

Zurich, le 17 décembre 2020
Andréa M. Maechler

Remarques introductives d'Andréa M. Maechler

Mes remarques introductives porteront sur deux sujets: je commencerai par vous donner un aperçu des développements intervenus au cours du dernier semestre sur les marchés financiers et reviendrai brièvement sur les interventions que nous avons effectuées cette année sur le marché des changes. Je terminerai en abordant le remplacement à venir du Libor pour le franc par le SARON.

Situation sur les marchés financiers

Depuis notre conférence de presse de juin, la propension au risque des investisseurs s'est montrée extrêmement variable. Cela s'explique essentiellement par l'évolution de la pandémie de COVID-19. Ainsi, l'assouplissement des mesures d'endiguement intervenu après la première vague d'infections a été suivi, au cours des mois d'été, d'une reprise de l'activité économique et d'une amélioration du climat d'investissement. A l'automne, la deuxième vague d'infections a une nouvelle fois entamé la confiance des investisseurs, particulièrement en Europe. En novembre, l'annonce qu'un vaccin contre le coronavirus pourrait être disponible dans un avenir proche a finalement entraîné un nouveau revirement positif, et les marchés ont repris confiance. Par ailleurs, divers risques de nature politique, tels que les négociations relatives au Brexit ou l'élection présidentielle aux Etats-Unis, ont pesé sur la propension au risque des investisseurs.

La politique monétaire et budgétaire menée de part et d'autre de l'Atlantique a également joué un rôle important pour l'évolution des marchés. A la suite des turbulences du mois de mars, la Réserve fédérale des Etats-Unis (Fed) et la Banque centrale européenne (BCE) ont pris d'importantes mesures destinées à stabiliser les marchés. Elles ont depuis lors confirmé le cap expansionniste de leur politique monétaire. Très récemment, la BCE a encore assoupli sa politique monétaire en renforçant entre autres son programme de rachat de dettes. Les acteurs du marché ont en outre interprété la révision par la Fed de sa stratégie de politique monétaire

Conférence de presse

comme un indice que l'institution maintiendrait son orientation expansionniste encore longtemps. Cet effet, conjugué à l'anticipation d'un vaste plan de relance budgétaire destiné à stimuler l'économie, a renforcé la propension des investisseurs à prendre des risques et entraîné une hausse de l'inflation attendue aux Etats-Unis. En Europe, l'accord en vue de la création d'un fonds de relance de l'UE au mois de juillet a par ailleurs conduit à un nouveau recul des primes de risques sur les emprunts d'Etats.

Dans l'ensemble, les marchés à risque ont évolué favorablement malgré l'environnement de marché instable. Une certaine divergence entre les Etats-Unis et l'Europe a toutefois pu être observée: sous l'impulsion des titres du secteur de la technologie, l'indice de référence américain S&P 500 s'est inscrit à un niveau record dès le début du mois de septembre, alors que l'évolution des cours a été plus modérée sur les principaux marchés européens. Grâce à l'envolée observée en novembre, les principaux indices boursiers affichent tous une augmentation par rapport à leur niveau de mi-2020. En Suisse, cette hausse était dernièrement d'environ 3% pour le SMI (graphique 1).

Sur les marchés obligataires, les intervenants continuaient d'anticiper une persistance du bas niveau des taux d'intérêt, comme l'indique le rendement des emprunts d'Etats à long terme. Le rendement des obligations d'Etat américaines a légèrement augmenté pour toutes les échéances au second semestre. Pour les obligations à dix ans, il s'inscrivait cependant toujours à un niveau historiquement bas, soit à environ 0,9% actuellement, après une baisse notable en début d'année. En Allemagne, le rendement des obligations d'Etat à dix ans a continué à baisser depuis le milieu de l'année sous l'influence des achats d'obligations de la BCE. En Suisse, les rendements ont également enregistré un léger recul. Ainsi, le rendement des obligations à dix ans de la Confédération s'établissait dernièrement à environ -0,6%, soit légèrement en deçà des valeurs observées fin juin (graphique 2).

Sur le marché des changes, la tendance persistante à la baisse du dollar des Etats-Unis a constitué l'élément déterminant de ces derniers mois. En termes pondérés par le commerce extérieur, le dollar s'est ainsi déprécié de près de 7% depuis la fin du mois de juin. Dans le contexte de la propension positive des investisseurs à prendre des risques, la demande de dollars en tant que valeur refuge a diminué. La hausse des anticipations d'inflation aux Etats-Unis devrait en outre avoir contribué à la dépréciation du dollar. Quant à l'euro, il s'est légèrement apprécié, affichant par rapport à fin juin une hausse de près de 3% en valeur pondérée par le commerce extérieur. Il s'est notamment renforcé à la suite de l'annonce d'un fonds de relance mis en place par l'UE, qui a été interprété comme un signe de renforcement de la cohésion budgétaire au sein de la zone euro. La livre sterling s'est montrée volatile au cours des derniers mois, dans un contexte marqué par les négociations relatives au Brexit. Elle s'est dépréciée d'un peu plus de 2% par rapport à fin juin en valeur pondérée par le commerce extérieur.

Pour ce qui est du franc, sa valeur pondérée par le commerce extérieur a eu tendance à se stabiliser au cours des mois d'été. En automne, la pression à la hausse s'est à nouveau renforcée en raison de la deuxième vague de coronavirus et de l'incertitude accrue qui a

Conférence de presse

précédé l'élection présidentielle aux Etats-Unis. Le franc s'est à nouveau affaibli lorsque sont apparus la perspective d'un vaccin contre le COVID-19 et l'espoir d'un redressement rapide de l'économie mondiale. Sa valeur nominale pondérée par le commerce extérieur a augmenté de près de 1,5% par rapport à fin juin (graphique 3). Le franc demeure ainsi à un niveau élevé.

Comme nous l'indiquons dans nos rapports intermédiaires, nous sommes intervenus sur le marché des changes en y injectant plus de 90 milliards de francs durant le premier semestre. En valeur pondérée par le commerce extérieur, la valeur réelle du franc s'est appréciée d'environ 5% depuis le 1^{er} janvier. Sans nos interventions, cette appréciation aurait été bien plus forte, ce qui aurait davantage pesé sur notre économie dans un environnement déjà extrêmement difficile.

Dernière ligne droite avant le passage au SARON

J'en viens à présent au remplacement imminent du Libor pour le franc par le SARON. La fin du Libor pour le franc approche à grands pas. En novembre, l'administrateur du Libor a ainsi lancé une procédure de consultation concernant la suppression du Libor pour le franc à la fin de 2021. Il reste donc très vraisemblablement douze mois aux acteurs du marché en Suisse pour mener à bien les travaux qui permettront de conclure sans difficulté le passage au SARON. Le Libor pour le dollar des Etats-Unis sera probablement conservé jusqu'à mi-2023, pour les principales échéances. Cette exception n'a pas d'influence sur le Libor pour le franc, sur lequel se concentrent mes propos.

Pour une transition ordonnée, il est essentiel que les marchés des crédits et des dérivés passent le plus rapidement possible au SARON. L'offre de produits basés sur le SARON est en hausse sur le marché des crédits. Ces derniers mois, différentes banques ont ainsi lancé des prêts hypothécaires indexés sur le SARON.

Le marché des produits dérivés basés sur le SARON demeure en revanche beaucoup moins liquide que son équivalent reposant sur le Libor. Le volume des opérations y est ainsi nettement plus faible (graphique 4). Comme nous ne disposons pas, en Suisse, de courbe très liquide des rendements obligataires, la courbe des taux de swaps revêt une grande importance en tant que référence pour la fixation du prix des crédits et des obligations à taux fixe. Du fait de la fin du Libor pour le franc, cette importante fonction de référence incombe à la courbe des taux de swaps reposant sur le SARON.

En ce qui concerne les contrats basés sur le Libor qui ne peuvent être convertis au SARON avant la fin de 2021, il est important qu'ils soient assortis de clauses subsidiaires solides. L'International Swaps and Derivatives Association (ISDA) a récemment publié de telles clauses pour les produits dérivés. Des clauses subsidiaires robustes réduisent les risques résultant de la disparition du Libor et offrent ainsi un filet de sécurité.

Pour ce qui concerne la BNS, elle continue d'aller de l'avant. Dans la gestion de nos placements, nous n'aurons plus de produits dérivés basés sur le Libor à la fin de l'année 2021. Dans la mise en œuvre de la politique monétaire, nous excluons en outre à compter de fin

Conférence de presse

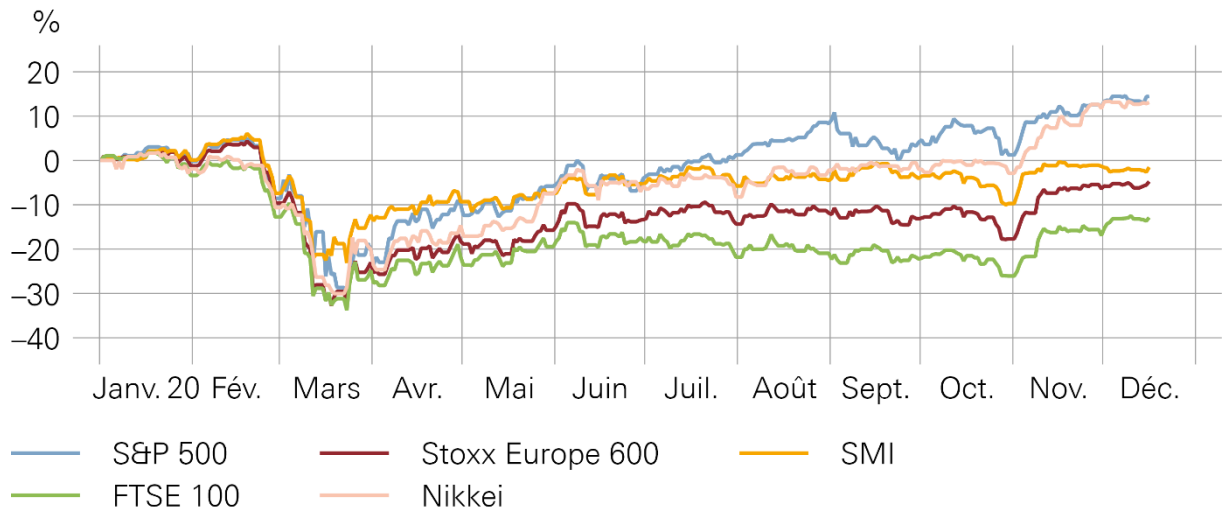
2021 toutes les obligations à taux variable basées sur le Libor des titres admis par la BNS dans ses pensions. Par ces mesures, nous serons dégagés des derniers liens qui unissaient encore le Libor à notre politique monétaire et à notre politique de placement.

Conférence de presse

Graphiques

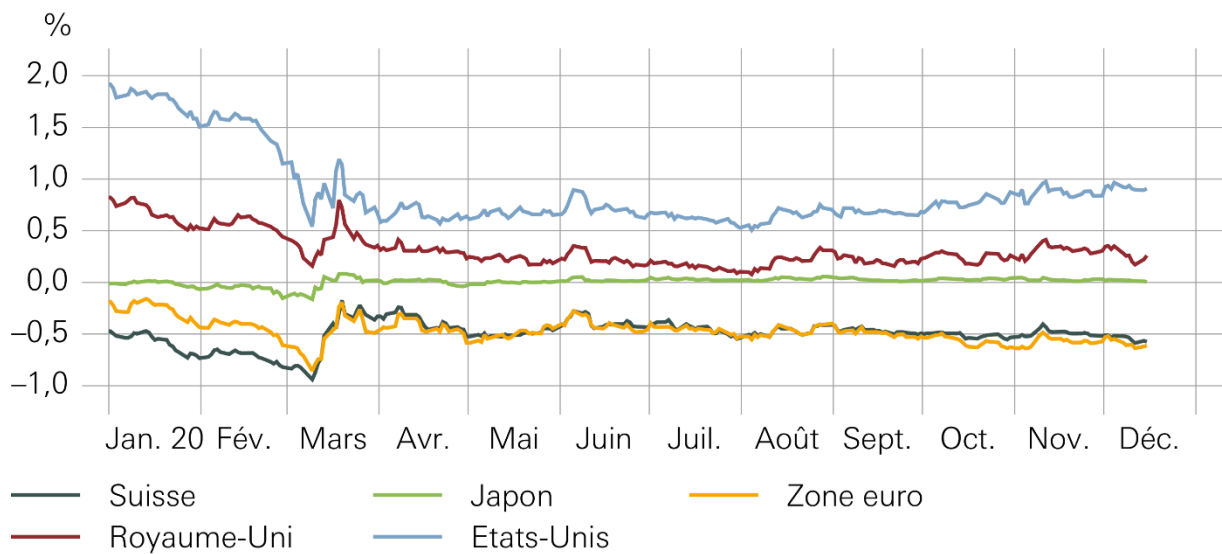
GRAPHIQUE 1: MARCHÉS DES ACTIONS

Evolution depuis le 1^{er} janvier 2020



Sources: Bloomberg et BNS.

GRAPHIQUE 2: RENDEMENT DES OBLIGATIONS D'ÉTAT À 10 ANS

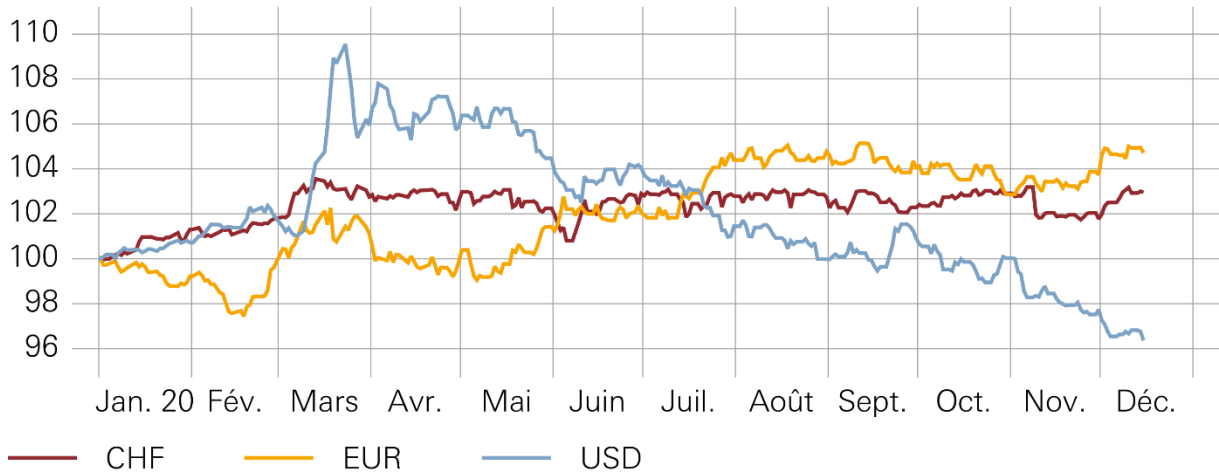


Sources: Bloomberg et BNS.

Conférence de presse

GRAPHIQUE 3: COURS DE CHANGE NOMINAUX PONDÉRÉS PAR LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Indice, 1^{er} janvier 2020 = 100

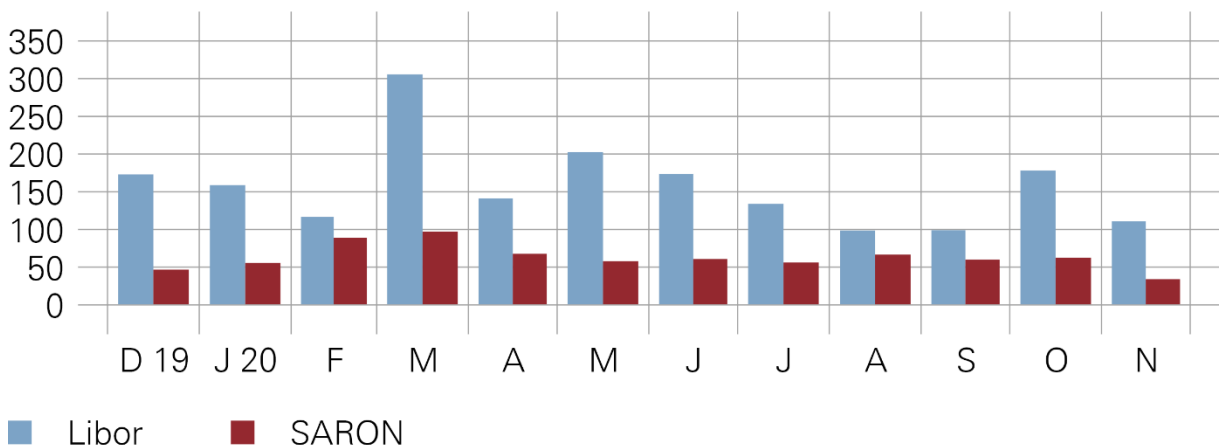


Sources: Bloomberget BNS.

GRAPHIQUE 4: SWAPS DE TAUX D'INTÉRÊT BASÉS SUR LE LIBOR ET SUR LE SARON

Volume mensuel des opérations (estimations)

Mrds CHF



Sources: BNS et données du référentiel central au sens de la loi sur l'infrastructure des marchés financiers (LIMF).