

Conférence de presse de fin d'année, Zurich, 11 décembre 1998

Remarques introductives de Bruno Gehrig,
Membre de la Direction générale de la Banque nationale suisse

Les leçons à tirer des turbulences sur les marchés financiers

Un regard sur ces dernières semaines permet de constater d'abord que la situation s'est nettement apaisée sur les marchés financiers, après une phase tumultueuse, en octobre avant tout. Cette constatation ne saurait dispenser les opérateurs sur les marchés de procéder à une analyse critique des expériences faites et d'en tirer des enseignements. Un tel exercice me paraît d'autant plus nécessaire que la plupart des observateurs se sont laissés surprendre, sur deux plans surtout, par le cours des événements.

Une première surprise est venue de l'intensité et de l'étendue des réactions en chaîne entre les marchés, en particulier après le moratoire décrété unilatéralement par la Russie sur sa dette. Qu'un tel choc ait pu avoir des répercussions non seulement sur les marchés des économies émergentes, mais aussi sur le marché des obligations des entreprises industrielles aux Etats-Unis constitue un fait nouveau. Cela montre que les réactions à un choc, avec les méthodes modernes de gestion de portefeuille, ne se limitent pas à certains marchés, mais s'étendent à l'ensemble du portefeuille. Par conséquent, si la diversification peut réduire les risques – réduction sur laquelle il est possible de compter dans des circonstances normales –, elle peut aussi perdre de tels avantages dans des situations de vives tensions.

Une seconde surprise a découlé de la forte érosion de la liquidité du marché, érosion qui a été observée même sur le marché, pourtant bien développé, des titres publics américains. De nombreux fonds de placement et maisons de titres se sont trouvés soudain tous du côté vendeur, d'où une négociabilité restreinte, et de manière inattendue, même pour des positions normalement très liquides. Beaucoup sont restés bloqués avec des positions qui, du point de vue des risques, étaient indésirables, voire dangereuses.

Il convient de tirer des leçons de ces expériences, avant tout du cas exceptionnel où les opérateurs sont tous surpris de manière identique et, par conséquent, veulent tous réagir dans le même sens. Les risques qu'un acteur est prêt à supporter doivent inclure aussi des situations de tensions plus poussées et, eu égard aux péripéties qui peuvent surgir lors de crises, plus diversifiées. Il faut à ce propos tenir compte en particulier du fait que des chocs peuvent priver le marché de sa liquidité. Les acteurs sont alors placés face à un dilemme: c'est précisément dans une phase qui appelle de toute urgence des adaptations de portefeuille que la marge à disposition pour réagir devient soudain très étroite.

Dans leur propre intérêt, les acteurs sur les marchés feraient bien d'appliquer rapidement et rigoureusement leurs conclusions. Cela aboutira, dans la plupart des cas, à une réduction de la "value at risk" tolérée et des effets de levier. Savoir garder de justes proportions est la condition indispensable à remplir pour que la libre circulation des capitaux soit économiquement pertinente dans le temps.

Gestion du marché monétaire dans des conditions plus ardues

L'incertitude qui a caractérisé les marchés financiers et incité les opérateurs à se tourner davantage vers les monnaies "sûres" a engendré une tendance à la revalorisation du franc. Pour contrer cette tendance de nature à mettre notre reprise économique en danger, nous avons approvisionné généreusement le marché en liquidités; des taux d'intérêt inférieurs au taux de l'escompte ont été ainsi appliqués pendant plusieurs jours. Dans la gestion du marché monétaire, nous avons dû tenir compte également de mouvements exceptionnels de la demande d'avoirs en comptes de virements. La propension à prendre moins de risques de contrepartie – un effet de l'incertitude régnant sur les marchés – a amené plusieurs banques à détenir temporairement une encaisse de précaution sous forme d'avoirs en comptes de virements. Ces avoirs ont ainsi atteint certains jours des niveaux supérieurs à 5 milliards de francs. De tels niveaux donnent une impression nettement exagérée du caractère expansionniste de la politique monétaire. Le recours accru aux pensions de titres dans les opérations interbancaires permettra de réduire ces perturbations dans la demande de monnaie centrale. En effet, les pensions de titres ont précisément pour caractéristique de minimiser le risque de contrepartie. Elles offrent par conséquent une solution de rechange attrayante à une détention plus forte d'avoirs en comptes de virements non rémunérés à la Banque nationale.

Contribution à l'internationalisation des infrastructures de la place financière

L'intégration transfrontière des marchés financiers est déjà poussée. Le passage à l'euro accentuera encore le mouvement de concentration dans les domaines des Bourses et de la gestion de titres. En tant que banque centrale, nous avons tout intérêt à ce que des marchés de plus en plus intégrés disposent d'infrastructures bien adaptées pour le règlement des opérations. L'avenir appartient aux systèmes de règlement transfrontières qui, sur les plans de la sécurité et de l'efficacité, répondent à des normes aussi élevées que celles des systèmes nationaux. C'est ainsi, et seulement ainsi, qu'il sera possible de maîtriser les risques systémiques. Des systèmes de règlement performants constituent en outre une condition à remplir pour parvenir à une concurrence loyale entre les places financières. Des efforts en vue d'accroître l'efficacité des systèmes de règlement sont en cours sur le plan mondial.

Le système TARGET ("Trans-european Automated Real-time Gross settlement Express Transfer"), qui assurera le trafic des paiements en euros, entrera bientôt en service dans l'UE. Les banques suisses exploiteront en commun un établissement (la "Swiss EURO Clearing Bank", SECB) qui opérera à Francfort-sur-le-Main, avec la technologie du SIC, et les raccordera ainsi indirectement à TARGET. Pour ses opérations en euros, la Banque nationale recourra elle aussi aux services de la SECB.

En ouvrant le SIC à des organismes de clearing étrangers et à d'importants acteurs qui opèrent à l'étranger sur les marchés, la Banque nationale peut contribuer à la mise en place d'infrastructures plus fiables de règlement. Elle soutient le projet CLS ("Continuous Linked Settlement") des grandes banques commerciales. Ce projet ambitieux vise à éliminer les risques de règlement dans les opérations de change. La Banque nationale est vivement intéressée à ce qu'une connexion efficace soit établie avec le SIC, le système de paiement en francs suisses. Les critères régissant l'accès au SIC ont été adaptés pour tenir compte de telles évolutions.

Des entreprises communes et des organismes de clearing opérant sur le plan international (CLS notamment), ainsi que les banques qui y participent, peuvent en principe accéder à distance au SIC, pour autant qu'il en résulte une réduction des risques systémiques ou un renforcement de la place financière suisse. Il faut également que les bénéficiaires de cet accès à distance soient soumis, en matière de surveillance bancaire et de lutte contre le blanchiment d'argent, à des règles au moins aussi strictes que celles qui sont en vigueur en Suisse. L'accès à distance est déjà réalisé pour les membres allemands d'EUREX, la Bourse des produits dérivés. Il est ouvert également aux membres de la Bourse Suisse qui opèrent de l'étranger.

Enfin, l'accès à distance au SIC sera ouvert aux acteurs étrangers du marché des pensions de titres en francs suisses, à partir du printemps 1999, quand l'étape "Repo International" sera réalisée. Pour être accepté, le participant devra toutefois satisfaire, du côté des titres, aux exigences requises par le principe "livraison contre paiement". Il devra donc ouvrir un dépôt à la SEGA, la Société suisse pour le virement de titres SA. Grâce à ces infrastructures, il sera possible de passer des opérations de politique monétaire avec des contreparties à l'étranger. Dans cette optique, des obligations d'Etat, libellées dans d'importantes monnaies étrangères, seront incluses elles aussi dans le panier des titres que la Banque nationale a défini pour ses opérations de pension. Le panier sera élargi dès qu'un règlement efficace "livraison contre paiement" sera assuré.

La Banque nationale ne risque-t-elle pas, après l'ouverture du SIC, de perdre le contrôle du marché monétaire? Cette crainte n'est pas justifiée. Les avoirs en comptes de virements resteront pour nous pleinement transparents. De surcroît, les participants étrangers ne détiendront que peu d'avoirs en comptes de virements en fin de journée, étant donné qu'ils n'ont pas à satisfaire, en francs suisses, à des dispositions en matière de liquidités. Nous sommes persuadés que ces deux ouvertures – davantage de contreparties et davantage de titres admis en pension – sont de nature à renforcer le marché monétaire en francs suisses et à rendre plus efficace la mise en œuvre de la politique monétaire.