



Berne, le 11 décembre 2014  
Fritz Zurbrügg

---

## Remarques introductives de Fritz Zurbrügg

Dans mon exposé d'aujourd'hui, j'analyserai tout d'abord les développements sur les marchés financiers depuis le milieu de l'année. J'examinerai ensuite les différentes réformes des taux d'intérêt de référence et des valeurs de référence pour le marché des changes.

### Développements sur les marchés financiers

Longtemps faible, la volatilité sur les marchés financiers s'est légèrement accrue depuis la mi-2014. Par ailleurs, la propension au risque des investisseurs a provisoirement reculé, freinant l'évolution des marchés à risque. Deux vagues de ventes ont ainsi été observées sur les marchés des actions au cours des derniers mois (voir graphique 1). La première, fin juillet, a particulièrement touché les bourses européennes, alors que celles des Etats-Unis et des économies émergentes se sont montrées plus résistantes. La seconde, plus forte, a été amorcée fin septembre et a aussi eu des répercussions notables sur les principales bourses extra-européennes. Ces deux vagues de ventes ont été provoquées en premier lieu par les données économiques moins favorables que prévu dans les pays constituant le noyau dur de la zone euro et au Japon. Des tensions géopolitiques ont parfois renforcé l'impact négatif de ces données.

Le graphique 1 montre néanmoins que la durée de ces vagues de ventes a été relativement courte. Quelques indices boursiers, dont le S&P 500 aux Etats-Unis et le SPI en Suisse, ont pu rapidement compenser leur recul, atteignant même entre-temps de nouveaux sommets. Dans la zone euro, d'importants indices boursiers, comme l'Euro Stoxx 50, ont été en mesure de combler leur repli et se situaient dernièrement à peu près au niveau enregistré en milieu d'année. Ces développements sont dus à la poursuite de la reprise aux Etats-Unis et aux bénéfices pour la plupart substantiels qu'ont générés les entreprises des deux côtés de l'Atlantique, mais aussi aux mesures d'assouplissement prises par les banques centrales dans la zone euro, au Japon et en Chine.



## Conférence de presse

Sur les marchés des taux, le rendement des emprunts d'Etat a continué de se replier. Ce recul reflète notamment les faibles taux de renchérissement et les anticipations d'inflation à la baisse dans les principales économies avancées. La diminution des rendements a été particulièrement marquée dans la zone euro, où les investisseurs s'attendent à de nouvelles mesures d'assouplissement de la politique monétaire. Ainsi, depuis fin juin, les rendements des emprunts d'Etat allemands à dix ans ont fléchi de plus de 50 points de base, et ceux des bons du Trésor américains, d'environ 30 points de base. Durant la même période, le rendement des emprunts à dix ans de la Confédération a perdu quelque 35 points de base pour atteindre dernièrement un plancher historique d'environ 0,3%.

La relative solidité de l'économie américaine et le plus haut niveau des anticipations en matière de taux d'intérêt qui en découle ont eu de sensibles répercussions sur le marché des changes. Ainsi, le dollar des Etats-Unis en valeur pondérée par le commerce extérieur a pu s'apprécier de près de 10% depuis fin juin. Par contre, l'euro, selon la même pondération, s'est déprécié d'un peu plus de 3,5%, tandis que le yen perdait même presque 12% de sa valeur. Le graphique 2 montre que depuis le milieu de l'année, la fermeté du dollar des Etats-Unis s'est également fait sentir par rapport au franc. Toutefois, ce graphique indique aussi que le franc a eu tendance à se renforcer face à l'euro au cours des derniers mois. Cette évolution devrait s'expliquer principalement par deux facteurs. D'une part, l'évolution décevante de la conjoncture dans la zone euro et le nouvel assouplissement de la politique monétaire qui s'en est suivi ont contribué à un affaiblissement de l'euro. D'autre part, la pression exercée sur le franc reflète la forte demande de placements sûrs, notamment dans les périodes de plus fortes tensions géopolitiques. Depuis le milieu de l'année, le cours du franc pondéré par le commerce extérieur n'a, dans l'ensemble, guère varié. Ainsi, la monnaie helvétique demeure à un niveau élevé.

### **Réforme des taux d'intérêt de référence et des valeurs de référence pour le marché des changes**

J'en viens maintenant aux progrès accomplis dans la réforme des taux d'intérêt de référence et des valeurs de référence pour le marché des changes. Ces dernières années, le public a eu connaissance de manipulations qui ont affaibli la crédibilité de ces taux d'intérêt et valeurs de référence. Au niveau international, le Conseil de stabilité financière (CSF) coordonne les travaux nécessaires. Parallèlement, des réformes sont mises en œuvre à l'échelle de chaque pays. En Suisse, la responsabilité des taux de référence relève du secteur privé; ceux-ci ne sont soumis à aucune réglementation. Toutefois, la BNS a tout intérêt à ce que ces valeurs soient crédibles, étant donné leur importance pour le fonctionnement des marchés financiers et la mise en œuvre de la politique monétaire. C'est pourquoi la Banque nationale soutient les projets de réforme en la matière et a participé aux différents groupes de travail nationaux et internationaux sur le sujet. J'en ai parlé à de nombreuses reprises par le passé. Depuis la dernière conférence de presse, le CSF a publié deux rapports finaux, ce qui me donne l'occasion de dresser ici un bilan provisoire.

## Conférence de presse

### Taux d'intérêt de référence

Concernant les taux de référence, le CSF recommande dans son rapport final une démarche sur deux niveaux: améliorer encore les taux d'intérêt de référence et en développer de nouveaux. Il s'agira donc non seulement d'améliorer les taux Libor, qui continueront de s'appuyer sur les opérations non gagées du marché monétaire, mais aussi de disposer de taux de référence pour les pensions de titres ou les autres transactions presque sans risque.

Le rapport final du CSF note que des progrès considérables ont d'ores et déjà été accomplis dans le domaine du Libor, mais que toutes les exigences fixées par l'autorité de surveillance des titres (normes OICV<sup>1</sup>) ne sont pas encore satisfaites. Il n'est notamment toujours pas certain que les marchés à partir desquels sont calculés les taux en question soient suffisamment liquides. Une certaine liquidité est en effet nécessaire pour disposer de taux d'intérêt de référence fiables, c'est-à-dire fondés sur un volume de données suffisamment important. ICE Benchmark Administration (IBA), qui est l'autorité administrant le Libor, a réagi au rapport du CSF en annonçant de nouvelles améliorations qui permettront de disposer de taux basés sur des transactions ayant effectivement eu lieu. Des transactions réelles seront utilisées soit directement pour calculer les taux du Libor, soit indirectement pour étayer les conditions de taux d'intérêt annoncées. Il s'agira à cet égard de vérifier qu'il est possible de prendre en compte non seulement les opérations effectuées sur le marché interbancaire, mais également les crédits à court terme accordés à des clients importants ou les papiers monétaires.

Afin d'évaluer les recommandations du CSF, il faut collecter des données dans les zones monétaires concernées. Pour la Suisse, la BNS a procédé à la collecte au début de l'été. Les informations recueillies concernent les transactions effectuées par les banques sur le marché interbancaire ou avec des clients importants, ainsi que le négoce de papiers monétaires. Plus de 50 banques domiciliées en Suisse et à l'étranger ont fourni des données. L'analyse de ces dernières confirme que le faible nombre de transactions réellement effectuées sur le marché monétaire fait obstacle à l'établissement de taux d'intérêt de référence fiables. Par conséquent, une approche basée uniquement sur les transactions ne semble guère réalisable pour le franc. Ce problème continuera de se poser même si l'évaluation porte sur un volume de données plus important et si d'autres instruments sont également pris en compte. Le Libor en francs va donc continuer à se baser en priorité sur les conditions de taux annoncées par les banques participantes.

Comme je l'ai mentionné, le CSF recommande non seulement d'améliorer les taux d'intérêt de référence existants, mais aussi d'en élaborer de nouveaux. En Suisse, il existe d'ores et déjà d'autres taux pour les transactions en francs à très court terme. Sur le marché monétaire gagé, il s'agit par exemple du SARON<sup>2</sup>, qui sert de point de départ pour déterminer la courbe des taux d'intérêt sur le marché des pensions de titres contre francs. Sur le marché monétaire

---

<sup>1</sup> Organisation internationale des commissions de valeurs.

<sup>2</sup> Swiss Average Rate Overnight.

## Conférence de presse

en blanc, on peut citer le TOIS<sup>3</sup>-Fixing, qui concerne les transactions intrajournalières. Toutefois, le TOIS-Fixing avait, lui aussi, besoin d'être réformé. C'est pourquoi de nouvelles normes sont entrées en vigueur le 1<sup>er</sup> octobre, afin de satisfaire aux exigences internationales. Elles ont permis d'améliorer les structures de surveillance et les règles applicables. Mais le volume des opérations sur lesquelles se base le calcul de ces taux de référence est aussi très faible actuellement.

### Valeurs de références pour le marché des changes

Je passe maintenant aux valeurs de référence pour le marché des changes. Sur les marchés financiers internationaux, des devises sont échangées 24 heures sur 24. Il n'existe donc pas de cours de clôture pour une journée donnée. C'est pourquoi de nombreux investisseurs, comme les fonds de placement et les gestionnaires de fortune, utilisent les valeurs de référence pour le marché des changes comme une sorte de repère qui leur permet d'évaluer leur portefeuille de manière uniforme. L'une des valeurs de référence les plus connues est le «WM/Reuters-Fixing», qui est déterminé tous les jours à 16 heures (heure de Londres) et représente la moyenne des opérations de change réellement effectuées au cours d'une minute.

Le groupe de travail du CSF a décidé d'examiner les fixings de ces valeurs de référence et de présenter des suggestions d'amélioration. Il faut préciser ici que ces travaux ont eu lieu indépendamment des enquêtes menées par les autorités de surveillance de plusieurs pays à propos des manipulations sur le marché des changes, à l'issue desquelles des amendes ont été infligées au mois de novembre.

Le rapport final présenté fin septembre relevait que, contrairement à la situation des taux d'intérêt de référence, la liquidité du marché des changes est élevée, et qu'il existe donc une base de données suffisante pour calculer des valeurs de référence fiables. Mais les problèmes du fixing sont d'une autre nature: ils résident dans une forte concentration d'ordres de négoce donnés aux heures de fixing, qui permet aux négociants de manipuler le cours de fixing selon leurs propres intérêts. Afin d'empêcher de telles manipulations, le groupe de travail propose d'élargir la plage du fixing, et par là même le volume des données sur lesquelles celui-ci repose. En outre, il recommande d'adopter différentes normes de conduite pour l'exécution des ordres donnés durant la plage du fixing. Il faut tout particulièrement garantir que les banques n'échangent pas, avant le fixing, des informations sur les ordres donnés par leurs clients. La BNS appuie les recommandations du rapport du groupe de travail. Mais il incombe d'abord au secteur privé de les appliquer.

Les réformes réalisées jusqu'ici, tant pour les taux d'intérêt de référence que pour les valeurs de référence sur le marché des changes, vont dans le bon sens. La BNS suivra à l'avenir avec attention la mise en œuvre des recommandations pour les valeurs de référence sur le marché des changes. Si nécessaire, elle y apportera son soutien. Dans le domaine des taux d'intérêt de référence, le CSF va poursuivre ses travaux, avec la participation de la BNS.

---

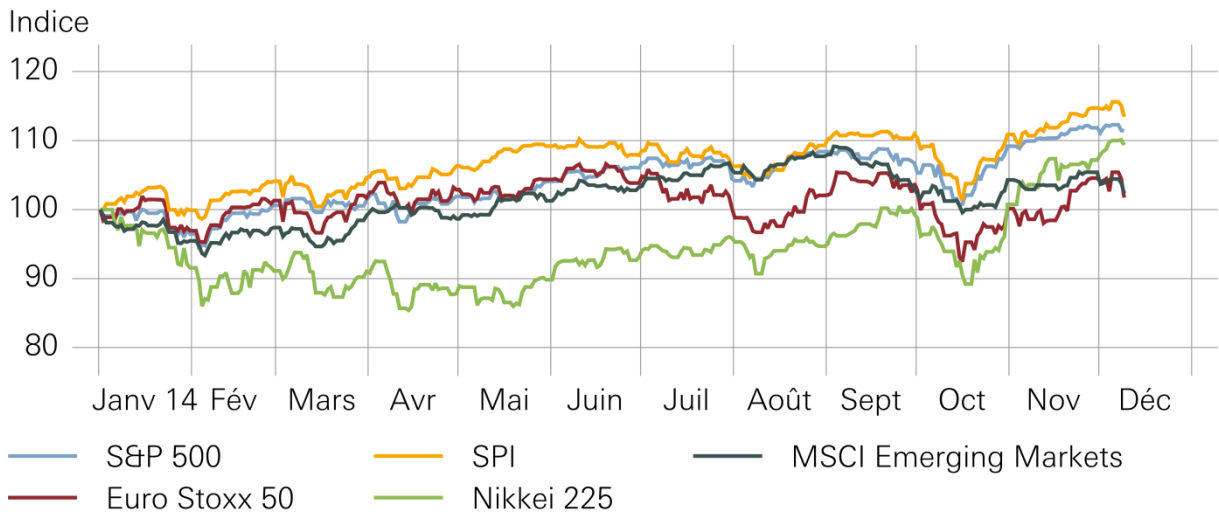
<sup>3</sup> Tomorrow/Next Overnight Indexed Swap.

Conférence de presse

## Graphiques

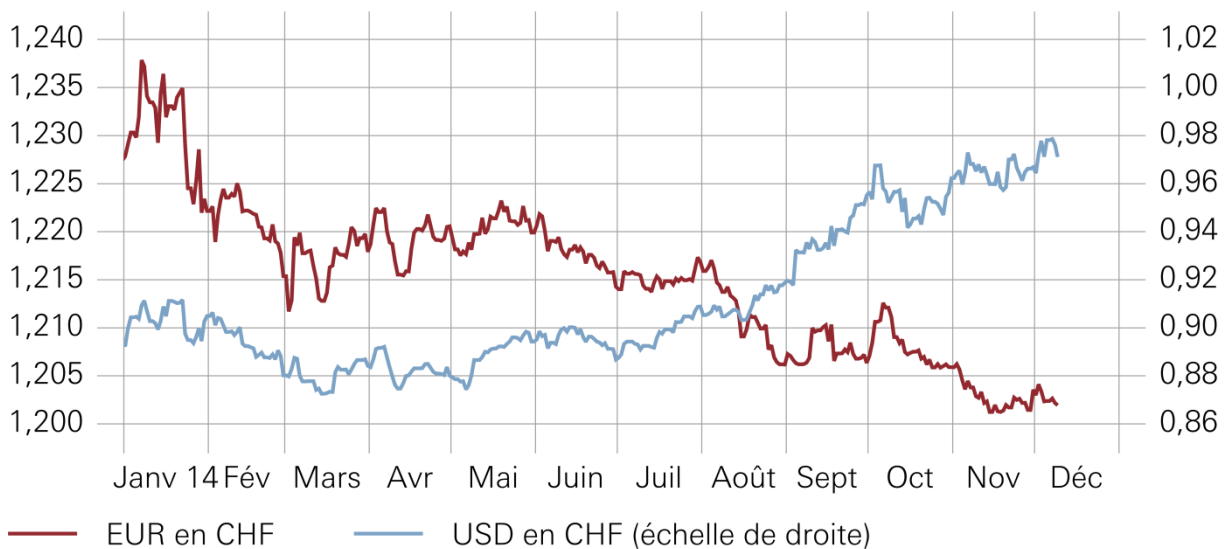
### GRAPHIQUE 1: INDICES BOURSIERS

Début de la période = 100



Sources: Bloomberg et BNS.

### GRAPHIQUE 2: COURS DE CHANGE



Sources: Bloomberg et BNS.