-vis de l'euro en quelques minutes. Le **graphique 2** représente le carnet d'ordres à cours limité pour la relation euro-franc sur le marché interbancaire, entre 17 heures et 17 h 45. Les barres rouges représentent le volume des demandes enregistrées, et les barres bleues, le volume des offres. Les triangles correspondent aux transactions effectuées au cours d'achat (en rouge) et au cours de vente (en bleu). A chaque pulsation, le système enregistre les volumes du côté de la demande et du côté de l'offre. Les couleurs sombres représentent des volumes plus importants pour un cours donné.

<sup>6</sup> Il faut également ajouter que les efforts de partage de connaissances entre banques centrales se sont intensifiés au niveau international. Voir par exemple le rapport de la Banque des Règlements Internationaux (2018) *Monitoring of fast-paced electronic markets*, 17 septembre.

Avant 17 h 15, on constate que le carnet d'ordres est liquide des deux côtés. Par la suite, un nombre important d'ordres de vente euros contre francs ont été exécutés. Ces ordres se sont accompagnés d'un recul du volume enregistré du côté de la demande et d'une révision à la baisse des cours d'achat et de vente. Les cours affichant de forts volumes – identifiés par les barres rouge sombre du côté de la demande – ont successivement cédé jusqu'à 1,1448 franc pour un euro. Après ce bref épisode, le cours de l'euro est progressivement remonté dans les minutes suivantes.

Observons à présent l'activité de négoce et la liquidité du marché ce jour-là. Dans les deux graphiques du **transparent 3**, la courbe verte représente le cours de change au comptant de la relation euro/franc le 8 février 2018. La courbe rouge représente, elle, deux variables différentes: dans le graphique de gauche, il s'agit du volume journalier des transactions portant sur l'euro et le franc, et dans le graphique de droite, de l'écart entre offre et demande, qui est un indicateur des coûts de transaction. Enfin, la zone saumon donne une idée de la moyenne historique. Nous pouvons ainsi constater que l'activité de négoce entre 17 heures et 17 h 30 a été supérieure à sa moyenne historique. En revanche, l'écart entre les cours proposés par les acheteurs et par les vendeurs ne s'est que légèrement étendu, avant de retrouver rapidement son niveau normal. Par conséquent, malgré la forte appréciation du franc, la liquidité du marché est demeurée robuste.

Si nous synthétisons les informations contenues dans ces trois graphiques, nous constatons que l'appréciation du franc enregistrée le 8 février s'est accompagnée d'un volume de transactions important, mais qu'elle a été plutôt bien absorbée par le marché. Voilà donc un exemple qui montre comment nous analysons la microstructure du marché en temps réel.

Pour saisir les dynamiques de marché sous-jacentes du franc suisse, il n'est pas suffisant de comprendre les micro-changements en temps réel. Encore faut-il pouvoir les associer à un suivi des tendances à plus long terme, à savoir sur une période de plusieurs semaines à plusieurs mois. Depuis le début de l'année, nous avons par exemple observé trois phases de baisse de la propension au risque, qui ont entraîné une pression à la hausse sur le franc (courbe rouge). Elles sont illustrées dans le **graphique 4**.

D'abord, en février dernier, l'inquiétude liée à un resserrement plus rapide que prévu de la politique monétaire aux Etats-Unis a entraîné une importante vague de ventes sur les marchés boursiers et un pic correspondant de la volatilité (courbe verte). Ensuite, en mai, les incertitudes politiques en Italie ont entraîné un élargissement considérable de l'écart de rendement entre obligations à 10 ans allemandes et italiennes (courbe bleue). La demande de différentes catégories d'actifs considérés comme des valeurs refuges, comme le franc, s'est accrue. Enfin, en août, nous avons assisté à une vente massive des monnaies de certaines économies émergentes et à une augmentation de leur volatilité (courbe jaune). Les craintes d'une contagion mondiale ont entraîné une appréciation importante du franc. Le franc suisse reste bien une valeur refuge lors de périodes de grandes incertitudes.

Par ailleurs, un regard croisé sur le marché des options nous confirme que le franc a été recherché en tant que valeur refuge lors des trois périodes évoquées tout à l'heure. Le *risk reversal* montre que durant ces périodes, les opérateurs étaient prêts à payer une prime plus importante pour se couvrir contre une perte résultant d'une forte appréciation du franc contre l'euro que contre une dépréciation. Comme le montre le **graphique 5**, le *risk reversal* à trois mois pour le couple euro-franc était largement négatif. Aujourd'hui encore, le *risk reversal* demeure bien en dessous de zéro, ce qui indique que la situation sur le marché des changes demeure fragile dans l'ensemble.

Je redonne maintenant la parole à Andréa Maechler.

Nous venons de le voir, sans ce type d'analyse approfondie, qui complète l'analyse macro-économique traditionnelle, nous ne pourrions pas rendre compte de la complexité des marchés de façon simple et compréhensible. Aujourd'hui, notre communication à propos du franc repose sur deux constats: il s'inscrit toujours à un niveau élevé, et la situation sur le marché des changes demeure fragile. En partageant nos connaissances sur les marchés financiers de manière simple et claire, nous renforçons la confiance des opérateurs et contribuons à la crédibilité de la mise en œuvre de notre politique monétaire.

## Un marché monétaire en mutation

Pour terminer, j'aimerais aborder un marché qui a aussi subi de profondes transformations depuis la crise: le marché monétaire. Il revêt une importance particulière pour la BNS, surtout en matière de mise en œuvre et de transmission de la politique monétaire.

Le marché monétaire a subi deux changements majeurs, largement dictés par des facteurs extérieurs. Premièrement, la structure du marché a évolué avec l'inexorable déclin du segment non gagé au profit du segment gagé. Ce changement structurel a pour conséquence de placer le marché des pensions de titres (*repos*) au centre du marché monétaire. Deuxièmement, et ceci est lié au premier point, on observe qu'avec le déclin du segment non gagé, les conditions cadres du marché monétaire sont en pleine mutation. Je pense ici au remplacement de l'indice de référence Libor, sur lequel de nombreux produits financiers sont basés, en Suisse et au niveau mondial.

Pour revenir au premier point, le recul du volume des transactions non gagées, en particulier sur les échéances longues (au-delà d'un mois), est un phénomène mondial. Il reflète la perte de confiance des établissements bancaires face aux transactions sur une base non gagée depuis le début de la crise financière. Cette tendance ne s'est depuis jamais inversée, comme le montre le **graphique 6**. Les activités du marché monétaire se sont tournées vers le segment gagé, en Suisse vers le marché des *repos* (représentées en bleu). Avec l'injection importante de liquidités suite aux interventions de la BNS, l'activité sur ce segment a également baissé. Le large excédent de liquidités n'a toutefois pas réduit les volumes à zéro. Le prélèvement du taux d'intérêt négatif sur les avoirs en comptes de virement à la BNS a incité en effet les

banques à compléter les montants exonérés du taux négatif encore disponibles. De plus, les banques ont continué à négocier des *repos* dans le but d'échanger les garanties (*collateral*) correspondantes. La gestion des garanties a en effet tendance à gagner en importance dans le sillage de dispositions réglementaires de plus en plus exigeantes. Les assurances sont également actives sur le marché pour gérer leurs liquidités.

Dans ce contexte en évolution, le marché monétaire a pleinement joué son rôle de courroie de transmission des impulsions de politique monétaire. A la suite de l'introduction du taux d'intérêt négatif de  $-0,75\%$  sur les avoirs en comptes de virement de la BNS au début de 2015, les différents taux sur le marché monétaire se sont rapidement repliés dans le domaine négatif, comme le montre le **graphique 7**. Le mouvement de baisse s'est également étendu aux rendements des marchés obligataires et de crédit.

Pour assurer le bon fonctionnement du marché des capitaux et la transmission efficace de la politique monétaire quelles que soient les circonstances, la qualité de l'infrastructure du marché monétaire joue un rôle prépondérant. Le marché monétaire actuel dispose déjà d'une infrastructure (gérée par SIX) présentant de nombreux avantages: elle inclut notamment un large éventail de participants, y compris la BNS, qui forment un marché homogène interagissant sur une plate-forme commune. De plus, cette infrastructure présente un niveau élevé d'automatisation et de standardisation. Afin de mieux répondre aux besoins changeants des intervenants, une modernisation de l'infrastructure est en cours. Une nouvelle plate-forme de négoce pour les *repos*, CO:RE, a été lancée en 2016. En outre, un nouvel agent tripartite (TPA) est en cours d'élaboration. Ce dernier offrira aux intervenants du marché un large éventail de prestations et permettra une gestion plus efficace des garanties, davantage intégrée avec le négoce proprement dit.

Enfin, une infrastructure résiliente et moderne du marché *repo* est un élément essentiel pour que la BNS puisse activer efficacement et à tout moment l'ensemble de ses instruments de politique monétaire. En effet, la BNS utilise la même plate-forme SIX que les intervenants privés pour mettre en œuvre sa politique monétaire, que ce soit par la mise aux enchères ou l'échange de *repos*, de *reverse repos* ou même l'émission de Bons de la BNS (SNB Bills). Ces derniers avaient été, je le rappelle, émis au début de la crise. Ils se sont à cette occasion avérés être des instruments efficaces et flexibles pour résorber des liquidités.

J'en viens maintenant au deuxième point, le remplacement du Libor comme taux de référence du marché monétaire. La baisse des volumes des transactions du segment non gagé du marché monétaire, il faut le souligner, ne concerne pas seulement le franc mais l'ensemble des monnaies. Elle a entraîné comme conséquence que le Libor, qui est censé refléter les coûts de refinancement en blanc des principaux établissements bancaires, ne se fonde plus guère sur le prix de transactions effectives, mais presque exclusivement sur des estimations. En conséquence, l'autorité britannique de surveillance des marchés a annoncé qu'elle n'assurerait plus le maintien du Libor au-delà de 2021. Tous les acteurs du marché doivent se préparer soigneusement à cette échéance.



En Suisse, les travaux en vue du remplacement du Libor sont déjà bien avancés, mais ce processus s'avère complexe du fait de la large utilisation de ce taux. Le groupe de travail national sur les taux d'intérêt de référence (National working group on Swiss franc reference rates, NWG), qui est le comité déterminant chargé de promouvoir une transition réussie, a identifié le SARON comme la solution privilégiée de substitution au Libor.

Dans sa fonction de taux d'intérêt de référence, le SARON a déjà gagné en importance. Ainsi, il existe à présent une courbe des taux d'intérêt basée sur le SARON. Il est primordial de disposer d'une courbe des taux basée sur le SARON, qui peut être utilisée à la place de celle basée sur le Libor pour la fixation des prix pour l'ensemble du marché des capitaux en francs. L'encours sur le marché des swaps au jour le jour (OIS) reposant désormais sur le SARON est certes encore faible, mais il devrait prendre beaucoup plus d'ampleur à l'avenir. A ce propos, j'aimerais également relever le lancement, il y a une dizaine de jours, du premier contrat *future* sur le SARON négocié sur la plate-forme Eurex. A l'avenir, dès que des produits basés sur le SARON (crédits, prêts hypothécaires, etc.) seront proposés par le marché, le volume du négoce des instruments de couverture correspondants augmentera. Ces instruments pourront à leur tour être utilisés pour la fixation du prix des crédits.

Un des défis concernant le remplacement du Libor par un taux au jour le jour comme le SARON est de déterminer des taux à terme permettant, par exemple, le calcul des paiements trimestriels des contrats. Pour le moment, le marché des dérivés ne présente pas la liquidité suffisante pour offrir un taux à terme de nature prospective, c'est-à-dire connu à l'avance. C'est pourquoi, le groupe de travail, à l'issue de sa rencontre de la semaine dernière, préconise d'adopter une méthode de calcul rétrospective qui se base sur une moyenne des taux SARON journaliers de la période correspondante.

La BNS, en sa qualité de co-présidente du groupe de travail, apporte son soutien en matière de coordination au processus à l'échelle nationale et encourage le dialogue au niveau international. Mais, en fin de compte, seuls les acteurs du marché peuvent assurer une transition réussie. Il est donc essentiel que ces derniers s'engagent, s'informent au sujet des recommandations du groupe de travail, et qu'ils les mettent en œuvre. La participation au groupe de travail est ouverte à l'ensemble des acteurs du marché. J'ajoute à ce propos que se tiendra demain à Genève une réunion d'information sur l'état des travaux du groupe de travail et les défis à venir<sup>7</sup>.

Avant de conclure, je voudrais souligner que la BNS conserve sa capacité à piloter les taux d'intérêt, même sans Libor. A titre d'exemple, la BNS le fait actuellement au moyen du taux d'intérêt négatif appliqué sur les comptes de virement détenus par les banques à la BNS. La suppression du Libor ou une transition vers un autre taux d'intérêt ne changerait rien à cet égard. Pour mettre en œuvre sa politique monétaire, la BNS a assigné jusqu'à présent une marge de fluctuation au Libor à trois mois pour le franc. Il faudra bien sûr qu'elle adapte cet

---

<sup>7</sup> Les informations relatives au groupe de travail, y compris le déroulement des travaux sur les questions encore ouvertes, sont accessibles sur Internet. Voir: [https://www.snb.ch/fr/ifor/finmkt/finmkt\\_benchm/id/finmkt\\_reformrates](https://www.snb.ch/fr/ifor/finmkt/finmkt_benchm/id/finmkt_reformrates)

élément de sa stratégie. La Banque nationale informera en temps opportun sur les adaptations nécessaires.

## **Conclusion**

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

Nous l'avons vu: dix ans après la crise, les missions de base des banques centrales n'ont pas fondamentalement varié. Toutefois, l'environnement dans lequel ces dernières inscrivent leurs actions a changé et évolue en permanence. C'est pourquoi il est primordial que la BNS comprenne précisément les changements auxquels elle est confrontée et qu'elle s'y adapte afin de continuer à remplir son mandat de politique monétaire de façon optimale.

La BNS a, jusqu'à ce jour, pu s'appuyer sur une stratégie solide ainsi que sur des compétences et des technologies de pointe qui lui ont permis de rester agile dans un monde en constante évolution. Je suis convaincue qu'elle continuera à l'être à l'avenir.

Je vous remercie de votre attention.

---

# Dix ans après la crise: des marchés en évolution et les défis pour la BNS

Andréa M. Maechler et Thomas Moser  
Membre de la Direction générale / membre suppléant de la Direction générale  
Banque nationale suisse

Apéritif «Marché monétaire»  
Genève, le 8 novembre 2018

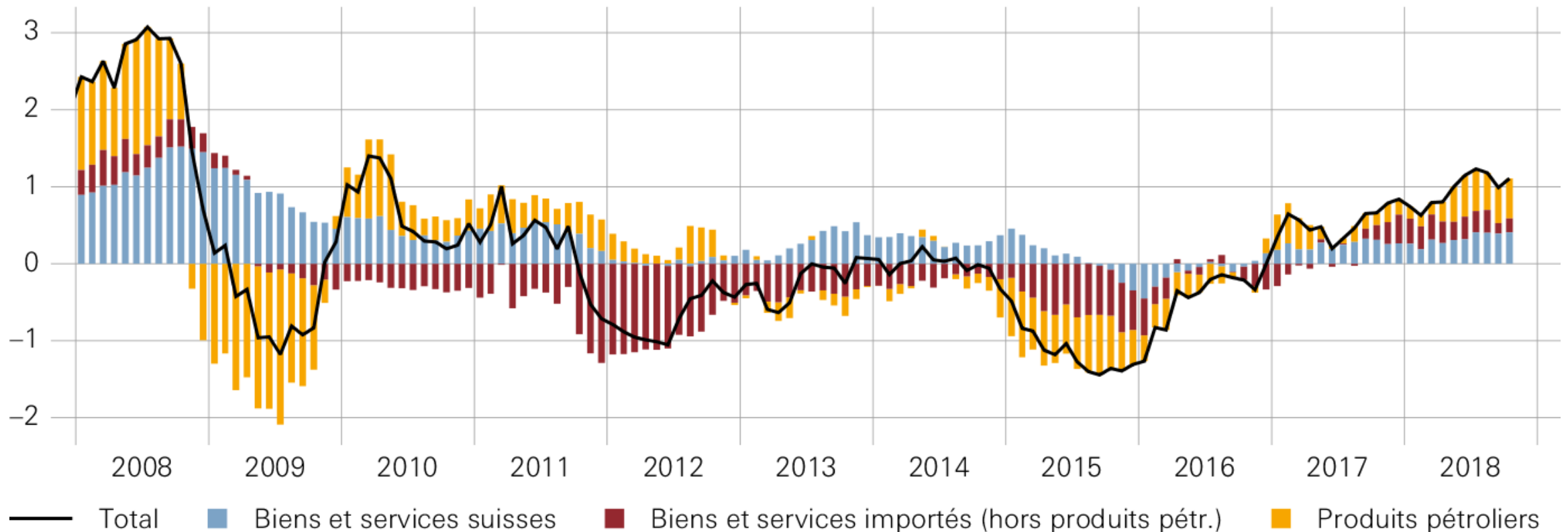
SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
BANCA NAZIUNALA SVIZRA  
SWISS NATIONAL BANK



# Après la crise, le renchérissement en Suisse est resté modéré dû au recul des prix de l'énergie et à la forte appréciation du franc

## IPC: BIENS ET SERVICES SUISSES ET IMPORTÉS

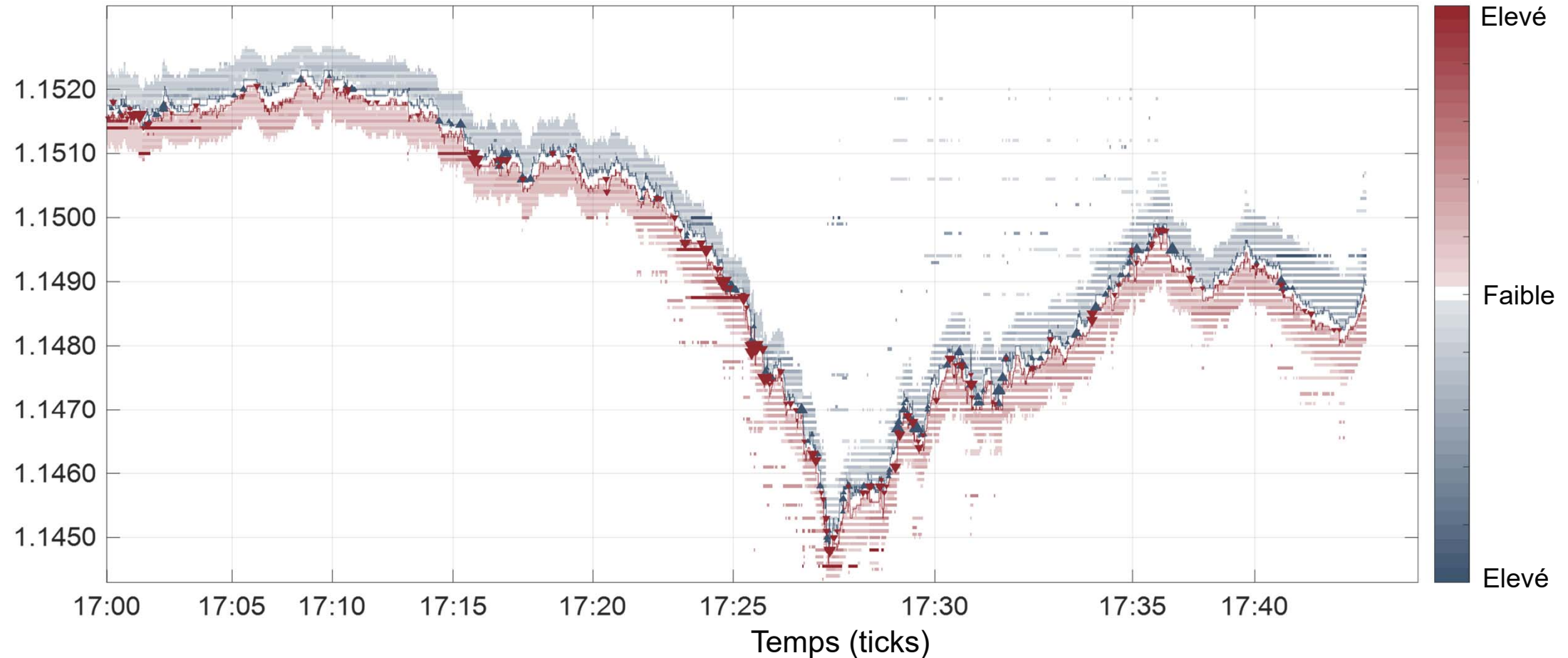
Variation en % de l'IPC par rapport à l'année précédente; contribution des composantes, en points



Sources: OFS, BNS.

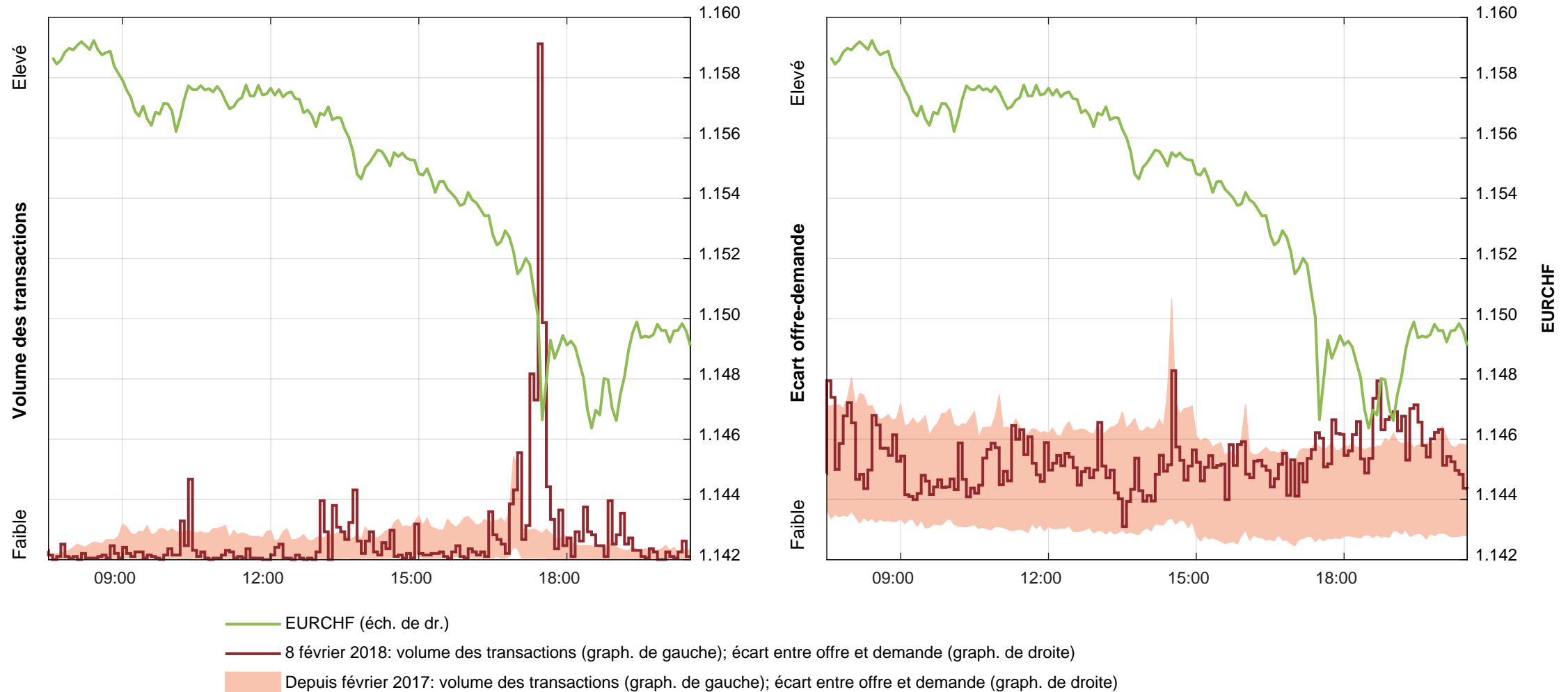
# La BNS observe la microstructure du marché des changes en temps réel sur la base de données à haute fréquence

Cours de change EURCHF et carnet d'ordre le 8 février 2018



Source: BNS.

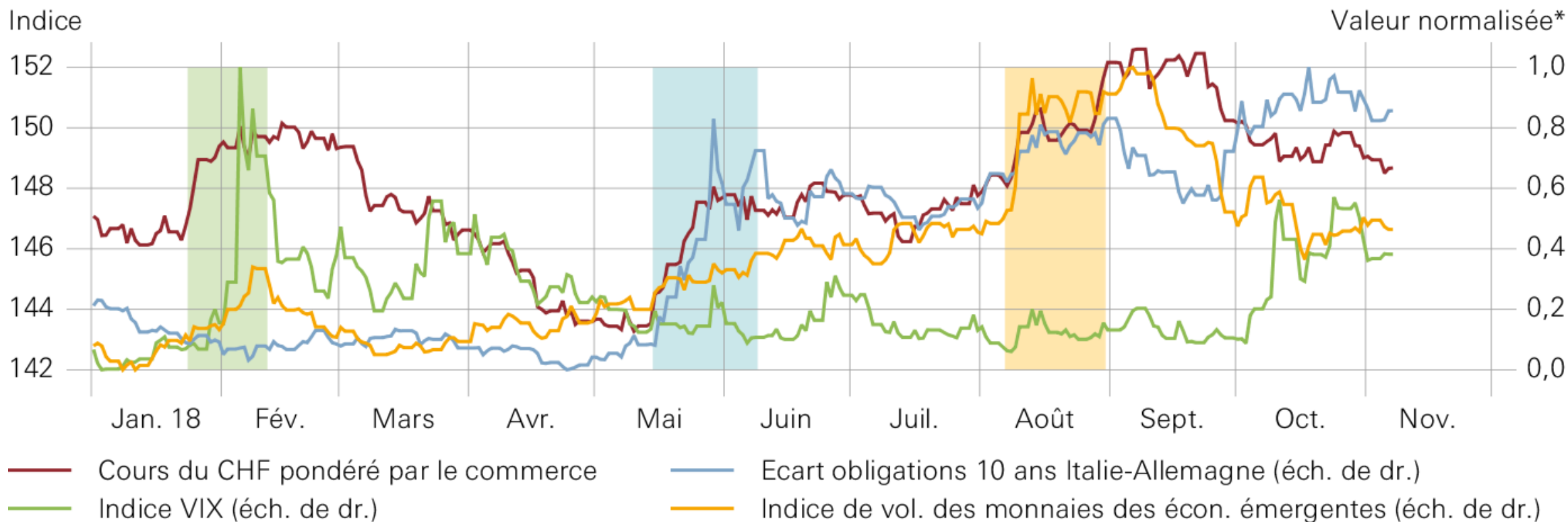
# Activité de négoce inhabituellement élevée pour le couple euro-franc entre 17 h et 17 h 30, mais conditions de liquidité robustes



Source: BNS.

# Depuis le début de l'année, différentes phases de baisse de la propension au risque ont conduit à une appréciation du franc

## FRAGILITÉ DU COURS DU FRANC ET PÉRIODES DE BAISSÉ DE LA PROPENSION AU RISQUE

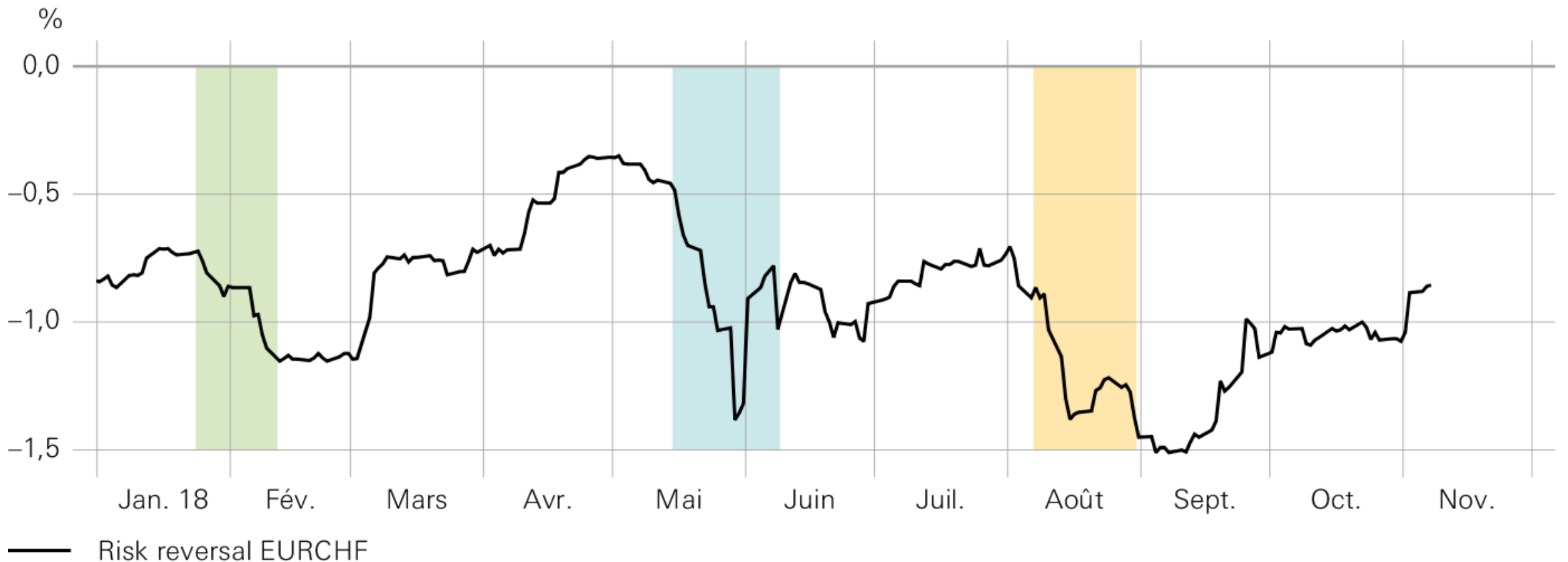


\* 0 correspond à la plus petite valeur observée depuis le début de l'année et 1, à la plus élevée.

Sources: Bloomberg, JP Morgan, BNS.

# Le marché des options reflète la fragilité sur le marché des changes

## RISK REVERSAL À 3 MOIS



Sources: Bloomberg, BNS.

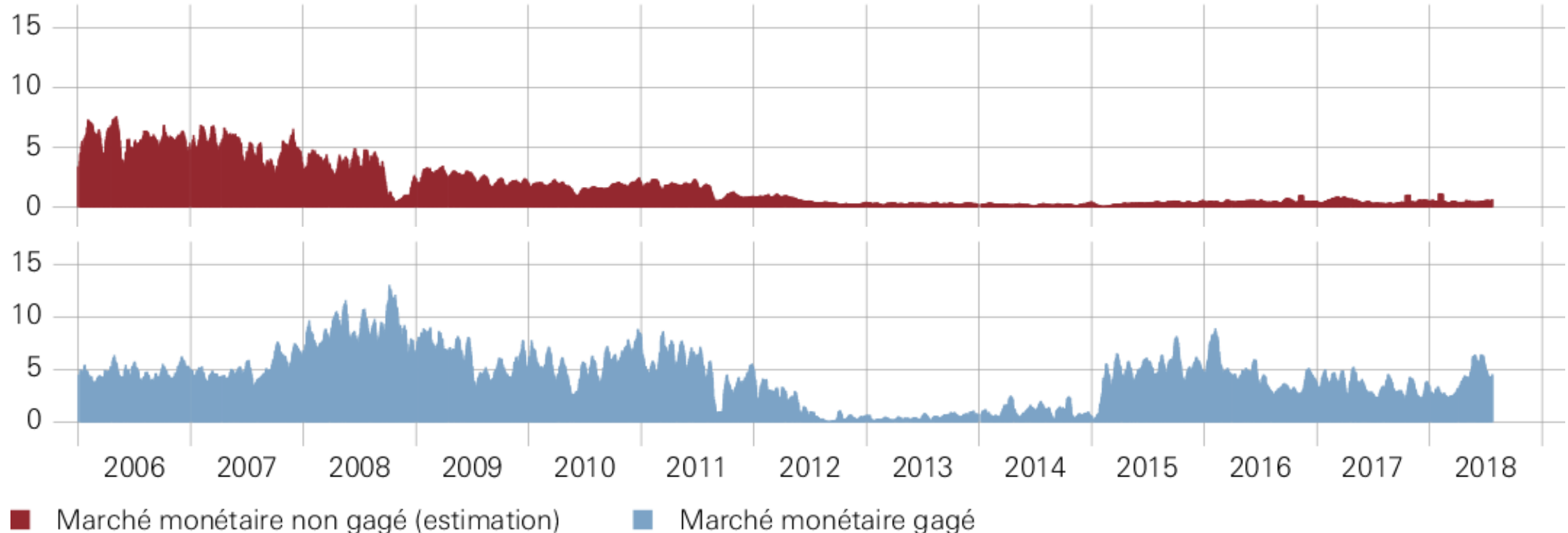


# Recul des transactions non gagées au profit des transactions gagées

## DÉPLACEMENT DU MARCHÉ MONÉTAIRE NON GAGÉ VERS LE MARCHÉ MONÉTAIRE GAGÉ

Moyenne mobile à 14 jours. Volume des transactions sur le marché de l'argent au jour le jour

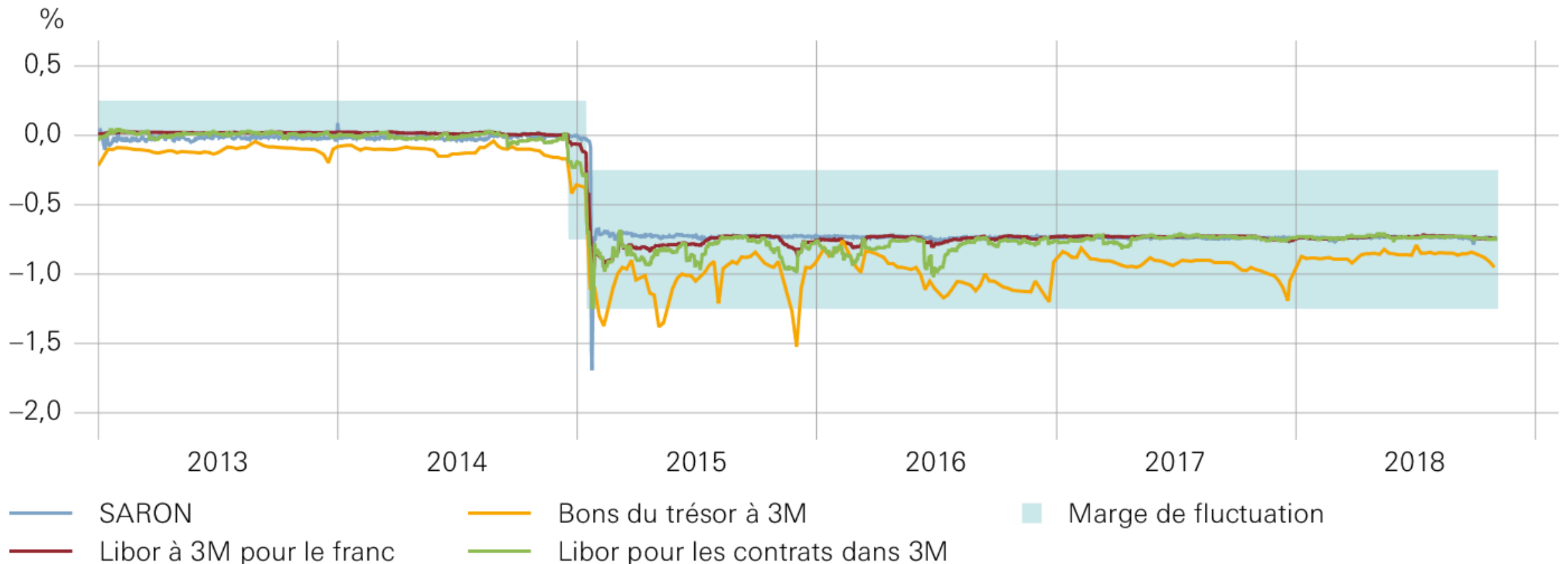
Milliards de francs



Sources: SIC, SSX, BNS.

# Une transmission efficace de la politique monétaire, même avec un faible volume de transactions

## TAUX D'INTÉRÊT DU MARCHÉ MONÉTAIRE EN FRANCS



Sources: Bloomberg, BNS.