



Embargo jusqu'au
31 mars 2022, 16 h 00

La relève du Libor: de nouveaux taux d'intérêt de référence en vigueur

Apéritif «Marché monétaire» virtuel

Andréa M. Maechler et Thomas Moser*

Membre de la Direction générale / membre suppléant de la Direction générale

Banque nationale suisse

Webcast, le 31 mars 2022

© Banque nationale suisse, Zurich, 2022 (exposé donné en anglais)

* Les intervenants remercient Julia Baer, Lucas Fuhrer et Mico Loretan de leur aide pour préparer le présent exposé. Ils adressent également leurs remerciements à Roman Baumann, Christoph Hirter, Cyrille Planner, Carolin Reiss, Jacqueline Thomet, Andreas Wehrli et Tanja Zehnder pour leurs précieux commentaires et aux services linguistiques de la BNS pour les traductions.



Mesdames et Messieurs,

Bonjour, ou, selon l'endroit où vous vous trouvez, bonsoir. Mon collègue Thomas Moser et moi sommes heureux de vous accueillir à l'édition de mars 2022 de l'Apéritif du marché monétaire, un événement semestriel organisé par la Banque nationale suisse. L'anglais sera la langue de l'exposé et de la discussion qui suivra, mais les questions pourront être adressées aux intervenants également en français ou en allemand. La Banque nationale publiera sur son site Internet la traduction française, allemande et italienne du texte de l'exposé.

Mais avant d'enchaîner sur l'exposé, permettez-moi de marquer un temps d'arrêt. J'aimerais rappeler que la guerre menée par la Russie en Ukraine est entrée aujourd'hui dans sa sixième semaine. J'aimerais adresser mes condoléances les plus sincères et ma profonde sympathie au peuple ukrainien et aux personnes affectées par cette crise humanitaire. Puissent la guerre ainsi que l'immense souffrance qu'elle engendre prendre fin rapidement.

Parmi toutes les personnes qui participent à l'apéritif «Marché monétaire» d'aujourd'hui, la grande majorité est bien consciente du fait que l'ère du Libor s'est globalement achevée à la fin de l'année dernière. La disparition du Libor signifie l'avènement d'une ère nouvelle pour ce qui est des taux d'intérêt de référence¹. Cette évolution représente un changement de paradigme au niveau des marchés financiers. Gérer le passage du Libor à de nouveaux taux de référence – mais aussi et surtout assurer une transition en douceur – revêtait une importance capitale pour les intervenants sur les marchés comme pour les banques centrales, y compris la BNS. Dans notre exposé, nous reviendrons sur plusieurs aspects marquants de la transition.

Dans un premier temps, nous prendrons un peu de recul afin de nous pencher sur l'importance générale des taux de référence pour une économie moderne. Nous nous intéresserons aussi aux raisons et aux circonstances qui élèvent certains taux d'intérêt au rang de taux de référence et abolissent ce statut pour d'autres taux. Puis nous analyserons le cas du Libor. Taux de référence par excellence pour plusieurs monnaies et pendant plusieurs décennies, le Libor a progressivement perdu de son importance après la crise financière qui a duré de 2007 à 2009, du fait que le volume des opérations sur le marché monétaire non gagé a diminué et que des manipulations ont été révélées². Nous évoquerons en outre les principales différences entre le Libor et les nouveaux taux de référence et nous nous focaliserons sur le SARON, qui remplace le Libor pour le franc. Enfin, nous porterons notre attention sur la manière dont le passage au SARON a influencé la mise en œuvre de la politique monétaire de la BNS.

L'importance fondamentale des taux de référence pour une économie moderne

Pour commencer, j'aimerais vous proposer un petit exercice mental: supposons qu'il n'y ait pas de taux de référence dans une économie. Comment fonctionnerait l'économie dans un tel

¹ Dans notre exposé, nous utilisons le terme un peu plus court de taux de référence.

² Notre exposé portera sur l'évolution des divers taux Libor et n'abordera pas les autres taux de référence appliqués aux opérations interbancaires non gagées.

système? A titre d'exemple, prenons un produit financier courant en Suisse: un prêt hypothécaire à taux variable avec paiement trimestriel des intérêts. Le paiement des intérêts d'un tel prêt, rattaché à un taux de référence, doit être calculé chaque trimestre et peut changer au fil du temps³. La question qui se pose dans notre exercice mental est de savoir comment établir le paiement trimestriel des intérêts s'il n'y a pas de taux de référence servant de base. La réponse est simple: en l'absence de taux de référence, le taux d'intérêt trimestriel dépendrait de l'issue de négociations bilatérales entre l'emprunteur, c'est-à-dire le propriétaire du bien immobilier, et le prêteur, c'est-à-dire la banque qui octroie le prêt hypothécaire. Fait important, l'issue des négociations serait notamment dictée par les coûts que le prêteur doit supporter pour continuer à financer le prêt hypothécaire. Il s'agit d'une information qui est connue du prêteur, mais qui n'est pas disponible pour l'emprunteur. Du fait de cette asymétrie d'information, les négociations seraient fastidieuses et longues, aussi bien pour le propriétaire du bien immobilier que pour la banque. De plus, elles devraient être réitérées chaque trimestre pendant toute la durée du prêt hypothécaire à taux variable.

Il est très probable que ces négociations répétées et peu transparentes dissuaderaient la plupart des prêteurs et des emprunteurs de conclure des contrats de prêts hypothécaires à taux variable. Il est tout au moins manifeste que de telles négociations rendraient les prêts hypothécaires très onéreux. Ces inconvénients toucheraient non seulement les prêts hypothécaires à taux variable, mais potentiellement tous les contrats financiers soumis à des taux variables⁴. En résumé, une économie sans taux de référence appropriés se caractériserait par un secteur financier vraisemblablement moins performant et moins important qu'une économie disposant de taux de référence adéquats. Ainsi, les taux de référence sont indispensables au bon fonctionnement du système financier.

En créant la transparence sur les coûts du financement, les taux de référence peuvent réduire dans une large mesure la complexité des négociations concernant les contrats financiers⁵. Le graphique 1 illustre la manière dont les taux de référence sont établis dans la pratique. Diverses opérations se font dans un segment spécifique du marché monétaire, représenté à gauche dans le graphique. Comme vous pouvez ensuite voir au milieu du graphique, une entité indépendante – désignée généralement par le terme d'administrateur – collecte et agrège les données relatives aux taux d'intérêt sur ces opérations et les publie sous la forme de taux de référence. Enfin, le taux de référence est utilisé pour fixer les prix d'une vaste palette de produits financiers, ce qui figure sur le côté droit du graphique.

Les taux de référence sont quasiment omniprésents dans des produits comme les prêts hypothécaires et les obligations d'entreprise à différentes échéances. Pendant des décennies, le Libor pour le franc a constitué le taux de référence le plus important de l'économie suisse. Il ressort du graphique 2 que les banques utilisaient en majorité le Libor pour le franc (en

³ En plus des coûts de financement, il faudrait tenir compte d'autres frais, en particulier d'une prime de risque spécifique à l'emprunteur, qui entreraient dans le montant total à payer pour un trimestre donné. Pour simplifier, nous faisons abstraction de ces frais supplémentaires.

⁴ Il est probable que l'absence de taux de référence affecterait d'une manière indirecte aussi les produits à taux fixe.

⁵ Voir Duffie et Stein (2015).

jaune) comme principal taux de référence jusque vers fin 2020. Ce n'est qu'au quatrième trimestre 2021 que le Libor a été dépassé par le SARON (en rouge). Nous reviendrons tout à l'heure sur certains aspects de la transition.

Les taux de référence sont pris en compte dans les contrats financiers soit directement, soit indirectement. Ainsi, dans l'exemple du prêt hypothécaire à taux variable que j'ai présenté un peu plus tôt, le Libor à trois mois apparaissait souvent directement dans les règles contractuelles spécifiant les taux d'intérêt. Les taux de référence s'utilisent aussi indirectement pour les produits à taux fixes, par exemple via la structure des échéances des taux d'intérêt. Lorsque cette courbe se fonde sur le marché des swaps, elle est désignée par le terme de courbe des swaps. La courbe des swaps est souvent utilisée par les banques pour fixer les prix des prêts aux entreprises et d'autres produits à taux fixes du marché des capitaux⁶. Le Libor à trois ou à six mois était le taux de référence utilisé comme point d'ancrage pour les échéances courtes de la courbe des swaps en francs, comme le montre le graphique 3⁷.

Les taux de référence jouent un rôle déterminant dans la transmission de la politique monétaire via le canal des taux d'intérêt. Prenons par exemple une banque centrale qui décide d'assouplir ou de durcir sa politique monétaire. Pour ce faire, elle réduit ou relève son taux directeur, puis passe des opérations sur le marché monétaire afin d'influer sur les taux du marché, y compris les taux de référence, de sorte qu'ils se rapprochent de la nouvelle cible. Autrement dit, un changement de cap de la politique monétaire se reflète dans les taux de référence. Par la voie des anticipations, les changements dans les taux à court terme se propagent ensuite aux taux à moyen et long terme, tels que les taux de swap, déterminants pour l'économie réelle. Plus l'usage de taux de référence dans les produits financiers est étendu, plus l'impact de la politique monétaire sur l'économie réelle devrait se manifester rapidement.

Afin qu'un taux du marché accède au statut de taux de référence, il faut que les intervenants sur le marché soient disposés à utiliser ce taux dans leurs contrats financiers. Pour que cette condition soit remplie, les taux de référence doivent tenir compte de toutes les informations déterminantes en rapport avec la situation économique et les marchés financiers, en étant à la fois fiables et robustes. La fiabilité exige que la collecte et l'agrégation des données sous-jacentes et la publication des taux de référence proprement dits soient effectuées selon des procédés transparents et clairement définis; l'ensemble de ces procédés garantit que les taux ne peuvent pas être manipulés par les intervenants sur le marché. La robustesse quant à elle présuppose que les taux découlent d'opérations conclues, observables et passées sur un marché actif et liquide, et qu'ils reflètent ainsi les conditions de financement effectifs. Plus un

⁶ La courbe des swaps est particulièrement importante pour le marché des capitaux en francs. En effet, les autres courbes de rendement, telles que celle des obligations d'État généralement utilisée pour d'autres monnaies reposaient sur un marché en francs trop peu liquide pour constituer une référence en matière de fixation des prix.

⁷ En ce qui concerne d'autres monnaies, le Libor à trois mois était généralement utilisé comme point d'ancrage.

taux de référence est conforme aux critères de fiabilité et de robustesse, plus il est susceptible de jouer un rôle important dans le système financier⁸.

J'aimerais récapituler ces réflexions générales en retenant deux points principaux. Premièrement, les taux de référence aident à synthétiser et à organiser de grandes quantités d'informations qui sont déterminantes pour le marché et qui renseignent sur les conditions de financement en constituant un seul taux accessible au public. Cette condensation réduit considérablement les coûts des opérations, en particulier les coûts de négociation, sur les marchés financiers. Secondement, les taux de référence doivent être établis sur une base à la fois fiable et robuste. Si l'une des conditions n'est pas remplie, il est possible que le taux perde son statut de taux de référence.

Essor et déclin du Libor comme taux de référence

Dans les années 1970, lors d'une période prolongée de croissance rapide des marchés financiers à l'échelle mondiale, la nécessité de disposer de taux de référence applicables s'est fait sentir pour plusieurs monnaies et produits. Le système de taux de référence qui s'est alors imposé était le Libor, c'est-à-dire le London interbank offered rate. Le Libor était d'une efficacité et d'une simplicité remarquables: il était calculé sur la base des rapports qu'un groupe de banques actives au niveau mondial établissait sur les taux d'intérêt auquel elles pourraient prêter des fonds sur le marché interbancaire non gagé. Le Libor a longtemps reflété fidèlement les conditions du marché monétaire interbancaire non gagé, et il était généralement considéré comme un taux fiable et robuste. De ce fait, les taux Libor étaient utilisés pendant plusieurs décennies pour fixer les prix d'une vaste gamme de produits financiers.

La crise financière mondiale, qui a duré de 2007 à 2009, a eu de nombreux effets à long terme sur les institutions financières et le système financier du monde entier. L'un de ces effets est particulièrement important pour le sujet qui nous occupe aujourd'hui: il est apparu que les banques devaient mieux comprendre et mieux gérer leurs risques de contrepartie et de liquidité, y compris leur exposition à d'autres banques. Cela a entraîné un glissement, au niveau mondial, des prêts interbancaires réalisés sur une base non gagée vers des prêts interbancaires effectués sur une base gagée, c'est-à-dire couverte par des garanties. Il a résulté une baisse de l'activité de négoce dans le segment interbancaire non gagé. Ce repli s'est rapidement manifesté, principalement sur le marché monétaire en francs⁹.

Le recul du nombre d'opérations interbancaires non gagées a réduit les informations économiques contenues dans le Libor et, partant, affaibli la robustesse de ce taux. À tel point que les taux Libor publiés tendaient à se fonder uniquement sur l'avis d'experts. Comme le montre le graphique 4, les bases de calcul relatives au Libor pour le franc – les barres rouges à gauche – reposaient en 2019 uniquement sur l'avis d'experts pour toutes les durées. Cette dépendance de l'avis d'experts ne concernait pas seulement le Libor pour le franc. Elle a été

⁸ Voir Brändli, Guggenheim and Jüttner (2016); Nakaso (2013); OICV (2013).

⁹ Voir Guggenheim, Kraenzlin et Schumacher (2011).

constatée, certes dans une moindre mesure, pour d'autres monnaies également. Par exemple, en 2019, tous les taux Libor pour le dollar des États-Unis – à l'exception du taux au jour le jour figurant sur le graphique de droite – se basaient essentiellement sur l'avis d'experts.

L'information selon laquelle plusieurs négociants avaient en fait réussi à manipuler certains taux Libor a en outre commencé à se répandre en 2008¹⁰. Ces révélations ont déclenché des enquêtes des autorités qui ont confirmé les manipulations et imposé de fortes pénalités. Ces événements ont suscité une attention considérable du public et ont sévèrement ébranlé la confiance de la collectivité dans la fiabilité et la robustesse du Libor. A la suite de ces révélations, plusieurs tentatives ont été entreprises dans le but de rétablir la confiance dans la fiabilité et la robustesse des taux de référence. En 2013, l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) a soumis une proposition portant sur une liste de principes auxquels les taux de référence devaient satisfaire. Par ailleurs, en 2014, le Conseil de stabilité financière (CSF) a émis des recommandations concernant deux approches de réforme. La première était axée sur le renforcement des taux de référence existants, par exemple le Libor. La seconde approche reposait sur le développement de nouveaux taux de référence¹¹.

Pendant plusieurs années, des efforts considérables ont été déployés pour poursuivre les deux approches. Avec le temps toutefois, il est apparu clairement que les volumes traités dans le segment non gagé du marché monétaire interbancaire n'allaient pas se rétablir. Compte tenu de cette évolution, l'autorité de réglementation du Libor, la Financial Conduct Authority (FCA), a annoncé en juillet 2017 qu'elle ne demanderait plus aux banques de lui fournir les données sous-jacentes nécessaires au calcul du Libor à compter de fin 2021. Cet événement est désigné par un cercle bleu dans la partie gauche du graphique 5. En mars 2021, date marquée par un autre cercle bleu plus à droite dans le graphique, la FCA et l'administrateur du Libor ont publié une déclaration qui confirmait l'abandon du Libor pour la plupart des monnaies dès fin 2021¹².

Compte tenu de l'importance fondamentale des taux de référence évoquée tout à l'heure, il a fallu fournir un travail intense pour trouver des solutions viables de remplacement du Libor. En ce qui concerne le cas du franc, une solution adéquate était en fait rapidement disponible: le SARON. Le Swiss average rate overnight est un taux gagé au jour le jour, développé conjointement par la BNS et SIX Swiss Exchange. Il a été lancé en 2009 et se base sur les opérations au jour le jour du marché des pensions de titres, qui est de loin le segment le plus liquide du marché monétaire en francs. Il se fonde sur des opérations effectives et sur des offres contraignantes. Le SARON est calculé puis publié par son administrateur, SIX Index SA. Fixé conformément aux principes de l'OICV destinés à assurer sa fiabilité et sa stabilité,

¹⁰ Voir Mollenkamp (2008) ainsi que Mollenkamp et Whitehouse (2008).

¹¹ Plus précisément, le CSF (2014) a recommandé de définir de nouveaux taux de référence pour ainsi dire exempts de risques, car les intervenants sur le marché avaient exprimé leur intérêt concernant un taux de référence qui recourt à une composante exempte de risque de crédit.

¹² La FCA a également annoncé qu'un petit nombre de taux Libor continuerait à être calculé pendant une période limitée, soit sous la forme d'un Libor synthétique (livre sterling et yen), soit uniquement pour certaines fixations (dollar des États-Unis). Elle entend ainsi permettre l'abandon en douceur des contrats à conditions «rigides».

le SARON peut faire office de taux de référence crédible. Les aspects méthodologiques du SARON font au moins une fois par an l'objet d'un examen effectué par un organe spécifique, la Swiss Reference Rates Index Commission. Cette dernière peut proposer des modifications si cela est jugé nécessaire pour continuer d'assurer la fiabilité et la stabilité du taux.

Les autorités et les intervenants sur le marché du Libor pour les différentes monnaies ont mis en place des groupes de travail destinés à concrétiser et à implémenter le remplacement du Libor, une tâche titanesque. En Suisse, le Groupe de travail national sur les taux d'intérêt de référence (GTN) a façonné et géré la transition du Libor pour le franc vers le SARON. Les missions d'expertise réalisées par les membres du GTN ont été essentielles pour mener à bien la transition opérée à la fin de l'année 2021. Sur le plan tant de la conception que de la mise en œuvre, le remplacement du Libor pour le franc par le SARON est désormais achevé, ce qui fait de ce dernier le taux de référence pour le franc. Le GTN s'est donc auto-dissout à la fin du premier trimestre 2022, c'est-à-dire aujourd'hui.

Nous entendons profiter de l'occasion pour exprimer notre profonde gratitude à toutes les personnes ayant contribué aux travaux du GTN, et principalement à celles qui ont dirigé ce groupe, à savoir Martin Bardenhewer de la Banque Cantonale de Zurich et Marcel Zimmermann de la BNS. Comme vous avez peut-être pu le voir dans le programme de ce jour, ils ont tous les deux accepté de participer à la discussion qui suivra notre exposé. Nous nous réjouissons d'entendre leurs commentaires et leurs observations sur le rôle crucial que le GTN a joué dans le processus de transition.

Rétrospectivement, deux facteurs ont été essentiels pour assurer une transition complète et réussie.

- Premièrement, le GTN a défini et communiqué ses recommandations cruciales à un stade précoce. Comme il ressort des informations figurant dans les cercles rouges du graphique 5, il a formellement recommandé dès octobre 2017 le SARON comme solution de remplacement du Libor pour le franc. Un an plus tard, en octobre 2018, il a recommandé un taux à terme basé sur les taux SARON journaliers. L'ensemble des intervenants sur les marchés qui ont été affectés ont ainsi disposé d'assez de temps pour préparer la fin du Libor pour le franc. La transition du Libor vers le SARON a rapidement avancé dans le domaine des produits de prêt et de dépôt (marché du crédit). Depuis mi-2021, les nouveaux prêts négociés sur ce marché se sont quasi exclusivement basés sur le SARON. En revanche, la transition a progressé plus lentement sur le marché des dérivés de taux d'intérêt. Le volume de négoce des swaps indexés sur le SARON s'est néanmoins fortement accru au second semestre 2021, et la courbe des swaps de taux reposant sur le SARON est devenue la seule référence de prix pour les produits en lien avec le marché des capitaux et du crédit.
- Secondement, les représentants des secteurs privé et public ont très étroitement collaboré au sein du GTN au fil des ans. Cela se reflète par exemple dans le fait que le GTN était co-présidé par un représentant du secteur privé et par une personne de la BNS. La participation de représentants du secteur privé a facilité l'acceptation du taux par le marché et donc fortement encouragé une mise en œuvre proactive des recommandations du GTN par les

intervenants sur le marché. La BNS a en outre assuré le secrétariat technique du GTN. Nous avons aussi étroitement collaboré avec des représentants du secteur public des autres zones monétaires afin d'établir et de coordonner les efforts de réforme. Et nous avons régulièrement communiqué, par divers canaux, concernant les progrès réalisés dans le processus de transition, en vue de sensibiliser à la fois les experts et le public.

Les taux de référence sont devenus hétérogènes

Le passage du Libor pour le franc au SARON et l'adoption de nouveaux taux de référence pour d'autres monnaies impliquent bien plus qu'un simple remplacement d'un taux de référence par un autre. Les pratiques du marché ont en effet dû s'adapter, car les nouveaux taux de référence se distinguent du Libor sur deux aspects importants. Premièrement, les nouveaux taux de référence sont hétérogènes au niveau mondial. Secondement, ils se fondent tous sur le coût des prêts au jour le jour. Il a donc également fallu créer et adopter, dans des zones monétaires ne disposant pas d'alternative, de nouvelles méthodes afin de générer des taux de référence à terme. Permettez-moi d'évoquer plus en détail ces deux changements majeurs et d'expliquer leurs incidences sur les pratiques des marchés.

Avec le Libor, les taux de référence étaient générés de manière uniforme pour toutes les monnaies et échéances. Les taux du Libor recouraient pour les différentes monnaies à des méthodes de calcul standardisées, et les données recueillies dans ce cadre provenaient exclusivement d'établissements bancaires. À l'inverse, les nouveaux taux de référence diffèrent d'une zone monétaire à l'autre. Cela s'explique à la fois par le fait que certains taux se basent sur des prêts gagés et d'autres sur des prêts non gagés et par les types d'établissements actifs dans les segments sous-jacents du marché monétaire – qui peuvent être des entités bancaires ou non bancaires.

Le graphique 6 illustre plusieurs caractéristiques des nouveaux taux de référence. Le premier type d'hétérogénéité porte sur la différence entre taux gagés et non gagés; ceux qui sont gagés figurent dans le cercle bleu. Les nouveaux taux de référence gagés sont le SOFR (Secured Overnight Financing Rate, pour le dollar des États-Unis) et le SARON (pour le franc). Les nouveaux taux de référence non gagés sont quant à eux l'€STR (Euro Short-Term Rate, pour l'euro), le SONIA (Sterling Overnight Index Average pour la livre sterling) et le TONA (Tokyo Overnight Average Rate, pour le yen). Les taux de référence peuvent incorporer différentes primes – ou, du moins, refléter ces primes à des degrés divers selon qu'ils se basent sur des segments gagés ou non du marché monétaire. Si les taux de référence se basent sur un marché gagé, il arrive par exemple qu'ils reflètent les fluctuations du prix de la sûreté sous-jacente¹³. S'ils se basent sur un marché non gagé, des changements au niveau du risque de contrepartie sont susceptibles d'entraîner des fluctuations, surtout pour des horizons à plus long terme.

¹³ Cette prime reflète le fait que le prix pour obtenir une sûreté peut varier au fil du temps. Elle est en général particulièrement marquée en fin de trimestre et en fin d'année.

Le second type d'hétérogénéité découle des différents types d'établissements participants. Pour les taux qui figurent dans le cercle rouge du graphique 6, les données qui sous-tendent leur calcul ne se limitent pas aux opérations interbancaires. Elles peuvent aussi inclure des opérations passées par des entités non bancaires telles que des compagnies d'assurances ou des grandes entreprises¹⁴. Comme les entités non bancaires n'ont généralement pas accès à la facilité de dépôt des banques centrales, elles placent leurs liquidités auprès des banques commerciales. Or ces dernières ne sont disposées à accepter ces dépôts qu'à condition de les rémunérer à un taux tout au plus légèrement inférieur au taux des dépôts auprès de la banque centrale. Cet aspect lié au type d'établissement a pour conséquence que le taux de référence pourrait être systématiquement inférieur à celui du taux de la facilité de dépôt de la banque centrale.

Compte tenu de cette hétérogénéité, les acteurs du marché doivent comprendre des conséquences que les caractéristiques des différents taux de référence peuvent avoir dans la pratique, afin de bien interpréter les fluctuations de taux pour les différentes monnaies et sur les différents marchés.

Passer des taux à terme aux taux au jour le jour et vice versa

Comme indiqué précédemment, le fait de passer du Libor aux nouveaux taux de référence a aussi impliqué une transition de taux à terme vers des taux au jour le jour. D'une manière générale, ce changement a amélioré la robustesse des taux de référence, sachant que le segment des taux au jour le jour représente la partie la plus liquide du marché monétaire. Cela est en partie dû au fait que les taux au jour le jour comportent – même en étant non gagés – très peu de risques de crédit ou de contrepartie en comparaison avec les taux à terme du Libor. Si l'on se place dans la perspective des emprunteurs, il est avantageux d'utiliser des produits reposant sur un taux de référence exempt de risques de crédit. Cela est clairement apparu durant la crise financière, avec la forte augmentation des taux Libor au moment où les marchés ont commencé à s'inquiéter de la santé du secteur bancaire.

Un aspect de la simplicité du Libor résidait dans le fait que les taux de référence à terme pouvaient être utilisés directement dans la fixation du prix des produits de crédit; en conséquence, le montant des intérêts trimestriels à payer pour un prêt hypothécaire basé sur le Libor était toujours connu dès le début de chaque période. C'est ce qu'illustre le graphique 7, côté gauche. Cela n'est plus toujours le cas avec un taux de référence au jour le jour. En effet, il convient de mettre au point des méthodes appropriées pour calculer des taux à terme. Les trois principales méthodes consistent à utiliser des taux à terme effectivement appliqués, à calculer un taux à terme sur la base des swaps de taux d'intérêt et à composer un taux à partir d'une séquence de taux au jour le jour.

¹⁴ Le SARON se base sur les opérations du segment au jour le jour du marché des pensions de titres en francs; il s'agit principalement d'opérations interbancaires.

Pour le marché en francs, le GTN a estimé, pour des considérations liées à la liquidité, que cette dernière méthode était la seule viable¹⁵. Le SARON composé est un taux qui s'obtient en composant une séquence à partir des taux SARON de chaque jour. C'est ce qu'illustre le graphique 7, côté droit. Il y a différentes manières de procéder à la composition, ce qui entraîne des différences pour ce qui est du moment précis où le montant de l'intérêt est connu. Point essentiel: si une approche de type composé est utilisée dans le cas du SARON, les intérêts à payer ne doivent pas nécessairement être connus au début de chaque période. D'un côté, il est possible de mettre en œuvre un SARON composé de manière à ce que les intérêts à payer soient connus au début de chaque période; il s'agit de la méthode dite «anticipée» (in advance). D'un autre côté, si les intérêts à payer sont uniquement connus en fin de période, on parle de méthode «à terme échu» (in arrears).

Le prêteur peut choisir entre différentes méthodes de composition applicables afin de mettre les propriétés d'un produit en adéquation avec les besoins des emprunteurs individuels et de la banque elle-même. Certains emprunteurs peuvent préférer connaître le taux d'intérêt de manière anticipée, alors que d'autres s'accommoderont de l'apprendre à terme échu. Si les différentes méthodes de calcul permettent aux banques de tenir compte des besoins personnels des emprunteurs pour ce qui est du moment précis où le montant de l'intérêt est connu, l'absence d'un taux de référence à terme directement observable a accru la complexité d'utilisation des taux de référence sur les marchés du crédit. Dans l'ensemble, il a fallu adapter la pratique, vu que les intérêts à payer ne sont plus nécessairement connus au début de la période fixée contractuellement¹⁶. Il est rassurant de constater que cela ait pu se faire rapidement.

Quel a été l'impact sur la BNS de la fin de l'ère du Libor?

La transition vers le SARON s'est répercutée de deux manières sur les travaux de la BNS. Elle a tout d'abord amené la BNS à partiellement ajuster sa stratégie de politique monétaire ainsi que la manière dont elle communique ses décisions en la matière. Secondement, cela s'est ressenti sur la mise en œuvre de la politique monétaire.

La stratégie de politique monétaire de la BNS se constitue de trois éléments: une définition de la stabilité des prix, une prévision d'inflation conditionnelle et un objectif opérationnel pour les taux du marché monétaire. À partir de l'an 2000, lorsque la BNS a introduit sa stratégie de politique monétaire basée sur les taux d'intérêt qui était alors nouvelle, ses décisions portaient, au plan opérationnel, sur une marge de fluctuation assignée au Libor pour les dépôts à trois mois en francs. En juin 2019, la disparition probable du Libor a amené la BNS à annoncer un léger ajustement de sa stratégie de politique monétaire. Elle a notamment remplacé la marge de fluctuation qu'elle assignait au Libor à trois mois pour le franc par son

¹⁵ Le GTN a estimé que les marchés sous-jacents des deux autres méthodes n'étaient pas assez actifs ni assez liquides pour permettre de calculer des taux à terme fiables et robustes.

¹⁶ En revanche, le besoin d'adaptations était moins important dans le marché des dérivés, car les taux d'intérêt composés étaient déjà utilisés pour des swaps indicels au jour le jour.

taux directeur nouvellement introduit. La BNS recourt depuis mi 2019 à son taux directeur pour communiquer le niveau visé pour les taux à court terme du marché monétaire gagé. En juin 2019, nous avons également annoncé que nous considérons le SARON comme le taux à court terme le plus représentatif du marché monétaire gagé en franc. Le graphique 8 représente à gauche l'ancien système avec la marge de fluctuation assignée au Libor à trois mois pour le franc. Le taux directeur de la BNS figure quant à lui à droite.

La BNS opère exclusivement sur le marché monétaire gagé, en y passant des opérations de pensions de titres. Avant l'introduction du taux directeur de la BNS en 2019, la Banque nationale influait sur le Libor non gagé à trois mois en passant des opérations sur le marché des pensions de titres. En outre, ses opérations passées sur le marché des pensions avaient une maturité bien plus courte – d'ordinaire une semaine – que le Libor à trois mois sur lequel la BNS influait. En fixant les conditions de ses opérations de pensions de titres, la BNS devait donc prendre en compte à la fois la prime de risque de crédit sur le marché monétaire non gagé et la différence entre le taux appliqué à ses propres pensions de titres à une semaine et le Libor à trois mois. Depuis que le changement opéré dans sa stratégie de politique monétaire est entré en vigueur mi-2019, ces considérations se sont estompées, car la mise en œuvre de notre politique monétaire s'attache surtout à maintenir les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire gagé en francs à un niveau proche de celui du taux directeur de la BNS.

Il y a un peu plus d'un an, lors de l'apéritif «Marché monétaire» de novembre 2020, Thomas Moser et moi-même avons exposé en détail la manière dont la BNS met en œuvre sa politique de taux d'intérêt lorsqu'à la fois son taux directeur et les taux d'intérêt du marché sont négatifs¹⁷. Résumons quelques-uns des points essentiels de cette discussion: nous avons montré que la BNS peut influencer sur le SARON non seulement de manière directe en soumettant des offres dans le segment de l'argent au jour le jour du marché des pensions de titres – c'est-à-dire en passant des opérations dites de réglage fin –, mais aussi de manière indirecte en recourant à des appels d'offres pour pensions de titres à moyenne ou longue échéance. Dans le graphique 9, les opérations de réglage fin sont représentées par des losanges jaunes. La BNS peut recourir à des opérations de réglage fin susceptibles d'apporter des liquidités pour plafonner une brusque hausse du SARON. Destinés à mettre à disposition des liquidités, les appels d'offre pour pensions de titres sont représentés dans le graphique par des disques rouges; en affaiblissant la demande d'argent au jour le jour, elles réduisent la pression à la hausse sur le SARON. Nous avons aussi souligné dans notre exposé que si le taux directeur de la BNS est négatif, le principal mécanisme pour maintenir le SARON proche du taux directeur de la BNS consiste à assurer qu'un montant suffisant de l'ensemble des réserves déposées soit soumis à l'intérêt négatif¹⁸. L'un des enseignements majeurs de ce

¹⁷ Maechler et Moser (2020).

¹⁸ Nous avons également montré dans notre exposé qu'il suffit d'appliquer l'intérêt négatif à une partie du total des réserves déposées par les banques commerciales. C'est pourquoi la BNS a attribué, dès la mise en place du taux d'intérêt négatif en 2015, des montants exonérés spécifiques aux différents établissements bancaires. Elle a depuis augmenté ces montants exonérés à deux reprises afin d'alléger la charge d'intérêt pesant sur le système bancaire dans son ensemble.

graphique est que le SARON, représenté par la ligne continue de couleur noire, évolue généralement à quelques points de base du taux directeur de la BNS.

Il convient également de souligner que la configuration opérationnelle de la BNS se distingue grandement de celle des autres banques centrales sur un point important en lien avec les établissements financiers: nous passons nos opérations de politique monétaire sur la même infrastructure que celle utilisée par les banques commerciales et les autres intervenants sur le marché pour leurs opérations interbancaires de pensions de titres. Ainsi, la BNS et les intervenants recourent à la même plate-forme de négoce pour leurs opérations gagées. Ceci présente l'avantage pour la BNS de traiter ses opérations de politique monétaire directement avec l'ensemble des contreparties. Comme nous l'avons vu précédemment, les opérations effectives et les offres contraignantes du segment au jour le jour placées sur cette plate-forme de négoce constituent la base de calcul du SARON. Les opérations effectuées par la BNS pour son propre compte sur le marché monétaire sont exclues de ces calculs. Ainsi, dans le segment gagé au jour le jour en francs, lorsque les acteurs du marché traitent avec la BNS au lieu de le faire avec d'autres intervenants, le volume des opérations entre les entités du secteur privé recule, ce qui entraîne une diminution de la base de calcul du SARON et donc éventuellement une baisse du contenu informatif et de la robustesse. En vue de réduire notre empreinte sur la base de calcul du SARON, nous mettons en œuvre notre politique monétaire en opérant aussi dans des segments du marché monétaire qui portent sur d'autres échéances.

Conclusion

Mesdames et Messieurs, permettez-moi de résumer l'exposé de la manière suivante. Pendant plusieurs décennies, le Libor a constitué un taux d'intérêt très fiable. À la suite de la crise financière, il a toutefois échoué à satisfaire aux exigences requises par le statut de taux de référence. De nouveaux taux ont ainsi dû être élaborés. La disparition du Libor en décembre 2021 marque l'avènement d'une nouvelle ère pour notre monnaie. Grâce aux efforts substantiels déployés par les secteurs privé et public, la transition du Libor au SARON s'est réalisée de manière souple et réussie. Les indicateurs disponibles montrent que les marchés en francs ont bien géré cette transition. Il existe donc bien heureusement une ère post-Libor.

Les travaux du GTN se sont déroulés dans un esprit de coopération. Espérons que ce même esprit continuera à guider l'action des acteurs concernés par le SARON pour ce qui est du calcul du taux de référence par l'administrateur, l'évolution de l'infrastructure du marché monétaire ainsi que le comportement adopté par les banques sur ce marché pour ce qui est des opérations de négoce. Il incombe désormais aux intervenants sur le marché de maintenir et d'accroître l'attractivité des nouveaux taux de référence en participant activement au marché et en s'impliquant dans des opérations qui soutiennent la confiance placée dans la fiabilité et la robustesse des taux de référence.

Bibliographie

Brändli B., Guggenheim B. et Jüttner M. (2016), «Financial Benchmarks: Bedeutung, Problematik und regulatorische Ansätze», *Revue suisse de droit des affaires et du marché financier*, 2, pp. 162-169.

Duffie D. et Stein J. C. (2015), «Reforming LIBOR and Other Financial Market Benchmarks», *Journal of Economic Perspectives*, 29(2), 1pp. 91-212.

Conseil de stabilité financière (CSF) (2014), *Reforming Major Interest Rate Benchmarks*.

Guggenheim B., Kraenzlin S. et Schumacher S. (2011), «Exploring an uncharted market: Evidence on the unsecured Swiss franc money market», *SNB Working Paper*, 2011-05.

Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) (2013), *Principles for Financial Benchmarks, Final Report*.

Maechler A. M. et Moser T. (2020), «Mise en œuvre de la politique monétaire: comment piloter les taux d'intérêt dans la zone négative» *Apéritif «Marché monétaire» virtuel*, Banque nationale suisse, novembre 2020.

Mollenkamp C. (2008). «Bankers cast doubt on key rate amid crisis», *Wall Street Journal*, 16 avril 2008.

Mollenkamp C. et Whitehouse M. (2008). «Study casts doubt on key rate», *Wall Street Journal*, 29 mai 2008.

Nakaso H. (2013), *Towards better reference rates practices: A central bank perspective*, Rapport d'un groupe de travail établi par le Comité économique consultatif (CEC) de la BRI, Bâle, Banque des Règlements Internationaux.

La relève du Libor: de nouveaux taux d'intérêt de référence en vigueur

Andréa M. Maechler, membre de la Direction générale
Thomas Moser, membre suppléant de la Direction générale
Banque nationale suisse

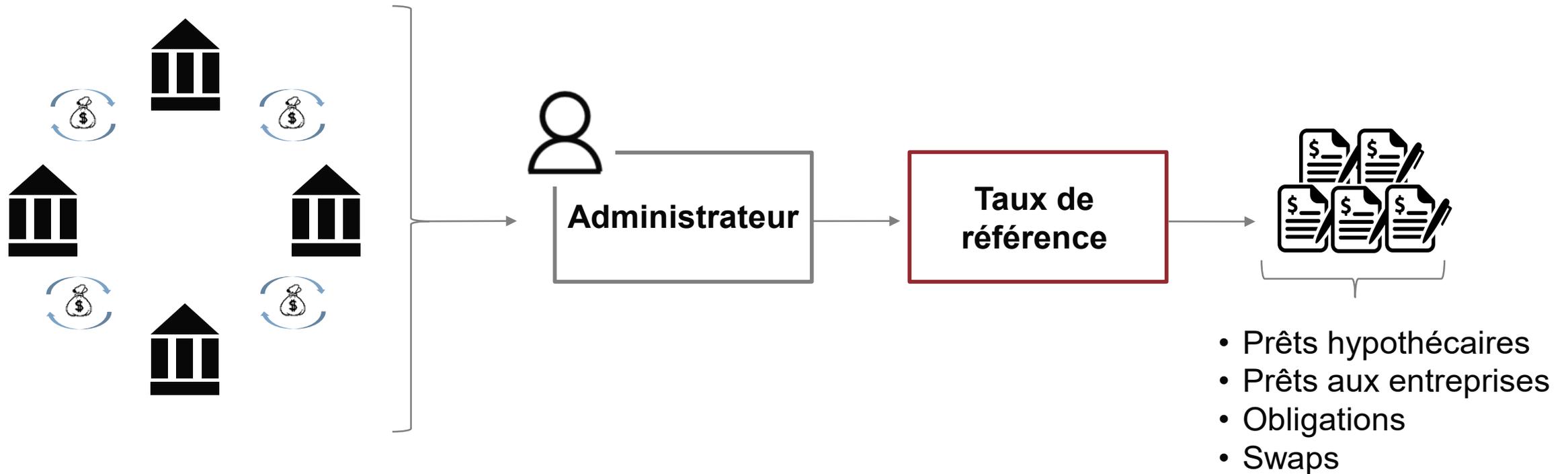
Apéritif «Marché monétaire» virtuel, 31 mars 2022

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK



Processus d'établissement des taux de référence

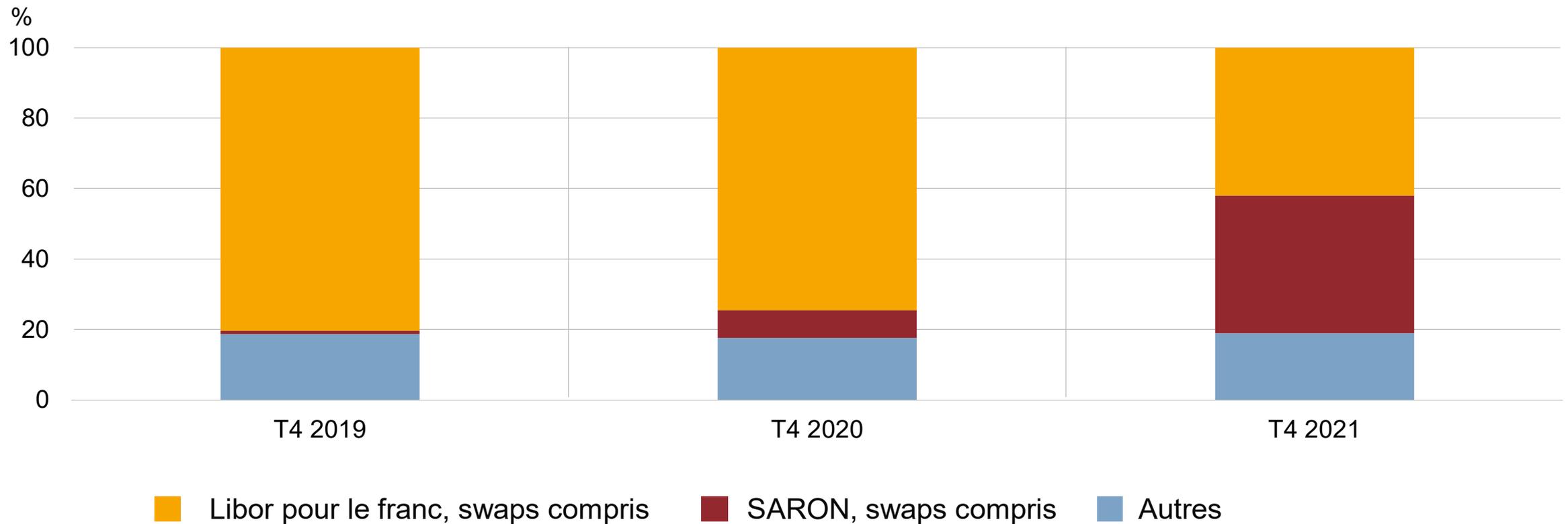
Marché monétaire



Le Libor pour le franc a été le principal taux de référence

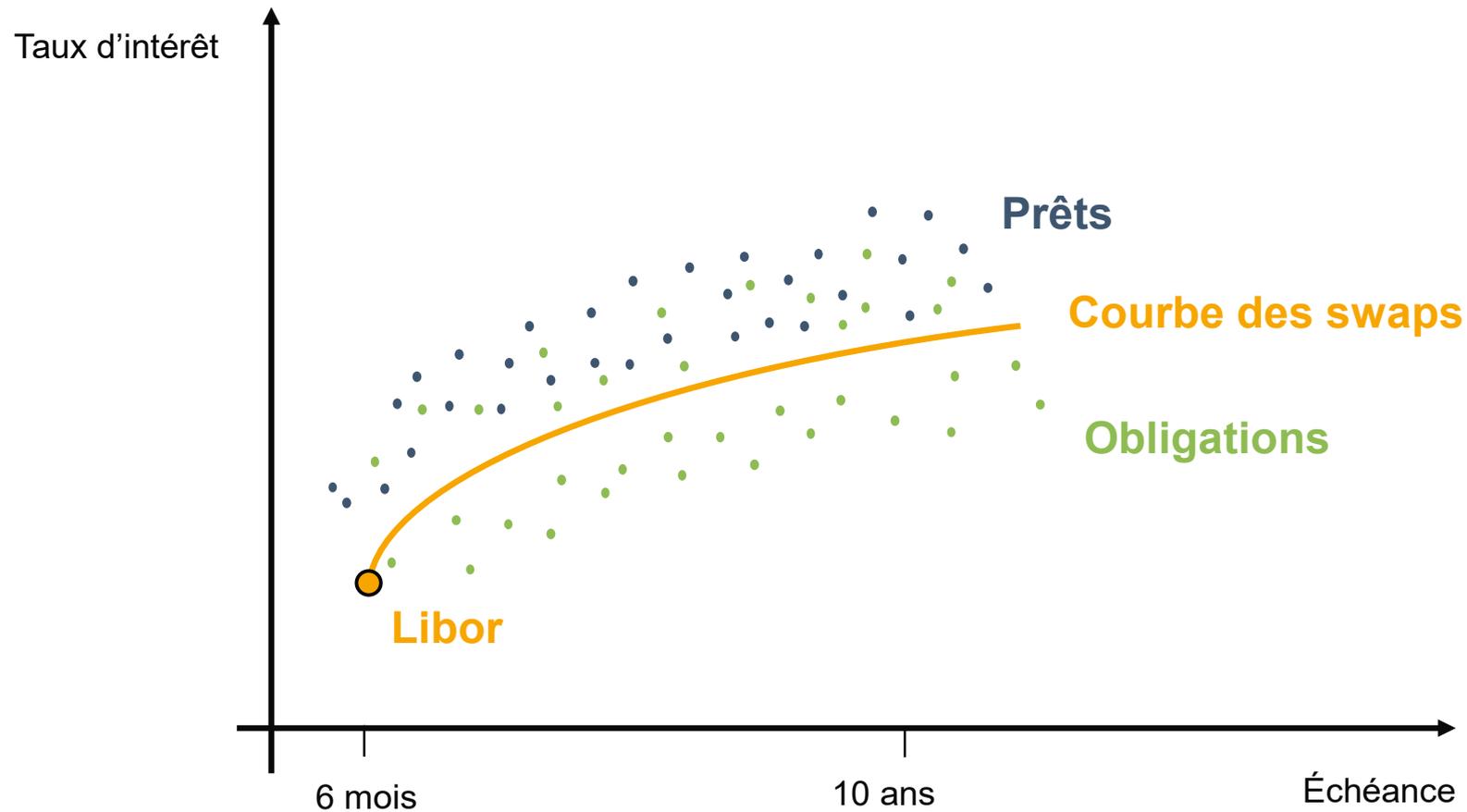
TAUX DE RÉFÉRENCE UTILISÉS POUR FIXER LES PRIX DES PRÊTS

Part des banques utilisant les taux indiqués



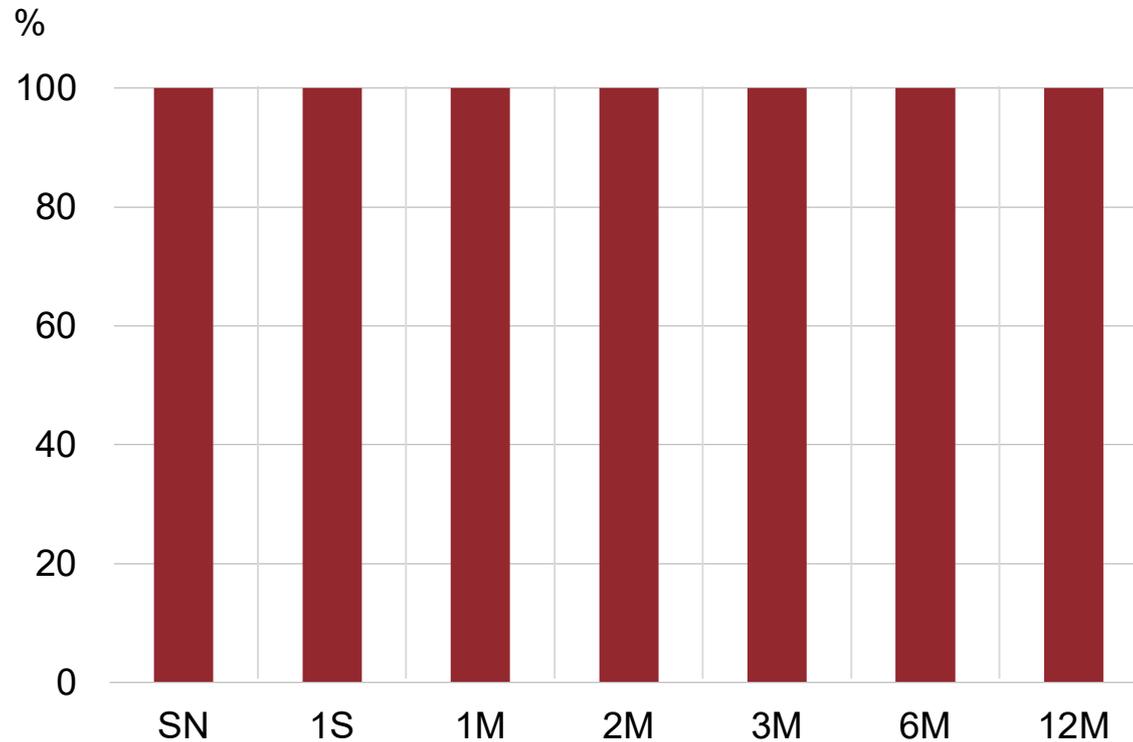
Source: BNS (enquête sur l'octroi de crédits).

Le Libor était le point d'ancrage de la courbe des swaps

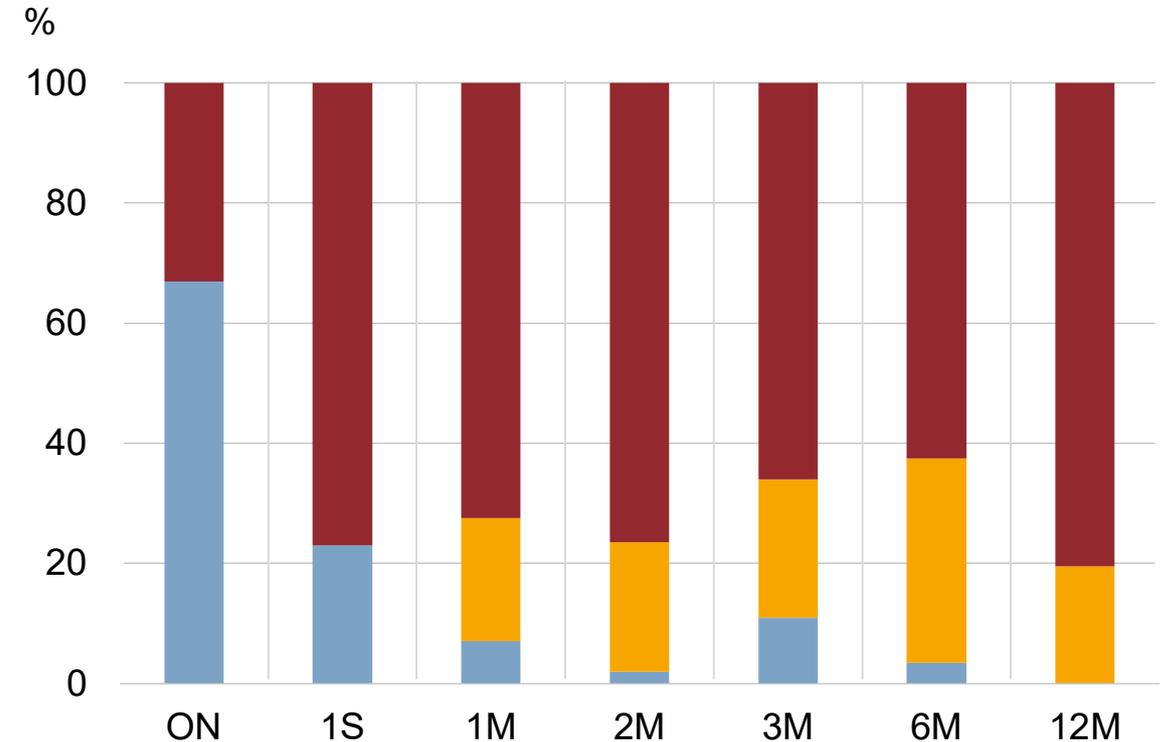


Inquiétudes concernant la robustesse du Libor: les bases de calcul se fondent presque exclusivement sur l'avis d'experts

LIBOR POUR LE FRANC EN 2019



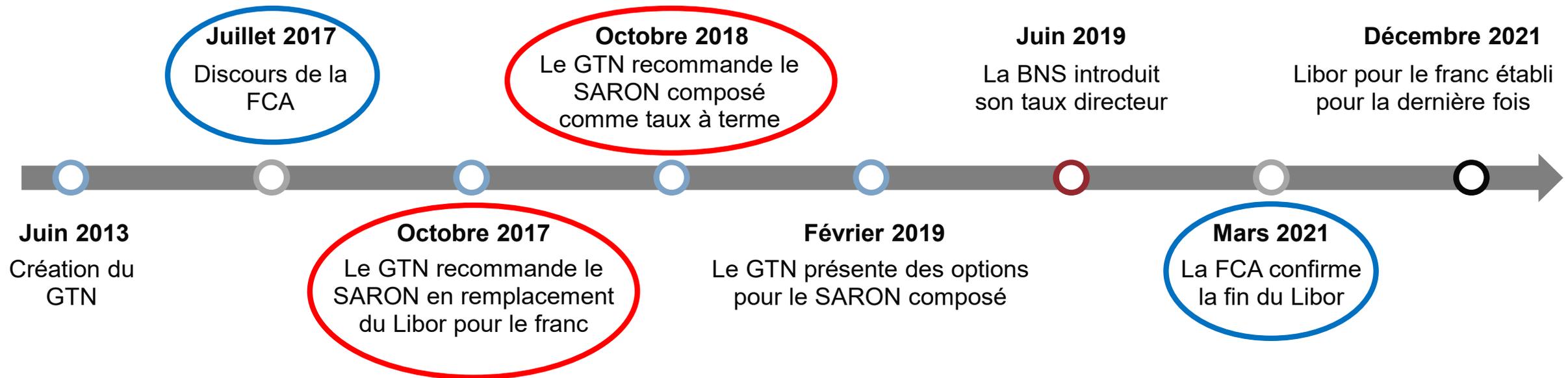
LIBOR POUR LE DOLLAR DES ÉTATS-UNIS EN 2019



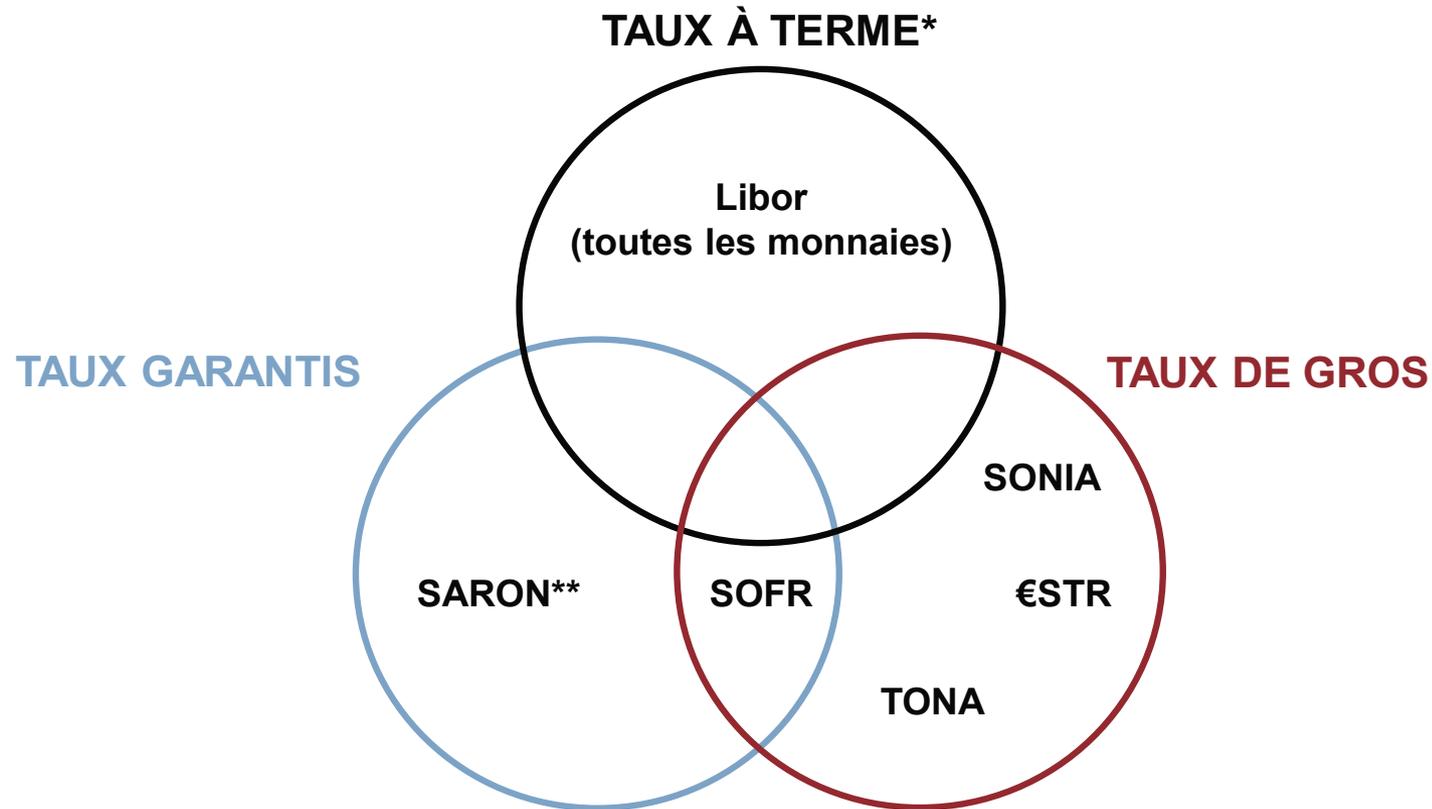
■ Basé sur des opérations
 ■ Dérivé d'opérations
 ■ Fondé sur des avis d'experts

Sources: BNS et ICE (2019).

Principales étapes de la transition du Libor pour le franc au SARON



Changement de paradigme I: caractéristiques des nouveaux taux de référence



* Contrairement au Libor, les nouveaux taux de référence sont des taux au jour le jour.

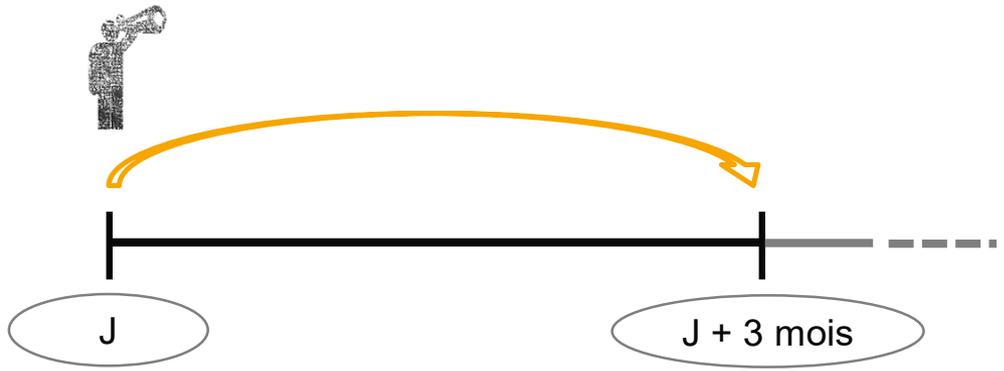
** Le SARON se base sur les opérations du segment au jour le jour du marché des pensions de titres en francs; il s'agit principalement d'opérations interbancaires.

Abbréviations: Libor = London Interbank Offered Rate; €STR = Euro Short-Term Rate; SARON = Swiss Average Rate Overnight; SOFR = Secured Overnight Financing Rate; SONIA = Sterling Overnight Index Average; TONA = Tokyo Overnight Average Rate.

Changement de paradigme II: passer d'un taux de référence à terme à un taux au jour le jour

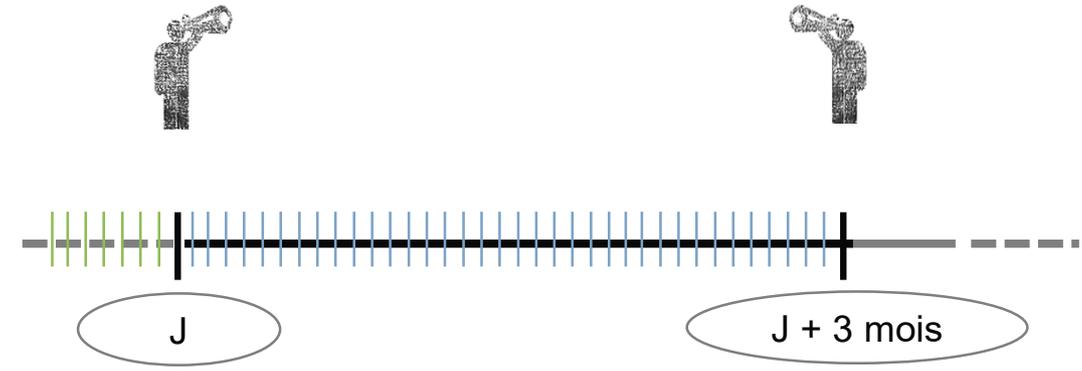
Le monde du Libor

Le monde du SARON



Contrat se référant au
Libor pour le franc

Paiement des intérêts



Contrat se référant au
SARON

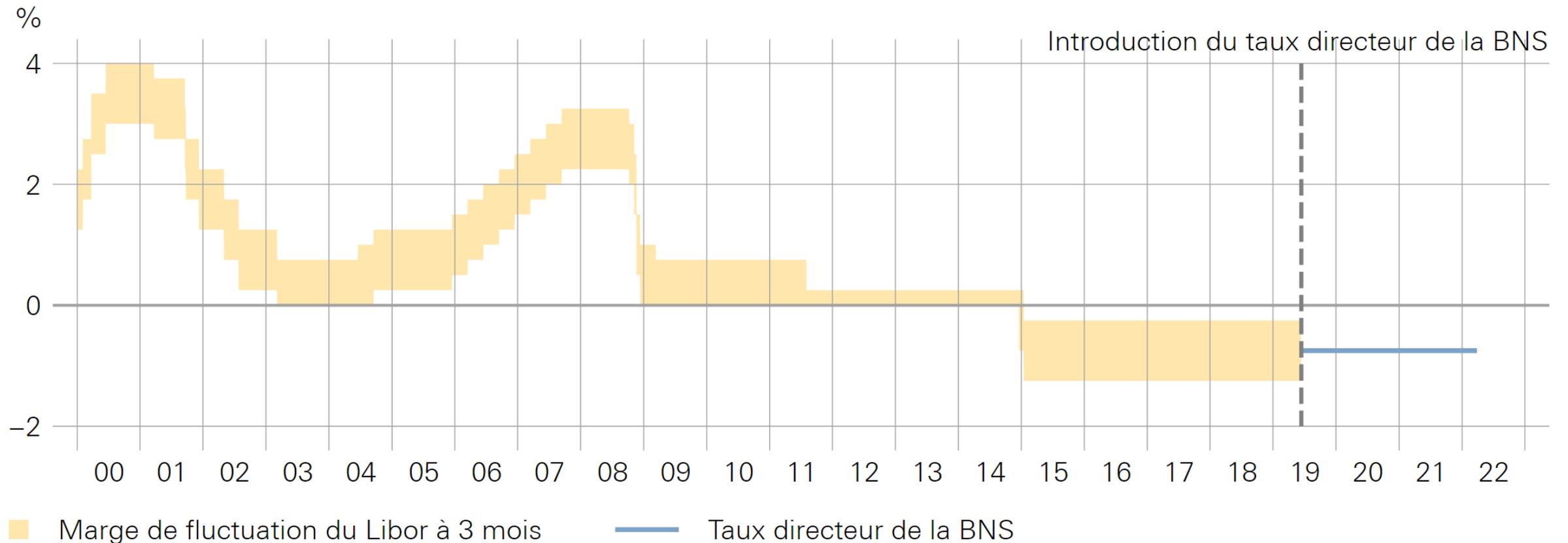
Méthodes de calcul

anticipée
(paiement des intérêts)

à terme échu
(paiement des intérêts)

En 2019, la BNS a remplacé la marge de fluctuation du Libor à 3 mois par le taux directeur de la BNS

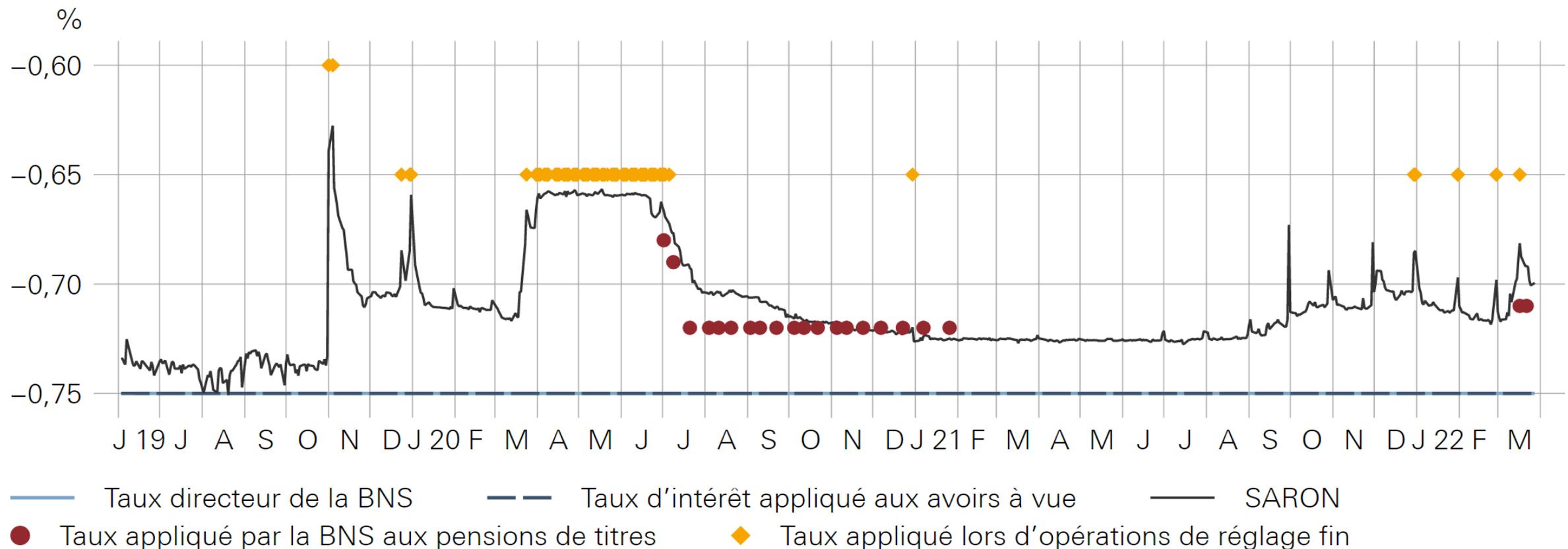
OBJECTIF OPÉRATIONNEL



Sources: Bloomberg et BNS.

Pilotage du SARON par les taux d'intérêt appliqués aux avoirs à vue, les opérations de réglage fin et les appels d'offres pour pensions de titres

TAUX DE LA BNS ET SARON



Sources: Bloomberg, BNS et SIX Repo SA

Merci de votre attention

© Banque nationale suisse

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK

