

Rôle et importance des taux d'intérêt de référence pour l'économie et la politique monétaire

Il y a encore quelques années, le grand public ignorait pratiquement tout des taux d'intérêt servant de référence au marché monétaire. Il a fallu que plusieurs pays ouvrent des enquêtes sur des manipulations visant des banques internationales, et que ces dernières soient condamnées à payer des amendes élevées, pour qu'il prenne conscience de leur importance pour l'économie et des problèmes qui peuvent en découler. Les taux d'intérêt de référence reflètent la situation des marchés monétaires et des capitaux. Ils constituent une importante source d'informations en la matière et sont utilisés dans un grand nombre de produits financiers.



Dewet Moser
Membre suppléant de
la Direction générale,
Banque nationale suisse
(BNS)



Matthias Jüttner
Banque nationale suisse
(BNS)

Le marché monétaire est le segment du marché financier sur lequel se négocient des liquidités pour des durées allant jusqu'à douze mois. Outre les banques commerciales, les intervenants peuvent être des entreprises, des acteurs du secteur public ou la Banque nationale suisse (BNS). Celle-ci met en œuvre sa politique monétaire en influençant le niveau des taux d'intérêt sur ce marché, ce qui a des incidences sur les taux d'intérêt à long terme. Elle met ainsi en place les conditions monétaires que requiert notre économie. La BNS est la seule à pouvoir accroître ou réduire globalement les liquidités sur le marché monétaire. En règle générale, chacun des intervenants sur les marchés financiers présente soit un excédent soit un besoin de liquidités. Les opérations sur le marché monétaire permettent une compensation. On distingue, en matière d'échange de liquidités, deux segments: celui des opérations gagées et celui des opérations en blanc, selon que le financement est garanti ou non.

Comment le Libor est-il devenu le principal taux de référence?

Les opérations en blanc constituent la manière traditionnelle de négocier des liquidités. Elles sont fondées sur la confiance du prêteur en la capacité de l'emprunteur de lui rembourser les liquidités à l'échéance. Le taux d'intérêt du marché monétaire dépend donc de la qualité de l'emprunteur. Jusqu'à la crise financière, les opérations en blanc étaient le principal segment du marché monétaire, car leur traitement est très facile. La croissance des opérations monétaires transfrontières, dans les années quatre-vingt en particulier, favorisa chez les acteurs du marché le besoin de prix de référence généralement reconnus. Londres, place de négoce la plus importante à l'échelle internationale, développa notamment de plus en plus de produits financiers dont le fonctionnement nécessitait des prix de référence. Les banques qui y opèrent décidèrent donc de mettre en place le taux de référence Libor («London Interbank Offered Rate»).

La méthode de calcul du Libor est aussi simple que le segment du marché monétaire auquel il correspond. Des banques prédéfinies regroupées dans un panel indiquent quoti-

diennement, à une heure fixe, à un agent chargé de cette fonction le taux auquel elles pourraient obtenir, sur le marché interbancaire londonien, des crédits à court terme non couverts portant sur des montants usuels, et ce dans différentes monnaies et pour différentes échéances. Après suppression des valeurs les plus élevées et les plus faibles, la moyenne des valeurs résiduelles constitue ce qu'on appelle le «Libor fixing», soit le taux d'intérêt déterminant pour la journée. Il existe des taux Libor pour diverses monnaies et échéances. Rapidement devenu le principal taux d'intérêt de référence, il entre actuellement dans la définition de produits financiers, totalisant un volume estimé à plus de 300 000 milliards d'USD. Il existe un équivalent suisse du Libor en francs: le «Tois fixing», qui, lui aussi, reflète les conditions auxquelles un échantillon de banques peuvent se financer en blanc sur le marché monétaire en francs. Toutefois, ce taux n'est calculé que pour le très court terme (une journée).

Quelles sont les différences entre les opérations gagées et en blanc?

Dans le segment des opérations gagées, le prêteur fournit des liquidités dans le cadre de ce que l'on appelle une pension de titres et reçoit leur contre-valeur en titres. Lors du remboursement, il restitue les titres à l'emprunteur. Du fait de cette garantie, le taux d'intérêt appliqué est plus faible que pour les opérations en blanc. C'est la qualité de la garantie, et non celle de l'emprunteur, qui est déterminante: le taux d'intérêt est inversement proportionnel à la qualité des titres mis en pension. Le marché des pensions de titres en francs a été créé en 1998. Les transactions s'effectuent sur une plateforme de négoce électronique. Le règlement des opérations est entièrement automatisé, tant du côté des liquidités que des titres. Les pensions de titres constituent de la sorte un instrument sûr et efficace pour échanger des liquidités.

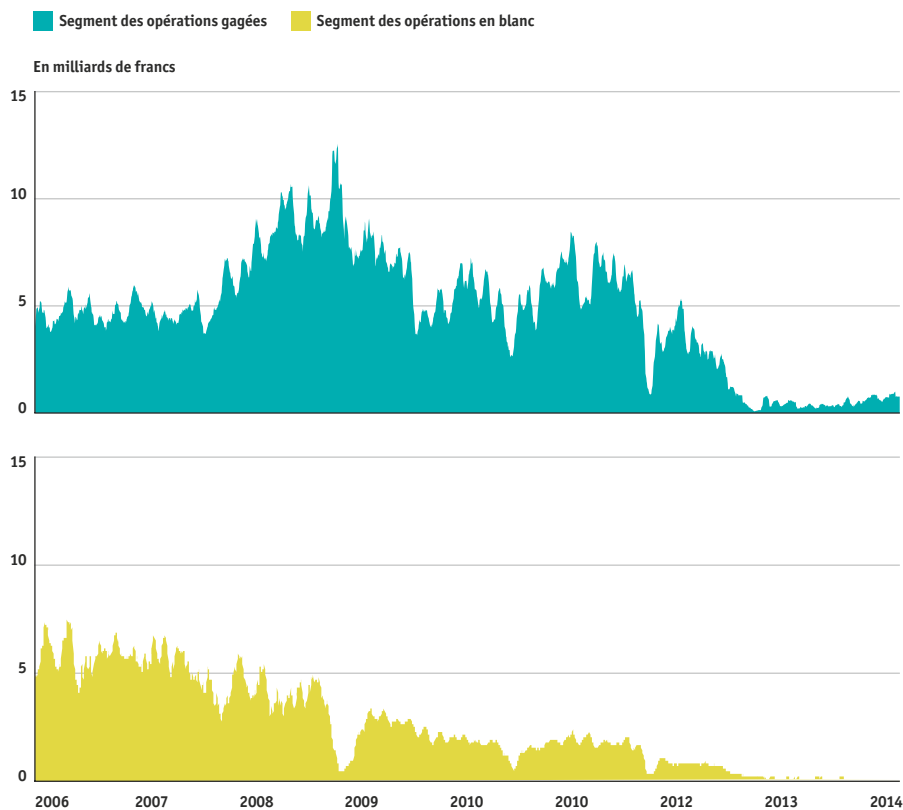
Le graphique 1 représente l'évolution du volume des opérations sur les deux segments du marché monétaire depuis 2006. On peut noter qu'avec la crise financière (à partir de 2008), le financement non garanti a diminué au profit du financement garanti. Durant cette phase, chaque banque avait des doutes sur la

Graphique 1

Volume des transactions sur le marché monétaire en francs, 2006–2014

Moyenne mobile sur trois semaines, volume des opérations au jour le jour.

Segment des opérations en blanc: estimations.



Source: BNS / La Vie économique

solvabilité des autres banques. Cette crise de confiance se traduit également par des taux d'intérêt élevés appliqués aux opérations en blanc sur le marché monétaire. S'il n'y avait pas eu de marché des pensions de titres, le marché monétaire aurait été presque entièrement paralysé. Le très bas niveau des taux d'intérêt à court terme et l'abondance des liquidités dans le secteur bancaire ont entraîné un net recul du volume des opérations sur le marché monétaire ces dernières années.

Dans un premier temps, il n'existait pas de taux d'intérêt de référence pour le segment des opérations gagées. Afin de tenir compte de l'importance croissante du marché des pensions de titres et du fait que le marché avait également besoin de taux de référence sur ce segment, la BNS et la Bourse suisse ont de concert introduit les «Swiss Reference Rates» (SRR) en 2009. Les taux d'intérêt sont calculés pour toutes les échéances d'après les données de négoce sur le marché des pensions de titres. Ils s'appuient sur les opérations réalisées entre participants, mais également sur les soumissions fermes enregistrées dans la plateforme de négoce. À la différence du Libor, pour lequel des banques formant un panel sont inter-

rogées, les taux SRR sont calculés à partir de l'activité enregistrée sur l'ensemble du segment. Les volumes déterminants pour la fixation des taux sont publiés quotidiennement.

Les pensions de titres sont, par ailleurs, devenues un instrument standard de mise en œuvre de la politique monétaire de la Banque nationale. Avant la création d'un marché spécialisé, la BNS recourait principalement aux swaps de change. Pour ses pensions de titres, elle utilise la même plateforme de négoce que les banques commerciales pour leurs opérations gagées sur le marché monétaire en francs.

Pourquoi les taux d'intérêt de référence sont-ils si importants?

Les taux de référence fournissent des informations précieuses relatives à la situation sur le marché monétaire et sur celui des capitaux. Ils sont, en outre, utilisés en tant que prix de référence pour de nombreux instruments financiers.

Leur importance économique est attestée par le très grand nombre de crédits et d'instruments financiers dérivés qu'ils servent à définir: dans de nombreux contrats de crédit, ils constituent ainsi la base de calcul pour le taux des intérêts à verser. Une enquête menée l'année dernière par la BNS confirme que le Libor reste une référence essentielle pour les crédits, notamment hypothécaires: 80% des banques interrogées ont indiqué qu'elles l'utilisaient, directement ou indirectement, pour fixer les conditions auxquelles elles prêtent de l'argent.

Le Libor continue aussi à jouer un rôle important dans la fixation des prix des dérivés sur taux d'intérêt, tels que des swaps de taux d'intérêt. Ces derniers permettent aux opérateurs de se prémunir contre des risques de marché, notamment les fluctuations de taux, en échangeant généralement des flux d'intérêts à taux variable contre des flux d'intérêts à taux fixe: pendant la durée du contrat, l'une des parties paie un intérêt fixé aujourd'hui et perçoit des versements réguliers (par exemple semestriels) calculés en fonction d'un taux de référence. Contrairement à ce qui se passe dans une opération sur le marché monétaire, qu'elle soit gagée ou en blanc, il n'y a pas ici d'échange de liquidités. Le risque de contrepartie est par là même limité. On estime qu'à lui seul, le Libor en francs est utilisé pour des dérivés sur taux d'intérêt portant sur un montant équivalant à quelque 6000 milliards de francs. On utilise également le Tois fixing, qui constitue la base des swaps de taux OIS («overnight indexed swap»). Les contrats OIS sont principalement conclus par des banques commerciales pour se couvrir contre les fluctuations des taux d'intérêt à court terme.

La BNS considère qu'il est important pour elle de disposer de taux d'intérêt de référence qui soient représentatifs. Cela permet en effet une meilleure surveillance, et donc une meilleure gestion du niveau des taux d'intérêt. Comme de nombreuses autres banques centrales, la Banque nationale met en œuvre ses décisions en matière de politique monétaire en influant sur le niveau des taux d'intérêt pratiqués sur le marché monétaire. Pour ce faire, elle fixe, dans ses opérations de politique monétaire, le volume des liquidités et le taux d'intérêt applicable. Les taux d'intérêt de référence jouent également un rôle clé dans la communication de la politique monétaire. Même si le cours plancher défini pour l'euro occupe actuellement le premier plan, le Libor à trois mois reste la référence déterminante pour la gestion des taux sur le marché monétaire. La marge de fluctuation du Libor à trois mois est actuellement de 0-0,25%. Le taux overnight des SRR, ou Saron, est un autre indicateur important des variations des taux sur le marché monétaire. Il permet de calculer la courbe des taux en francs sur le segment des opérations gagées. La fiabilité des taux d'intérêt de référence est donc un élément essentiel pour que le marché financier soit efficace et que l'économie fonctionne de manière satisfaisante.

Le bas niveau des taux d'intérêt et l'abondance des liquidités dans le secteur bancaire ont entraîné un net recul du volume des transactions sur le marché monétaire en francs ces dernières années. Le faible nombre des opérations effectuées sur le marché monétaire, qu'elles soient gagées ou en blanc, rend difficile le calcul de taux d'intérêt de référence représentatifs. En outre, à la suite des manipulations du Libor, les taux de référence se sont retrouvés au centre de l'attention des acteurs du marché, et du public en général.

Des réformes doivent restaurer la confiance

Des projets de réformes ont en conséquence été élaborés, à l'échelle nationale et internationale, afin d'améliorer la crédibilité et l'acceptation des taux de référence existants ou, là où le besoin s'en fait sentir, de faire en sorte que d'autres taux fiables soient mis à disposition. Le Conseil de stabilité financière coordonne les travaux au niveau mondial, à la demande des pays du G20. Y participent, outre des banques centrales et des autorités de surveillance, un groupe international d'opérateurs sur les marchés financiers issus du secteur privé, dont des représentants de la Suisse. Les participants examinent si d'autres taux de référence seraient susceptibles de mieux répondre à long terme aux besoins du marché

et aux exigences des autorités de surveillance. Ils vérifient dans quelle mesure les taux Libor sont conformes aux normes fixées par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV). Il s'agit principalement d'améliorer la transparence, la méthode de calcul et la surveillance des taux d'intérêt de référence, afin de rétablir leur représentativité et de retrouver ainsi la confiance des opérateurs sur les marchés. Abstraction faite de ces démarches sur le plan de la réglementation, les chances de maintien du Libor seront meilleures si un nombre suffisant de banques participent à son établissement et si le marché monétaire qu'il reflète reprend de l'importance grâce à une augmentation du volume des transactions. Quelles seraient les conséquences financières d'une disparition du Libor? Il serait difficile de les chiffrer. Ce qui est certain, c'est que les opérateurs sur les marchés financiers devraient supporter des coûts importants durant la période de transition. Des milliers de contrats de crédit et sur produits dérivés devraient être à nouveau négociés. Le Conseil de stabilité financière présentera vraisemblablement les résultats de ses travaux mi-2014.

Toujours sur le plan international, des efforts sont en cours pour réglementer les taux de référence et d'autres indicateurs importants pour les marchés financiers. À Londres, les taux Libor sont d'ores et déjà soumis à un régime de surveillance. À Bruxelles, une proposition législative réglementant tous les taux de référence utilisés dans l'UE est par ailleurs en cours d'examen. En Suisse également, il y aura probablement lieu de revoir la réglementation dans ce domaine.

La Suisse aborde la question

Sur le plan national, la BNS et l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (Finma) discutent actuellement avec des acteurs des marchés financiers des moyens à mettre en œuvre pour accroître la solidité des taux de référence fixés en Suisse. L'objectif est d'élargir la base des données servant à les calculer et d'améliorer la méthode utilisée. L'accent est mis sur les taux de référence appliqués aux opérations à très court terme en francs, à savoir le Tois fixing et le Saron. Malgré l'activité toujours faible sur le marché monétaire, les opérateurs continuent de recourir à ces taux de référence pour les opérations d'intérêts en francs. Toutefois, le Libor reste le taux le plus important sur les marchés monétaires et des capitaux. L'avenir nous dira s'il conservera longtemps cette position. Les travaux effectués au niveau national et international auront dans tous les cas une importance fondamentale. ■