

Berne, le 19 juin 2014
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. J'aborderai ensuite les changements structurels importants pour la BNS qui ont été observés sur le marché monétaire et le marché des changes. Enfin, je ferai le point sur les progrès accomplis en matière de réforme des taux d'intérêt de référence.

Situation sur les marchés financiers

Depuis le début de l'année, le climat sur les marchés financiers est resté favorable dans l'ensemble. D'une part, les investisseurs se sont laissés guider par la reprise économique, certes encore hésitante, des deux côtés de l'Atlantique, et par les résultats majoritairement positifs des entreprises. De l'autre, l'environnement général marqué par des taux d'intérêt bas, qui suscitent la quête de rendement des investisseurs, s'est avéré déterminant. Toutefois, ce climat favorable a été perturbé plusieurs fois, notamment en janvier, lorsque des signes de ralentissement économique et des risques politiques dans certaines économies émergentes ont suscité une vive inquiétude, mais aussi en mars, lorsque le conflit politique en Ukraine s'est aggravé. En revanche, les opérateurs sur les marchés ont accueilli plutôt sereinement la réduction progressive du programme de rachat d'emprunts par la Réserve fédérale des Etats-Unis.

Dans ce contexte, la plupart des indices des marchés des actions ont évolué à la hausse depuis début 2014. Certains d'entre eux, dont l'indice suisse SPI, l'indice américain S&P 500 et l'indice allemand DAX, ont même atteint des niveaux inégalés ces dernières semaines. Dans le même temps, les emprunts d'Etat des pays périphériques de la zone euro ont connu eux aussi une forte demande. Celle-ci était due à l'amélioration progressive des fondamentaux et au fait que les investisseurs s'attendaient de plus en plus à de nouvelles mesures de la Banque centrale européenne (BCE) visant un assouplissement de la politique monétaire. Les primes de risque exigées par les investisseurs sur les obligations souveraines de l'Allemagne ont

Conférence de presse

alors de nouveau nettement diminué. Elles se retrouvent actuellement au niveau qu'elles avaient atteint pour la dernière fois en 2010, avant que n'éclate la crise de la dette. Les emprunts d'Etat des économies émergentes ont eux aussi pu bénéficier de la propension accrue des investisseurs à prendre des risques. Malgré les incertitudes, évoquées précédemment, qui ont marqué le début de l'année, les primes de risque s'inscrivent – à de rares exceptions près – de nouveau en deçà de leur niveau de fin 2013.

En phase avec la baisse des primes de risque, la volatilité sur les marchés financiers a continué à diminuer depuis le début de l'année. Le graphique 1 représente les indices de volatilité, calculés à partir des prix des options, pour les actions américaines (VIX), les emprunts d'Etat américains (MOVE) et les marchés des changes (Global FX). Les séries chronologiques originelles ont été normalisées afin d'assurer leur comparabilité; elles montrent les déviations, exprimées en termes d'écart types, par rapport à leur moyenne de long terme. A droite du graphique sont indiqués les plus bas niveaux depuis 2000. Après avoir connu une brève hausse en janvier, les indices de volatilité sont toutefois redescendus depuis lors, poursuivant leur mouvement de repli. Sur l'ensemble des marchés, ils s'inscrivent actuellement à au moins un écart type en deçà de leur moyenne, et se situent à peine au-dessus de leur plancher. Manifestement, les marchés s'attendent de plus en plus à ce que les grandes banques centrales poursuivent, dans les mois à venir, leur politique monétaire très expansionniste. Aussi le danger existe-t-il que les risques ne soient plus évalués correctement, et que les marchés financiers soient exposés à de brusques revirements de tendance de la part des investisseurs.

Malgré un climat d'investissement globalement favorable, la demande de placements sûrs est demeurée forte. Ainsi, les rendements d'emprunts d'Etat de premier ordre ont enregistré un net recul depuis le début de l'année. C'est principalement le cas aux Etats-Unis, en Allemagne et en Suisse, où les rendements à 10 ans sont actuellement inférieurs d'environ 50 points de base à ceux enregistrés fin 2013. La baisse des rendements a été particulièrement marquée en janvier, alors que les incertitudes régnant dans certaines économies émergentes et des données économiques étonnamment faibles aux Etats-Unis stimulaient la demande. En avril et en mai, les rendements ont poursuivi leur mouvement de repli; cette fois, la demande tenait moins aux données économiques publiées, qu'au fait que les investisseurs avaient misé sur une hausse des rendements et, compte tenu du recul de ces derniers, avaient liquidé leurs positions. La prudence de nombreux investisseurs s'est aussi reflétée dans le niveau toujours élevé du franc. Le graphique 2 montre que depuis le début de l'année, ce dernier est resté stable face à l'euro et au dollar des Etats-Unis. La valeur du franc pondérée par le commerce extérieur n'a guère varié par rapport à janvier.

Changements structurels sur le marché des changes et le marché monétaire

Comme vous le savez, la Banque nationale passe des opérations sur le marché monétaire et sur le marché des changes dans le cadre de la mise en œuvre de sa politique monétaire. Aussi accordons-nous une importance particulière aux changements structurels qui interviennent sur

Conférence de presse

ces marchés. J'aimerais vous présenter brièvement ici les principaux développements observés et leurs implications pour notre travail.

Du côté du marché des changes, nous constatons un net recul des transactions effectuées sur le marché interbancaire primaire, alors que la taille de l'ensemble du marché n'a que faiblement diminué. Par conséquent, le marché interbancaire a perdu des parts. On entend par marché interbancaire primaire le négoce sur les plus grands réseaux de communications électroniques (*electronic communication networks*, ECN). Le volume des opérations dans ce secteur a perdu près de 40% entre 2010 et 2013. Ce repli apparaît clairement dans le graphique 3, qui représente les volumes pour les paires de devises EURCHF et USDCHF. En 2013, les volumes s'étaient établis à des niveaux nettement inférieurs à ceux des périodes précédentes, et un nouveau recul s'annonce pour cette année. Trois raisons expliquent principalement cette évolution. Premièrement, les grandes banques de négoce tendent davantage à internaliser la compensation et le règlement des opérations avec la clientèle. Elles ont donc moins d'opérations de couverture à passer sur le marché interbancaire. Deuxièmement, les banques de négoce recourent de plus en plus souvent à d'autres moyens électroniques, tels que leurs propres plates-formes de négoce ou des plates-formes multibanques, pour proposer leurs liquidités. Elles peuvent ainsi effectuer d'autres opérations et bénéficier encore davantage de l'internalisation. Troisièmement, les petites banques sont toujours plus nombreuses à devenir des clientes directes d'établissements plus grands et contribuent de ce fait au recul du volume des opérations sur le marché interbancaire.

Malgré cette évolution, le marché interbancaire joue un rôle primordial pour le marché des changes, en ce sens qu'il permet de déterminer le prix d'équilibre et donc d'établir des cours de référence. Son bon fonctionnement revêt donc une très grande importance également pour la BNS. Il ressort de nos analyses que la baisse du volume des opérations n'a jusqu'ici pas conduit à une détérioration de la qualité du marché. Le coût des opérations reste modeste malgré la baisse du volume des transactions, et le marché interbancaire continue à bien fonctionner. Néanmoins, nous observons très attentivement l'évolution de la structure et de la qualité de ce marché.

Actuellement, le marché des changes se trouve au cœur de la mise en œuvre de la politique monétaire. Mais il est tout aussi important pour nous de pouvoir compter sur le bon fonctionnement du marché monétaire. Ce dernier a connu lui aussi des changements structurels. Le 2 mai 2014, SIX Group SA a mis en service une nouvelle plate-forme de négoce pour le marché monétaire suisse. La BNS utilise depuis lors cette plate-forme pour passer toutes ses opérations d'*open market*, ses opérations au titre des facilités permanentes et ses appels d'offres pour le compte de la Confédération. Ainsi, les banques ne peuvent se procurer des liquidités au titre de la facilité pour resserrements de liquidités qu'en passant par cette plate-forme, dont le lancement a été une réussite. En effet, plus de 140 participants suisses et étrangers y sont déjà raccordés, et d'autres ont soumis une demande d'admission, qui est en cours de traitement.

Conférence de presse

La mise en service de la nouvelle plate-forme s'est accompagnée d'un remaniement au niveau des paniers comprenant les titres admis par la BNS dans ses pensions (titres éligibles). La BNS a classé ces titres conformément aux nouvelles dispositions de Bâle III relatives aux liquidités (ratio de liquidité à court terme ou *liquidity coverage ratio*, LCR). Selon ces dispositions, les établissements bancaires doivent détenir un minimum d'actifs de très haute liquidité dans leur bilan afin de pouvoir couvrir à court terme un besoin exceptionnel de liquidités. Les nouveaux paniers de titres répondent donc à un besoin important du marché. La BNS crée ainsi des conditions favorables pour un marché liquide des pensions de titres, conforme également aux nouvelles dispositions en matière de liquidités.

Réforme dans le domaine des taux d'intérêt de référence

Pour conclure, j'aimerais faire le point sur les avancées du projet de réforme des taux d'intérêt de référence. Les efforts fournis au niveau international en vue d'améliorer la crédibilité et la reconnaissance des taux de référence sont coordonnés par le Conseil de stabilité financière. Le rapport final sera publié cet été. Dans le cadre de ces travaux, un groupe d'acteurs opérant sur les marchés financiers et appartenant au secteur privé a élaboré des solutions de rechange au Libor. Afin de pouvoir évaluer les solutions proposées, il faut disposer de certaines données. Des enquêtes sont actuellement en cours dans les zones monétaires concernées, y compris pour le franc, afin de rassembler ces informations. De premiers résultats seront disponibles cet été également. Le rapport final de même que les résultats des enquêtes sont des étapes importantes dans le processus de réforme des taux de référence.

Cependant, nous connaissons d'ores et déjà le nouvel administrateur des différents Libor. Il s'agit d'ICE Benchmark Administration Limited (IBA), une filiale londonienne de l'opérateur boursier Intercontinental Exchange (ICE), domicilié aux Etats-Unis. Avec la Banque d'Angleterre et la Réserve fédérale, la Banque nationale assume la fonction d'observateur au sein du comité de surveillance d'IBA. Celui-ci mène des discussions et prend des décisions en ce qui concerne la méthodologie, la définition des différents Libor et la base de données correspondantes; il joue donc un rôle important dans l'accompagnement et l'appréciation des réformes en cours.

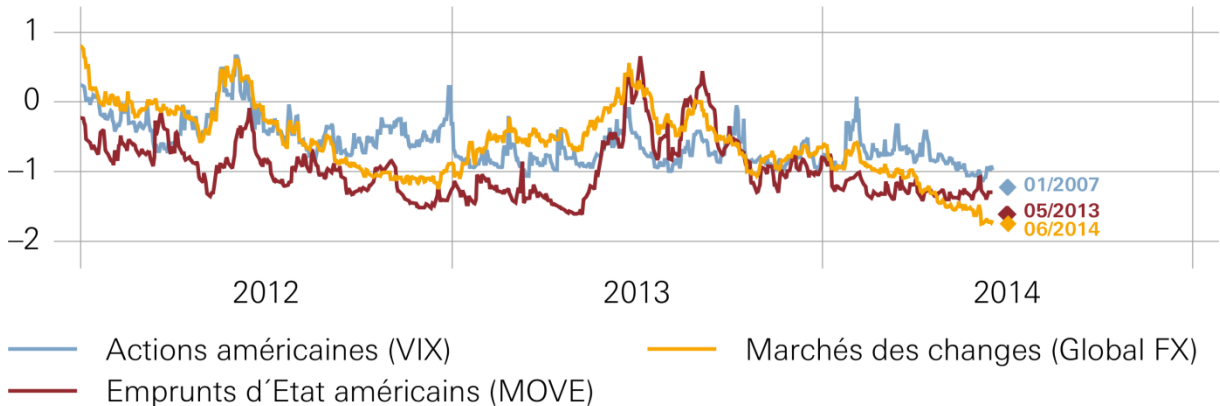
Conférence de presse

Graphiques

GRAPHIQUE 1: INDICES DE VOLATILITÉ IMPLICITE SUR LES MARCHÉS FINANCIERS

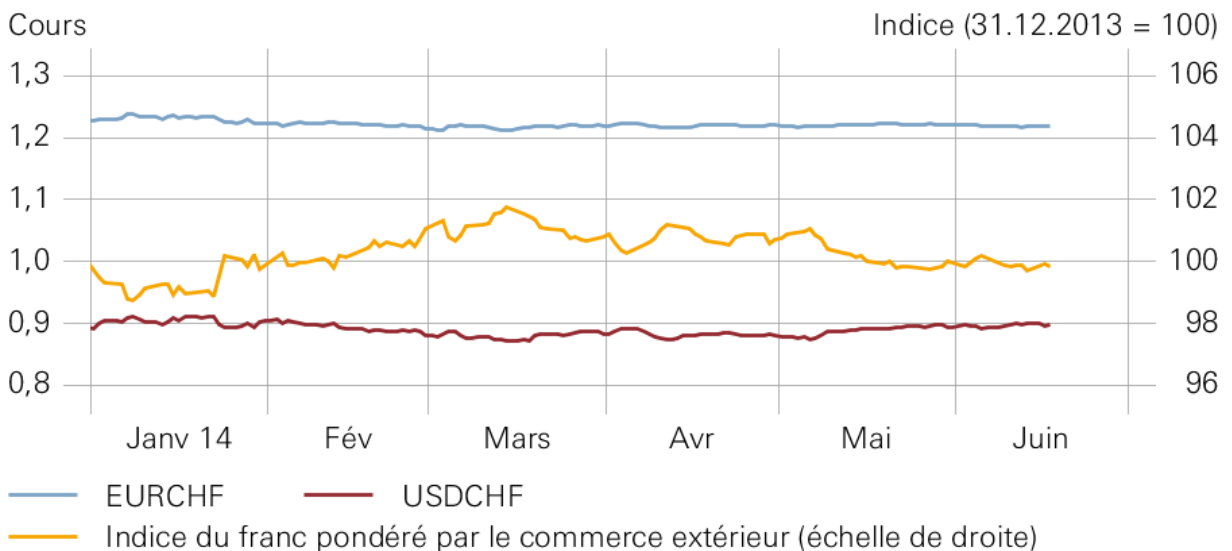
Indices de volatilité pour les actions américaines, les emprunts d'Etat américains et les marchés des changes (données retraitées)

Ecart type



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

GRAPHIQUE 2: ÉVOLUTION SUR LE MARCHÉ DES CHANGES

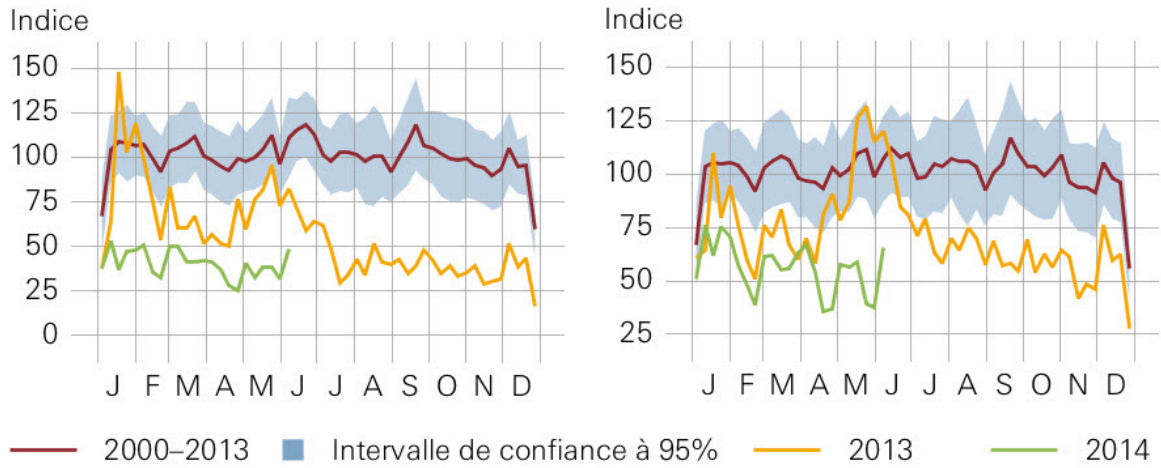


Sources: BNS, Bloomberg et JP Morgan.

Conférence de presse

GRAPHIQUE 3: VOLUME DES OPÉRATIONS EN FRANCS SUR LE MARCHÉ INTERBANCAIRE PRIMAIRE

EURCHF (à gauche) et USDCHF (à droite)



Source: BNS.