



Berne, le 15 décembre 2016
Andréa M. Maechler

Remarques introductives d'Andréa M. Maechler

Dans mes remarques introductives d'aujourd'hui, je commencerai par donner un aperçu de la situation sur les marchés financiers. Je parlerai ensuite des effets du taux d'intérêt négatif sur les marchés monétaire et des capitaux. Enfin, j'évoquerai en quelques mots les progrès accomplis dans la réforme des taux d'intérêt de référence.

Situation sur les marchés financiers

Depuis la conférence de presse de mi-juin, l'évolution sur les marchés financiers a été marquée par deux événements politiques: en juin, le vote inattendu du Royaume-Uni en faveur de la sortie de l'Union européenne et, en novembre, l'élection présidentielle aux Etats-Unis. Ces deux événements ont été une source temporaire d'incertitude pour les investisseurs, dans un environnement général où la propension à prendre des risques a prédominé. Aux Etats-Unis, au Japon et en Europe, les principaux indices boursiers ont enregistré des gains de cours depuis le milieu de l'année (graphique 1). Aux Etats-Unis, tous les indices de référence importants ont atteint, début décembre, des niveaux records. En Suisse, le SMI a enregistré une évolution plus modérée. Dernièrement, il s'est inscrit quasiment au même niveau qu'en milieu d'année. Cette évolution s'explique par la forte pondération des titres défensifs, tels ceux des secteurs de la santé et des biens de consommation; ces titres qui, traditionnellement, bénéficient moins de la propension accrue des investisseurs à prendre des risques, ont également souffert de la hausse des taux d'intérêt.

Sur les marchés obligataires, les rendements des emprunts d'Etat de premier ordre ont progressé depuis la mi-2016 (graphique 2a). D'un côté, les données conjoncturelles ont soutenu la confiance des investisseurs dans la reprise économique mondiale. De l'autre, les anticipations d'inflation, qui étaient à un bas niveau, ont augmenté graduellement, surtout au Royaume-Uni et aux Etats-Unis (graphique 2b). Cette évolution a été renforcée par l'issue de l'élection américaine, qui a nourri les attentes d'une politique budgétaire expansionniste et



Conférence de presse

d'une hausse plus forte de la dette publique aux Etats-Unis. Par ailleurs, l'augmentation des rendements reflète aussi l'accroissement des primes de risques, dû à l'incertitude généralement plus grande au sujet de l'orientation future de la politique budgétaire et monétaire aux Etats-Unis.

Ainsi, la progression des rendements a été particulièrement marquée aux Etats-Unis. Les rendements des obligations d'Etat américaines à dix ans se sont établis, selon les derniers relevés, à quelque 2,5%, soit 1 point au-dessus du niveau observé au milieu de l'année. Au Japon et en Europe, par contre, les rendements ont augmenté moins fortement. Le rendement des obligations de la Confédération à dix ans s'est inscrit à -0,1%, soit un demi-point au-dessus de son niveau de mi-2016. En Suisse, environ 60% des emprunts fédéraux en cours affichent actuellement un rendement négatif, contre près de 95% fin juin.

Avec la hausse générale des rendements, la part des obligations d'Etat assorties de rendements négatifs est passée, à l'échelle mondiale, de plus de 30% fin juin à environ 20%, selon les données les plus récentes. Cette évolution peut être considérée comme une étape vers une certaine normalisation des marchés obligataires. Par contre, il ne faut pas oublier que des rendements plus élevés, aux Etats-Unis, et l'appréciation du dollar qui en résulte, pourraient devenir une charge pour certains pays émergents.

Sur le marché des changes, le franc a subi temporairement de plus fortes pressions à la hausse après le vote sur le Brexit. Celles-ci se sont apaisées, notamment grâce à la disposition de la Banque nationale à intervenir sur les marchés. Alors que la livre sterling a continué à fléchir durant l'été, les autres monnaies importantes ainsi que le franc ont évolué dans une fourchette étroite, sans marquer de tendance claire (graphique 3). Avec l'incertitude grandissante à l'approche de l'élection présidentielle américaine, le marché des changes a de nouveau enregistré une demande accrue de monnaies refuges, ce qui a également entraîné une légère hausse du franc. Après l'élection américaine, le dollar des Etats-Unis s'est apprécié sur une large base. Cette fermeté du dollar s'est inscrite dans le contexte de l'augmentation des taux d'intérêt aux Etats-Unis, que j'ai évoquée précédemment. Depuis les élections, le billet vert a progressé d'environ 3% en termes pondérés par le commerce extérieur. L'évolution récente aux Etats-Unis s'est répercutée également sur d'autres zones monétaires. Certaines monnaies de pays émergents ont subi des pressions: en moyenne, elles ont perdu près de 4% face au dollar des Etats-Unis.

En valeur pondérée par le commerce extérieur, le cours du franc est resté quasiment inchangé par rapport à son niveau de fin juin. Son évolution n'a toutefois pas été homogène. Le franc s'est apprécié plus fortement face au yen que par rapport à l'euro et à la livre sterling. Il a par contre faibli vis-à-vis du dollar des Etats-Unis et des monnaies de pays exportateurs de matières premières. Dans l'ensemble, le franc est toujours nettement surévalué.

L'environnement de marché reste exigeant et marqué par les risques pesant sur l'économie mondiale et au niveau politique. Par conséquent, la BNS continue à observer avec la plus grande attention l'évolution sur le marché des changes.

Conférence de presse

Effets du taux d'intérêt négatif sur les marchés monétaire et des capitaux

Permettez-moi d'aborder maintenant les effets qu'exerce le taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs détenus à la BNS sur les marchés monétaire et des capitaux en francs. Depuis l'introduction du taux négatif en janvier 2015, les principaux taux à court terme tels que le Libor à trois mois évoluent, comme nous l'avons escompté, autour de $-0,75\%$ (graphique 4). Cela a permis de rétablir, du moins en partie, l'écart de taux traditionnel entre les taux suisses et étrangers. Sur le marché monétaire gagé – c'est-à-dire le marché des pensions de titres –, les taux d'intérêt se sont également inscrits à un niveau plus bas. C'est le cas notamment du SARON, le taux d'intérêt de référence pour les opérations au jour le jour. Malgré le taux d'intérêt négatif et le niveau très élevé des avoirs en comptes de virement, le marché des pensions de titres reste actif. Les banques et les assurances utilisent ce marché pour redistribuer les liquidités à court terme et pour gérer plus efficacement leurs stocks de garanties. Le marché des pensions de titres a même enregistré une hausse du volume des opérations après l'introduction du taux d'intérêt négatif (graphique 5). Cette hausse s'explique par le fait que les montants exonérés non utilisés peuvent être mis à disposition au moyen de pensions de titres.

Etant donné que la demande de placements sûrs en francs demeure relativement élevée, les rendements des créances comptables à court terme sur la Confédération sont inférieurs aux taux du marché interbancaire (graphique 4). Sur le marché des swaps de change, où les monnaies sont échangées pour une durée limitée, les taux d'intérêt implicites des placements en francs sont nettement inférieurs à $-0,75\%$; c'est le cas en particulier des swaps contre dollars des Etats-Unis. Cette évolution est due à l'abondance des liquidités en francs, mais aussi à une forte demande structurelle de financements en dollars des Etats-Unis dans le système financier international. Il en résulte une offre excédentaire de francs, en termes relatifs, par rapport à l'offre de dollars, d'où des pressions à la baisse exercées sur les taux d'intérêt implicites en francs sur le marché des swaps de change. Pour les investisseurs concernés, cela renchérit la détention de francs au-delà du taux de $-0,75\%$.

Sur le marché des capitaux, les rendements des obligations fédérales à long terme avaient eux aussi reculé sensiblement après l'introduction du taux négatif. La hausse des taux d'intérêt observée en Suisse depuis le milieu de l'année dans le domaine des titres à long terme coïncide plus ou moins avec l'évolution des taux au niveau international. Les taux du marché monétaire étant restés stables, la courbe des taux d'intérêt des placements en francs est devenue un peu plus raide. Cela correspond également à l'évolution sur le plan international.

Dans l'ensemble, le taux d'intérêt négatif exerce l'effet escompté sur les marchés monétaire et des capitaux, et rend la détention d'actifs en francs moins attrayante par rapport à celle d'autres monnaies.

Réforme des taux d'intérêt de référence

Pour conclure, j'aimerais donner quelques indications sur les réformes en cours dans le domaine des taux d'intérêt de référence. En 2014, le Conseil de stabilité financière (CSF) a

Conférence de presse

recommandé de renforcer les taux d'intérêt de référence internationaux, en particulier le Libor. Il a en outre invité les intervenants à développer d'autres options en la matière. La BNS accompagne les efforts de réforme dans ces domaines. Elle est représentée dans les organes importants et joue un rôle de soutien en participant au dialogue entre les intervenants sur les marchés ainsi qu'avec les autorités nationales et étrangères.

Sur le plan international, des réformes ont été mises en œuvre, notamment en ce qui concerne le Libor. Les travaux portent en priorité sur une standardisation du calcul des taux d'intérêt par le panel de banques ainsi que sur une prise en compte accrue des transactions effectuées. Toutefois, le volume des opérations dans le segment sur lequel repose le Libor reste faible.

Au niveau national, l'accent principal est mis sur le remplacement du TOIS-Fixing¹. Le TOIS-Fixing est un taux d'intérêt de référence pour le marché monétaire non gagé. Basé sur un panel, il porte sur les opérations au jour le jour et est utilisé pour les dérivés sur taux d'intérêt. Malgré les importants travaux de réforme, aucune solution stable à long terme n'a pu être trouvée en ce qui concerne le TOIS-Fixing. Tant le volume des opérations sous-jacentes que le nombre de banques disposées à annoncer leurs conditions en matière de taux d'intérêt restent très réduits. C'est pourquoi le TOIS-Fixing sera suspendu fin 2017 et remplacé par le SARON, qui est le taux d'intérêt de référence pour les opérations gagées au jour le jour. La BNS a lancé le SARON en 2009, en collaboration avec SIX. Nous sommes convaincus qu'il deviendra un important taux d'intérêt de référence pour le franc. Les travaux ultérieurs sont coordonnés par un groupe de travail composé de représentants du secteur financier. Les principales informations à ce sujet sont disponibles sur le site Internet de la BNS².

¹ TOIS ou Tomorrow/Next Overnight Indexed Swap.

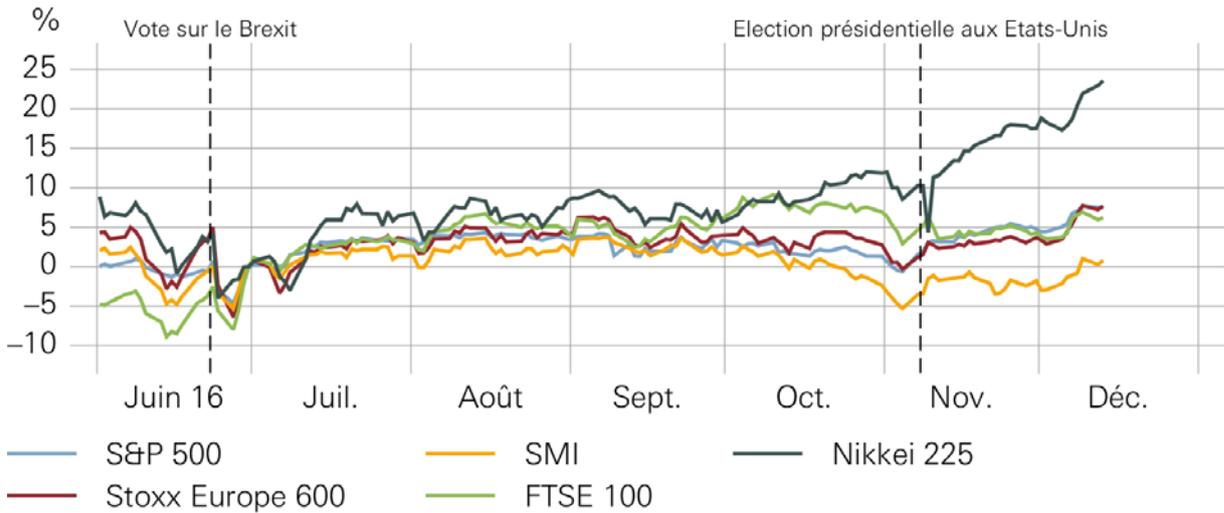
² http://www.snb.ch/fr/ifor/finmkt/fnmkt_benchm/id/finmkt_reformrates

Conférence de presse

Graphiques

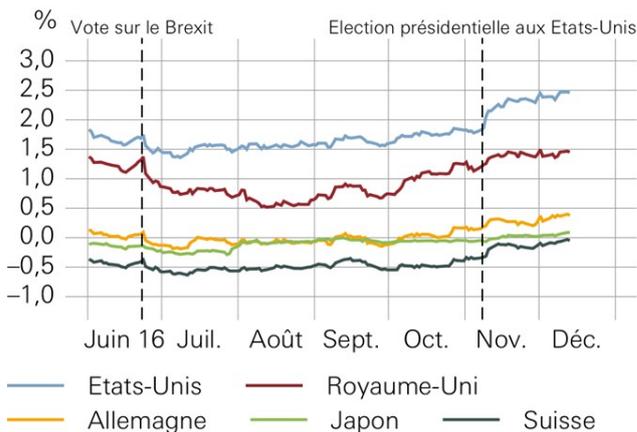
GRAPHIQUE 1: MARCHÉS INTERNATIONAUX DES ACTIONS

Variation depuis fin juin



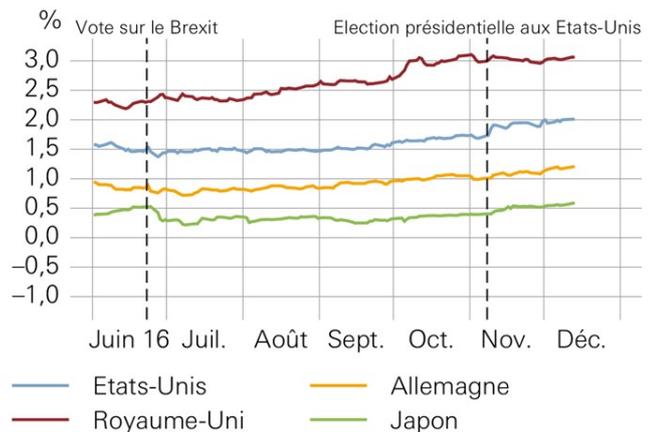
Sources: Bloomberg et BNS.

GRAPHIQUE 2A: TAUX D'INTÉRÊT SUR LES OBLIGATIONS D'ÉTAT (10 ANS)



Sources: Bloomberg et BNS.

GRAPHIQUE 2B: ANTICIPATIONS D'INFLATION* (10 ANS)

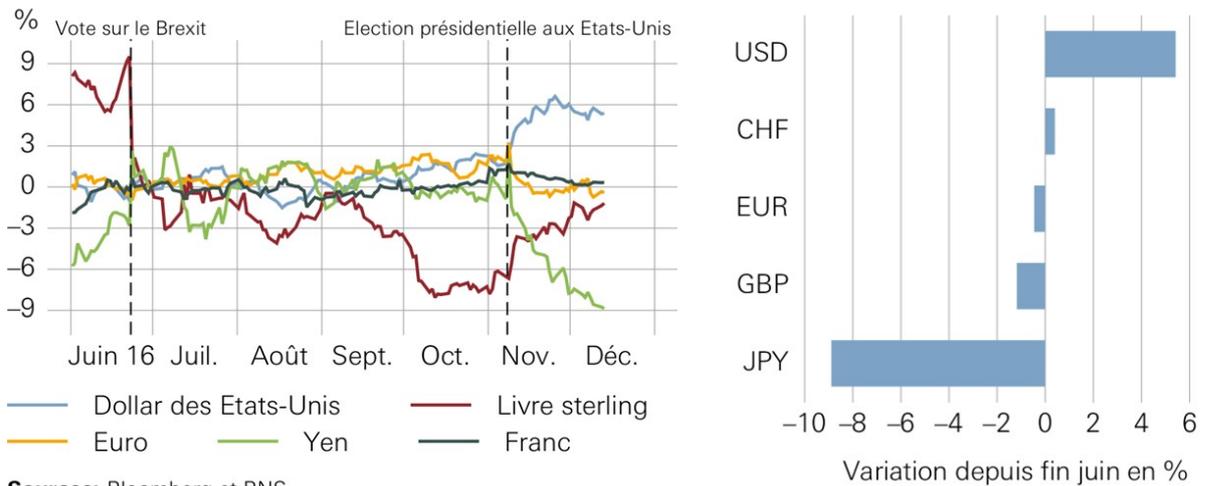


* Tirées des obligations d'Etat indexées sur l'inflation

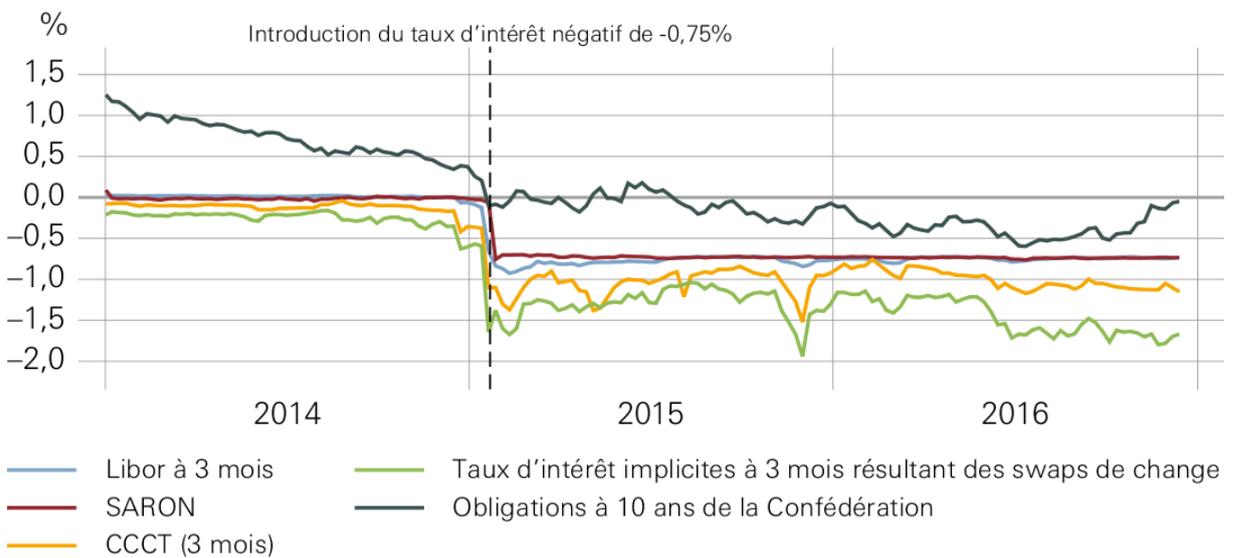
Conférence de presse

GRAPHIQUE 3: COURS DE CHANGE PONDÉRÉS PAR LE COMMERCE EXTÉRIEUR

Variation depuis fin juin



GRAPHIQUE 4: TAUX D'INTÉRÊT SUR LES MARCHÉS MONÉTAIRE ET DES CAPITAUX

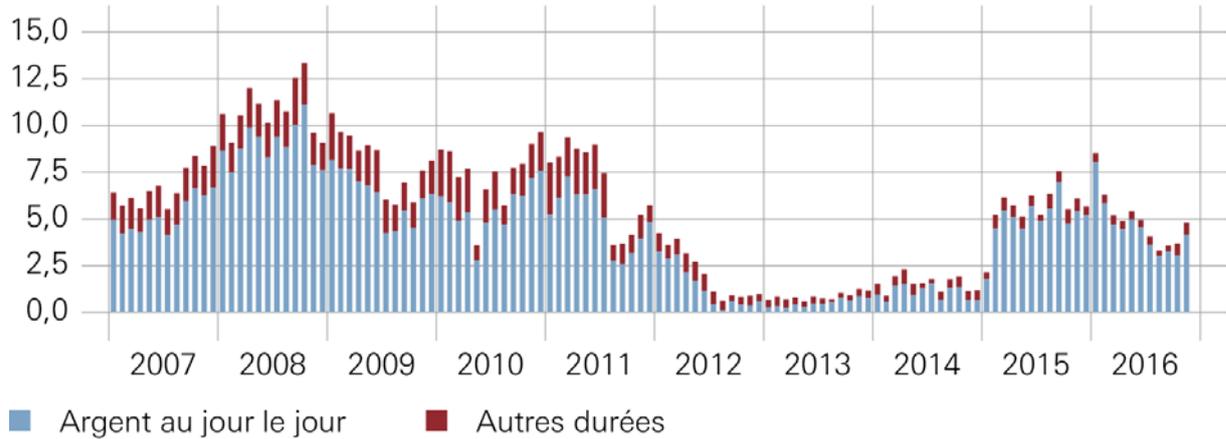


Conférence de presse

GRAPHIQUE 5: VOLUME DES OPÉRATIONS SUR LE MARCHÉ DES PENSIONS DE TITRES CONTRE FRANCS

Moyennes

Mrds CHF



Sources: SIX et BNS.