

Embargo: 3 novembre 2011 18.30

**Le franc fort et l'avenir de l'infrastructure des
marchés financiers suisses:
la BNS face à deux de ses défis**

Jean-Pierre Danthine

Membre de la Direction générale
de la Banque nationale suisse

Apéritif «Marché monétaire»

Genève, le 3 novembre 2011

L'intervenant remercie Marlene Amstad, Anna Faber, Peter Kuster, Angelo Ranaldo, Dominik Salierno, Andy Sturm et Andreas Wehrli de leur précieuse contribution à la rédaction et à la présentation du présent exposé.

Introduction

Dans l'économie mondialisée d'aujourd'hui, les banques centrales ne manquent pas de défis à relever. Parmi les nombreuses questions auxquelles nous sommes confrontés, j'en examinerai deux qui sont particulièrement importantes pour la Banque nationale suisse (BNS). La fermeté du franc est dans tous les esprits. Cet été, elle est devenue un problème d'une ampleur sans précédent, et continue à peser fortement sur l'économie de notre pays. J'en parlerai dans la seconde partie de mon exposé.

Auparavant, je vais me consacrer à un défi qui ne fait pas les gros titres. Il s'agit de l'avenir de l'infrastructure du marché financier (IMF) en Suisse. Ce terme recouvre généralement les Bourses, les contreparties centrales, les systèmes de règlement ainsi que les dépositaires centraux de titres et les autres prestataires de services, sur lesquels repose le système financier. Cette infrastructure est cruciale pour le fonctionnement des marchés financiers. Elle est capitale pour la mise en œuvre de la politique monétaire et l'accès des acteurs du marché aux liquidités de la banque centrale.

Tant que l'IMF fonctionne bien, elle ne suscite guère l'attention. Néanmoins, dans une perspective à long terme, sa performance est essentielle. Sur le plan international, de nombreux changements ont lieu actuellement dans le cadre de l'IMF et il est vital que notre IMF – souvent qualifiée de «tuyauterie» de nos marchés financiers – continue à l'avenir de servir au mieux les intérêts de la Suisse. Mon objectif ce soir est de faire prendre conscience de l'importance de l'IMF ainsi que de la nécessité de développer une stratégie pour que cette infrastructure reste un atout à l'avenir.

Première partie: l'infrastructure du marché financier

Dans l'ensemble, les éléments clés de l'IMF suisse fonctionnent bien. La résilience de notre infrastructure a été remarquable dans la crise récente. La compétition accrue, les changements au niveau de la réglementation internationale, la hausse des volumes de négoce et, le cas échéant, une volatilité plus élevée impliquent toutefois que l'IMF doit évoluer afin de maintenir son efficacité. Aussi vais-je souligner ce soir trois aspects de notre IMF: son importance, ses points forts et les défis auxquels elle doit faire face.

L'importance d'une infrastructure du marché financier fiable et efficiente

L'été 2011 restera dans l'histoire comme une période de forte incertitude et de volatilité sur les marchés. Ainsi, face à l'euro, le franc a alors connu, à trois occasions, des variations journalières comptant parmi les plus fortes depuis l'introduction de la monnaie unique en 1999. La plus prononcée était de 3,2% et a été enregistrée le 9 août. Cette même journée, le franc atteignait un niveau record, frôlant la parité, puisqu'un euro valait 1,0073 franc¹. Ces mouvements intenses sur le marché des changes ont aussi été accompagnés d'une grande volatilité sur les marchés des actions et des obligations. Entre juillet et début août, l'indice VIX², qui mesure la volatilité du marché des actions, a brusquement doublé, passant de moins de 20% à plus de 40%; l'indice Move sur la volatilité des obligations³ passait, quant à lui, d'environ 85 points de base à près de 120.

Cette extrême volatilité a grandement affecté les opérations du *front office*. Mais elle a aussi touché les processus post-négoce au niveau du *back office*, dont les volumes moyens journaliers en août 2011 ont été plus de trois fois supérieurs à leur moyenne. Cette évolution illustre également la pression à laquelle l'IMF est soumise. Ils soulignent aussi l'importance de garantir la capacité du système à faire face aux pressions accrues que ces volumes représentent. En effet, au fur et à mesure que les volumes augmentent, les risques opérationnels s'accroissent. Heureusement, on compte peu de cas dans lesquels l'IMF a été la cause d'un '*crash*' des marchés. Je vais néanmoins citer trois exemples où le système a été mis à l'épreuve.

Le premier cas concerne la «Paperwork Crisis» en 1968 et en 1969. Les volumes journaliers traités à la Bourse de New York étaient passés de deux millions d'actions au début des années 1960 à douze millions à la fin de ladite décennie. A l'époque, le règlement des actions traitées continuait à se faire avec la livraison effective des certificats gravés entre sociétés de courtage. Alors que les volumes de transactions grimpaient en flèche, le secteur post-négoce ne fut plus en mesure d'absorber l'avalanche de papier en décollant. En 1968, le NYSE a été obligé de fermer tous les mercredis, durant six mois, pour rattraper le retard administratif. La durée officielle du travail a ensuite été réduite pendant six mois

¹ Cours mesuré au moyen de la plate-forme Electronic Broking Services (EBS).

² Le VIX mesure la volatilité sur l'indice S&P 500.

³ Merrill Lynch Option Volatility Estimate Index.

supplémentaires, afin de permettre aux sociétés de courtage membres de soutenir le rythme des volumes traités⁴. Les progrès technologiques ont fait le reste.

Le second cas est le «lundi noir» du 19 octobre 1987, lorsque les marchés des actions du monde entier se sont effondrés. Ce jour-là, l'indice Dow Jones des valeurs industrielles avait chuté de plus de 22%. La difficulté d'obtenir des informations fiables aggrava l'écroulement du marché. De nombreux systèmes furent submergés par les volumes de négoce records enregistrés au cours de ce «lundi noir» (trois fois la moyenne quotidienne). Comme l'a relaté en substance le Brady Report: «Au NYSE, par exemple, les opérations traitées en Bourse ont été exécutées avec plus d'une heure de retard, ce qui (...) a semé la confusion chez les courtiers. Les investisseurs ne savaient pas si des ordres à cours limité avaient été exécutés ou si de nouvelles limites devaient être fixées»⁵.

Depuis 1987, la technologie a considérablement évolué, aussi bien en matière de négoce qu'au niveau des étapes ultérieures. Aujourd'hui, l'utilisation des algorithmes pour le négoce permet d'effectuer des centaines de milliers d'achats-ventes en une seconde, augmentant ainsi les volumes traités. Ce qui me conduit à mon troisième exemple, à savoir le «Flash Crash» du 6 mai 2010. Ce jour-là, l'indice Dow Jones des valeurs industrielles perdait près de 1 000 points en cinq minutes, pour en recouvrer presque 600 vingt minutes plus tard. Toute la lumière n'est pas encore faite sur cet épisode, mais un rapport des autorités américaines de régulation des marchés, la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC) et la *Securities and Exchange Commission* (SEC), conclut : «Une leçon importante à retenir est qu'en période de tensions sur les marchés, l'exécution automatisée d'un ordre de vente important peut déclencher de grandes variations de prix, en particulier si l'algorithme d'exécution automatisée ne tient pas compte des prix. En outre, l'interaction entre les programmes d'exécution automatisée et les stratégies de négoce algorithmique peut résorber des liquidités et déstabiliser rapidement les marchés.»⁶ Le progrès technologique semble donc

⁴ *History of New York Stock Exchange Holidays*, New York Stock Exchange, révisé en janvier 2011.

⁵ *Brady Report 1988*, Study III, page 21. Cité dans: «Marc Carlson: A Brief History of the 1987 Stock Market Crash with a Discussion of the Federal Reserve Response», page 9.

⁶ «Findings Regarding the Market Events of May 6, 2010», *Report of the Staffs of the CFTC and SEC to the Joint Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues*, 20 septembre 2010. Pour une mise en perspective plus générale du *High Frequency Trading*, voir «High frequency trading in the foreign exchange market», rapport de la BRI.

être une épée à double tranchant: d'un côté, il permet d'accroître l'efficacité et de réduire les coûts; de l'autre, il intensifie la gravité d'un 'crash' éventuel.

De tels exemples mettent en évidence l'importance que revêt l'infrastructure des marchés financiers pour le bon fonctionnement de l'ensemble de ceux-ci. J'aimerais maintenant préciser en quoi la Banque nationale est concernée. Pour remplir son mandat, la BNS est impliquée à trois niveaux: premièrement, elle est un acteur remplissant un rôle spécial puisqu'elle recourt aux transactions sur le marché dans le cadre de la mise en œuvre de la politique monétaire. Deuxièmement, elle agit en tant que «gestionnaire» du Swiss Interbank Clearing (SIC) et garantit ainsi que les transactions à valeur élevée puissent être effectuées en monnaie de banque centrale. Dans cette fonction, la BNS contrôle aussi le bon déroulement des opérations quotidiennes et est responsable de la gestion de crise en cas de pannes ou d'incidents. Enfin, la BNS supervise les éléments de l'IMF d'importance systémique; elle suit les développements et s'emploie à identifier toute tension ou tout déséquilibre risquant de mettre en danger la stabilité du système. Il ressort clairement de ces considérations qu'une IMF fiable, efficace et performante est essentielle pour la banque centrale.

Les points forts de l'infrastructure suisse des marchés financiers et ses fondements coopératifs

L'infrastructure suisse des marchés financiers a été efficace jusqu'à présent. Quels sont ses points forts et sur quoi reposent-ils? Le grand avantage de l'IMF suisse est d'intégrer tous les éléments du *back office* dans une chaîne de systèmes, connue sous le nom de *Swiss value chain* (SVC)⁷. La SVC permet l'intégration électronique complète de trois types de plateformes: systèmes de négoce, de paiement et de règlement des opérations sur titres, ainsi que les contreparties centrales.

Ce qu'il y a de plus remarquable, c'est le degré d'intégration des nombreux processus de la SVC lui permettant d'être à la fois rapide, efficace et fiable. Dans le négoce des actions, l'automatisation des processus (*straight-through processing*) a techniquement réduit la durée

⁷ Elle est constituée de quatre éléments: i) les plateformes de négoce électronique Eurex (dérivés) et SIX Swiss Exchange; (ii) la contrepartie centrale SIX x-clear; (iii) le système de règlement des opérations sur titres SECOM; et (iv) les systèmes de paiement Swiss Interbank Clearing (SIC) et euroSIC. Sont également directement intégrés les contreparties centrales, London Clearing House (LCH) et Eurex Clearing, ainsi que le système de paiement euroSIC.

du règlement à aussi peu que quatre secondes, même si sur le marché, le cycle de règlement pour les actions dure habituellement trois jours. A l'échelle nationale, le système est financièrement avantageux et le coût du négoce a fortement reculé ces dernières années. Le *straight-through processing* a également été appliqué au marché suisse des pensions de titres, qu'il a renforcé ainsi qu'en témoigne le fait qu'aucun «échec» (un règlement en retard d'un ou de deux jours) ne s'est produit depuis mai 2009 pour les opérations de pension.

En termes d'automatisation, l'approche intégrée suisse soutient la comparaison avec d'autres systèmes de ce type. Malgré l'omniprésence des systèmes électroniques dans le monde entier, seulement un tiers de toutes les pensions de titres en Europe est traité par des systèmes automatisés tels que BrokerTec, Eurex Repo ou MTS. Dans plusieurs marchés nationaux, la plupart des étapes continuent à être exécutées manuellement⁸.

La *Swiss Value Chain*, qui a été créée au milieu des années 1990, était un système précurseur, annonçant la venue du *straight-through processing*. Bien qu'elle soit encore un mécanisme à la pointe, il ne s'agit pas de s'endormir sur ses lauriers vu les atouts croissants de systèmes concurrents. Compte tenu de son haut niveau de performance, il est intéressant de noter que la *Swiss Value Chain* est le produit d'une forme de collaboration spécifiquement suisse, connue sous le nom de «*Gemeinschaftswerk*». Ce principe de collaboration a été vital dans la création et le maintien de l'infrastructure suisse des marchés financiers. Il a aussi donné aux principales parties prenantes du privé comme du public – depuis la BNS jusqu'aux grandes banques axées sur l'international et les plus petites banques régionales – la possibilité de s'exprimer durant le processus.

Les douze années d'existence du marché suisse des pensions de titres illustrent l'application du «*Gemeinschaftswerk*». A la fin des années 1990, les banques commerciales, les prestataires d'infrastructures financières et la BNS ont collaboré étroitement en vue de développer le marché des pensions de titres. La plate-forme électronique Eurex Repo⁹ qui en a résulté a standardisé les opérations de pensions de titres. Fait décisif, la plate-forme de négoce Eurex Repo est connectée depuis 1999 au système de règlement des transactions

⁸ Voir: *International Capital Market Association: European repo market survey*, N°18, menée en décembre 2009, publiée en mars 2010, page 10. Voir aussi BRI, *CPSS: Strengthening repo clearing and settlement arrangements*, rapport publié en septembre 2010, pages 10 à 12.

⁹ En octobre 2000, SWX-Repo a été intégré dans Eurex, sous la dénomination d'Eurex-Repo.

SECOM, qui est relié au système de règlement brut en temps réel (*real-time gross-settlement payment system*) du SIC. Non seulement ce système rend possible le *straight-through processing*, mais il se distingue en intégrant sur la même plate-forme des pensions de la banque centrale et celles du marché interbancaire.

Le système de paiement SIC, dont les éléments techniques et opérationnels sont gérés par une filiale de SIX Group, est aussi le résultat du «*Gemeinschaftswerk*». Contrairement à la collaboration réussie entre les secteurs privé et public en Suisse, on constate dans le reste du monde que la plupart des systèmes de paiement de montant élevé appartiennent aux banques centrales. A un niveau fonctionnel, l'intégration verticale semble donc plus achevée en Suisse que sur les autres marchés européens. En Allemagne et au Royaume-Uni, par exemple, les entreprises privées qui jouent un rôle prépondérant dans l'IMF (Deutsche Börse Group et London Stock Exchange Group) ne gèrent pas les systèmes de paiement nationaux. Inversement, sur le plan organisationnel, des démutualisations ont eu lieu dans la plupart des pays européens durant les années 1990 et au début des années 2000. A cette occasion, un type de gouvernance fondé sur le principe «*user-owned, user-governed*» (direction de l'entreprise confiée aux utilisateurs) a été délaissé en faveur d'une structure axée sur les investisseurs.

Le monde en mutation des IMF

Comme je l'ai laissé entendre, le monde des IMF et de ses parties prenantes est en pleine évolution. Il est donc essentiel que nous nous intéressions à la question de savoir comment de tels changements influent, et influenceront au cours des prochaines années, sur le marché suisse.

Un simple coup d'œil à l'actualité atteste de l'évolution sans précédent que des entités financières et économiques sont en train de connaître. On compte plusieurs cas de changements intervenus dans le paysage des plates-formes de négoce à la suite de facteurs, tels que des modifications réglementaires (par exemple, directive MIFID¹⁰), la tendance à la «démutualisation» et une concurrence internationale accrue. Je citerai à ce propos la fusion annoncée entre la Bourse allemande et le NYSE; la vente à la Bourse allemande de la

¹⁰ Directive concernant les marchés d'instruments financiers: cette directive européenne vise à accroître la concurrence et la protection des consommateurs dans les services d'investissements. Elle est entrée en vigueur le 1^{er} novembre 2007 en remplacement de la Directive sur les services d'investissements.

participation de SIX Group dans Eurex; et, concernant les volumes de négoce, un mouvement de désaffectation pour des quasi-monopoles «nationaux» au profit de systèmes multilatéraux de négoce tels que des plates-formes multilatérales (*multilateral trading facilities*, MTF). Il ressort de certaines estimations que pas moins de 25% des volumes d'actions traités le sont maintenant par ces nouveaux acteurs. De ce fait, la part de marché moyenne de SIX Swiss Exchange dans le négoce des *blue chips* a reculé, passant de plus de 80% en 2009 à environ 70% en 2010¹¹.

L'infrastructure post-négoce est elle aussi contrainte d'évoluer. En particulier, Forum sur la stabilité financière recommande de recourir plus largement aux contreparties centrales (CCP) sur les marchés des dérivés de gré à gré (OTC). En atténuant le risque de contrepartie, en augmentant la transparence et en limitant la probabilité d'une contagion sur ces marchés complexes, les contreparties centrales réduisent le risque systémique. Par conséquent, tant au sein de l'Union européenne qu'aux Etats-Unis, les régulateurs soutiennent le recours accru aux contreparties centrales. Le second exemple que j'aimerais citer est le projet TARGET2-Securities (T2S) de la Banque centrale européenne (BCE), qui a beaucoup retenu l'attention du secteur financier. Pour ceux d'entre vous qui ne sont pas encore familiarisés avec cette initiative, je précise qu'il vise à instaurer une plate-forme unique de règlement de titres en euros, et éventuellement dans d'autres monnaies, qui viendrait remplacer en partie les infrastructures de règlement nationales opérant actuellement.

Pour la BNS, en tant que banque centrale et autorité monétaire de la Suisse, cette initiative de la BCE a soulevé la question de savoir s'il fallait inclure le franc suisse comme monnaie de règlement sur la plate-forme T2S. Bien que la décision formelle relève exclusivement de la responsabilité de la BNS, la banque centrale a, dans l'esprit du «*Gemeinschaftswerk*», consulté toutes les parties prenantes (y compris le SIX Group) avant de prendre une décision en connaissance de cause. Se fondant sur une analyse coûts-avantages, qui a souligné la complexité des défis auxquels le marché suisse doit faire face en termes d'infrastructure, la BNS a décidé de ne pas inclure le franc comme monnaie de règlement au sein de T2S¹².

Cela dit, malgré la décision de la Suisse de prendre du recul par rapport à T2S, cette plate-forme aura néanmoins un impact sur le marché suisse et stimulera des réformes structurelles

¹¹ Communiqué de presse de SIX Group du 15 mars 2011.

¹² La Banque d'Angleterre est parvenue à la même décision concernant la livre sterling.

dans l'IMF helvétique, qui, à leur tour, affecteront nos opérations sur le marché monétaire. Rappelons à ce propos que des titres libellés en monnaies étrangères sont éligibles sur le marché suisse des pensions de titres. En fait, les garanties en euros représentent environ 50% des titres pris en considération. A l'avenir, le règlement de ces titres et, éventuellement, de titres libellés dans d'autres monnaies autorisées, impliquera de recourir en partie à l'infrastructure T2S.

Et maintenant?

Le principe du «*Gemeinschaftswerk*» nous a rendu de grands services dans le passé récent. L'efficacité technique et économique de l'IMF actuelle a permis de faire converger les intérêts particuliers de différents établissements et les intérêts collectifs de la place financière suisse. Mais l'infrastructure du marché financier en Suisse est maintenant confrontée à un changement profond de son environnement. Pour rester fiable, efficace et concurrentielle elle devra évoluer. Il s'agit là d'un défi non seulement pour la BNS mais encore davantage pour toute la place financière, c'est-à-dire pour toutes les parties prenantes au «*Gemeinschaftswerk*». Il est urgent pour la place financière suisse de se mettre d'accord sur une stratégie claire et proactive pour assurer la compétitivité de l'IMF suisse à long-terme. Si le «*Gemeinschaftswerk*» devait ne pas être choisi comme *modus operandi* futur, la remise en question pourrait s'avérer plus pressante encore.

Laissez moi maintenant clore mes réflexions sur la «tuyauterie» de nos marchés financiers, pour revenir au *front office* et me consacrer aux défis plus visibles qui existent sur les marchés des changes.

Deuxième partie: la fermeté du franc

Depuis l'effondrement du système de Bretton Woods en 1973, le franc suisse s'est nettement apprécié face à la plupart des monnaies importantes. C'est ainsi que, depuis ce tournant, il s'est revalorisé massivement, en termes nominal, par rapport au dollar américain, à la livre sterling et même, durant la période pertinente, au mark allemand. Le franc a aussi gagné face à l'euro – la monnaie de notre principal partenaire commercial – depuis l'introduction de ce dernier en 1999, même si le cours était resté stable jusqu'à l'aube de la crise actuelle.

La comparaison des valeurs nominales des différentes monnaies est cependant peu informative. Elle ne tient pas compte du fait que l'évolution des cours de change relatifs résulte pour une bonne part d'une compensation naturelle pour les différences de taux d'inflation. Ceci est particulièrement pertinent pour notre pays qui a subi une inflation bien moins forte que la plupart des ses partenaires commerciaux au cours des trois dernières décennies. Reste qu'après correction de ce facteur, c'est-à-dire en termes réels, le franc s'est apprécié d'environ 100% face au dollar et 70% face à la livre sterling depuis 1973 et de 14% vis-à-vis de l'euro entre 1999 et aujourd'hui.

Il est encore plus informatif d'adopter un point de vue multilatéral, en se basant sur le cours de change effectif réel¹³. On peut affirmer, statistiques à l'appui, que le cours de change effectif réel du franc suisse est resté plus ou moins stable depuis au moins 1990 jusqu'à récemment. Cela ne veut toutefois pas dire qu'il s'est montré constant. Au contraire, il fluctue constamment autour de sa moyenne¹⁴. On se rappelle en particulier qu'il est resté bien en dessus de sa moyenne de long terme pendant trois ans environ au milieu des années 1990, et qu'il a alors enregistré un pic à 12% en 1995. C'était l'écart le plus élevé du franc suisse par rapport à sa moyenne de long terme observé jusqu'à l'épisode actuel. Entre 1999 et 2008 par contraste, le cours de change effectif réel est resté généralement au-dessous de sa moyenne de long terme. Il a commencé à augmenter vers août 2007 pour prendre plus de 30% entre cette date et fin juin 2011.

En regard de ces chiffres, la nouvelle hausse enregistrée cet été se montre exceptionnelle. Le franc suisse a en effet gagné 17% supplémentaires, en termes réels, entre début juillet et le 9 août, date à laquelle il a enregistré un pic historique. Selon des estimations, il était alors près de 40% au-dessus de sa moyenne de long terme et plus de 50% au-dessus du niveau d'avant-crise¹⁵.

¹³ Le raisonnement et les chiffres qui suivent se réfèrent au cours de change réel (cours nominaux corrigés les écarts d'indices des prix à la consommation) pondérés par les exportations, tels que publiés par la BRI.

¹⁴ Pour le BNS, cette moyenne de long terme est un repère statistique commode. Il ne s'agit pas d'une notion prospective ou d'équilibre. La BNS ne se prononce pas sur un niveau d'équilibre spécifique pour les cours de change, car la notion d'équilibre dépend du choix du modèle et n'est donc pas définie de façon univoque. Tous les modèles dont nous avons connaissance concluent cependant qu'à un cours de 1,20 franc pour un euro, notre monnaie reste à un niveau élevé.

¹⁵ Il s'agit d'une approximation du cours de change effectif réel sous l'hypothèse de poids et différentiel d'inflation constants.

On peut soutenir que la fermeté du franc provient du fait que l'économie suisse se porte bien, dans l'absolu et surtout en comparaison avec beaucoup de nos voisins. C'est un fait que la Grande Récession a été moins prononcée en Suisse que dans la plupart des pays développés. De même, la reprise y a été particulièrement dynamique. Nous avons été l'une des premières économies avancées à retrouver notre PIB d'avant la crise. En outre, nous faisons état de finances publiques saines, en contraste frappant avec un grand nombre d'entre elles. C'est ainsi que notre taux d'endettement a chuté durant la crise, pour s'établir à moins de 40% du PIB. Cependant, ces éléments ne suffisent pas à expliquer l'extrême rapidité et l'amplitude de l'évolution observée cet été. Il est en effet presque impossible que des fondamentaux ou des facteurs macroéconomiques évoluant lentement puissent rendre compte de l'ampleur et de la soudaineté des mouvements subis par les cours de change en juillet et en août. Une explication bien plus complète est fournie par le statut de valeur refuge du franc suisse et par la perception des acteurs financiers, selon laquelle les risques menaçant l'économie mondiale étaient extrêmes, de nature inhabituelle, et donc difficiles à évaluer.

Le statut unique de valeur refuge du franc suisse correspond à une perception bien établie. L'histoire récente en a fourni une confirmation éclatante. Il est frappant par exemple que le cours de l'or en francs ait baissé d'environ 5% entre début 2011 et le 2 août, alors qu'exprimé en dollars il a battu un record après l'autre sur cette même période. Ce statut de valeur refuge est également illustré par la corrélation négative entre le cours du franc et celui des actifs à risques tels que les actions. Le cours du franc est aussi corrélé positivement avec l'évolution des indicateurs de risques tels que l'indice VIX. Un dernier exemple frappant de la caractéristique de notre monnaie comme valeur refuge est la revalorisation marquée du franc quelques heures seulement après la collision du premier avion contre les *Twin Towers* le 11 septembre 2001.

Ce statut peut être vu comme un témoignage de la stabilité de la Suisse au long de l'histoire. En période d'incertitudes sur les marchés à l'échelle mondiale, il constitue cependant un facteur essentiellement financier, de nature à causer des dommages importants, voire irréversibles, à notre économie réelle. Quand des forces financières éloignent une monnaie aussi rapidement et aussi fortement de sa valeur fondamentale, les conséquences en sont particulièrement tangibles. Après tout, la plupart des entreprises ne

disposent pas de marges suffisantes pour pouvoir absorber des fluctuations de change aussi fortes et aussi rapides. Notre économie très ouverte dépend des exportations. Nous gagnons un franc sur deux à l'étranger. L'extrême surévaluation du franc observée cet été comportait un risque de récession et de développements déflationnistes. La BNS en a conclu qu'elle devait agir en vue de protéger l'économie et de sauvegarder la stabilité des prix.

Le 3 août, elle a annoncé qu'elle viserait, avec effet immédiat, un Libor à trois mois aussi proche que possible de zéro, et qu'elle accroîtrait les avoirs à vue des banques en les faisant passer de leur niveau d'alors – environ 30 milliards – à 80 milliards de francs. Elle a étendu cette politique d'assouplissement quantitatif en deux étapes supplémentaires, le 10 août et le 17 août, pour fixer le niveau visé de l'ensemble des avoirs à vue au-dessus de 200 milliards de francs. Pour réaliser cet accroissement marqué des liquidités sur le marché monétaire en francs, elle a dans une première étape interrompu les opérations de *reverse repo* et racheté des Bons de la BNS en circulation. Elle a ensuite conclu des swaps de change et recouru de nouveau à des pensions de titres. Ces opérations ont exercé une forte pression à la baisse sur les taux du marché monétaire et sur les anticipations relatives aux taux d'intérêt futurs. Elles ont aussi conduit à un affaiblissement significatif du franc suisse. Ce recul du franc n'a cependant pas résisté au flot croissant de nouvelles négatives concernant la situation économique mondiale. Le franc s'est de nouveau raffermi massivement, ce qui constituait une grave menace pour l'économie suisse. La BNS a donc décidé de faire un pas supplémentaire. Le 6 septembre elle a annoncé qu'elle ne tolérerait plus de cours inférieur à 1,20 franc pour un euro. Elle a également souligné qu'elle ferait prévaloir ce cours plancher avec toute la détermination requise et qu'elle était prête à acheter des devises en quantité illimitée. Même à 1,20 franc pour un euro, la monnaie helvétique reste à un niveau élevé. Elle devrait continuer à s'affaiblir sur la durée. Si les perspectives économiques et les risques de déflation l'exigent, la BNS est prête à prendre des mesures supplémentaires.

La décision de fixer un cours plancher n'a pas été prise à la légère. C'était un pas décisif, qui a naturellement suscité des réactions fort variées. Aujourd'hui, j'aimerais me concentrer sur l'une d'entre elles. Les avocats de la théorie de l'efficacité des marchés objectent que notre intervention est déplacée en cela qu'elle interfère avec le libre fonctionnement des marchés. Ma première contribution académique, publiée en 1977, portait sur l'efficacité des marchés,

et je reste convaincu que les versions plus modérées de cette hypothèse sont valides. Je pense en particulier que les investisseurs devraient toujours prendre pour prémisse que le marché est difficile à surpasser et que les «*free lunches*» sont extrêmement rares. Cependant, je considère que la forme extrême de cette hypothèse, selon laquelle les prix du marché reflètent et révèlent toujours immédiatement la valeur sous-jacente fondamentale de l'actif concerné, a été réfutée dans de multiples situations. Ainsi les chercheurs ont documenté de façon convaincante des épisodes de surréaction des marchés, de comportements grégaires et l'utilisation de stratégies basées sur le *momentum trading*. L'histoire financière fourmille d'exemples manifestes d'évolution des prix reconnue après coup comme aberrante, de la «tulipomanie» dans la Hollande du XVII^e siècle à la récente bulle immobilière aux Etats-Unis. La littérature académique récente a fait ressortir une des raisons possibles de ces inefficiences: un investisseur qui serait en désaccord avec l'évaluation proposée par le marché et qui voudrait miser selon sa conviction a peu de chances d'être gagnant si la masse des négociants moins bien informés et donc en quelque sorte «irrationnels» (appelés *noise traders*) est trop importante.

Mais revenons aux monnaies refuges telles que le franc suisse. Lorsqu'une banque centrale décide de limiter l'impact négatif, sur l'économie réelle, de stratégies financières qui s'appuient sur cette propriété, et que pour ce faire elle accommode en quelque sorte la demande pour cette valeur refuge, cette décision se justifie d'un point de vue économique. En effet, l'effet de monnaie refuge mène à une forme de «maladie hollandaise» qui ne peut pas laisser la banque centrale indifférente. L'expression «maladie hollandaise» se réfère à la situation économique des Pays-Bas consécutive à la découverte de gaz naturel dans la Mer du Nord au cours des années 1980. L'importance de cette nouvelle ressource et le boom qu'elle a généré dans les secteurs de l'économie liés à l'énergie ont conduit à une surévaluation de la monnaie nationale. A son tour, cette distorsion a fortement affecté de larges pans de l'économie réelle qui n'avaient pas profité directement de la découverte. Il y a toutefois une différence entre la maladie hollandaise et l'impact de la demande pour une monnaie refuge. Dans ce dernier cas, la maladie prend un tour plus pernicieux, puisqu'elle affecte négativement l'économie sans que celle-ci puisse profiter de l'effet positif initial déclenché par l'accès à de nouvelles ressources naturelles.

Les fonds qui ont afflué vers le port de salut qu'est le franc suisse dans un contexte marqué par une incertitude extrême et par une pénurie d'actifs sûrs à l'échelle mondiale ont creusé un profond écart entre la valeur de notre monnaie et la réalité de l'économie suisse. La taille de ce fossé pourrait à son tour expliquer la très forte volatilité observée cet été sur les marchés. Un autre volet de la littérature académique explique en effet que des problèmes de coordination peuvent survenir dans une situation de marché aussi extrême, de sorte que la catégorie d'investisseurs qui jouent le rôle de stabilisateurs restent sur la touche et s'abstiennent d'entrer les ordres qui en temps normal apaiseraient le jeu. Dans cette perspective, l'intervention de la banque centrale est un moyen d'aider les acteurs du marché à se coordonner sur des valorisations qui se rapprochent plus des fondamentaux. Aujourd'hui, le franc suisse reste encore à un niveau élevé, et il devrait donc continuer à se déprécier à l'avenir.

Conclusion

Comme je l'ai constaté au début de mon exposé, nous ne manquons pas de défis à relever. J'ai présenté deux d'entre eux aujourd'hui. La surévaluation du franc avait atteint un tel niveau que la BNS a été forcée de prendre la décision extraordinaire de fixer un cours plancher. Cette décision mûrement réfléchie montre à quel point l'époque à laquelle nous vivons est exceptionnelle. Dans les circonstances qui ont prévalu cet été, il est apparu à la BNS que c'était là le seul moyen de remplir son mandat qui consiste à assurer la stabilité des prix en tenant compte de l'évolution de la conjoncture.

Derrière les coulisses, l'évolution rapide et complexe des infrastructures des marchés financiers à travers le monde est elle aussi une question d'intérêt général à long terme. C'est surtout un défi de première importance pour la place financière. Nous bénéficions aujourd'hui d'une infrastructure performante notamment grâce à l'adoption du «*Gemeinschaftswerk*», un *modus operandi* axé sur la collaboration. Cette manière de procéder nous a conduit dans le passé récent à une convergence presque parfaite entre les intérêts individuels et l'intérêt collectif. Elle ne peut cependant pas être considérée comme allant de soi. C'est notre responsabilité collective d'agir. Le «*Gemeinschaftswerk*» n'est pas forcément la seule manière de garantir le progrès, mais, dans tous les cas, une stratégie bien définie et proactive est essentielle pour relever les défis à venir.