



Rapport du Conseil fédéral en réponse au postulat 13.3651, sur l'importance, pour le secteur financier suisse, du dollar américain ainsi que du système de paiement et de règle- ment américain

du 12 août 2015

Sommaire

Résumé	3
1. Introduction	4
1.1 Contexte	4
1.2 Structure du rapport	4
2. L'importance du dollar et les solutions de remplacement	5
2.1 Le dollar comme monnaie de référence internationale	5
2.2 Solutions de remplacement	11
2.3 Bilan	13
3. L'importance du système américain de compensation (<i>clearing</i>) et de règlement (<i>settlement</i>) pour le secteur financier suisse	14
3.1 Système américain de compensation et de règlement.....	14
3.2 Système de compensation et de règlement indépendant dans le cadre d'une coopération internationale.....	17
3.3 Bilan	17
4. L'importance des agences de notation américaines pour le secteur financier suisse	18
4.1 Introduction	18
4.2 Le paysage des agences de notation en Suisse	18
4.3 Cadre réglementaire	19
4.4 Cadre non réglementaire	20
4.5 Bilan	20
5. Influence au niveau multilatéral	21
6. Réduction des risques juridiques et de réputation	21
7. Conclusion	22
Glossaire	24
Sources	27

Résumé

Bien qu'on ait prédit maintes fois son déclin en tant que monnaie de référence internationale, le dollar américain (dollar) continue d'occuper une position dominante dans le système économique mondial. La Suisse entretient cependant des liens nettement moins étroits avec le système monétaire américain que bon nombre d'autres pays. Elle est davantage influencée par l'euro, dans le secteur public et, comme monnaie de facturation, dans le secteur privé, du fait de sa proximité géographique et de l'importance de ses liens commerciaux avec la zone euro. On peut donc dire que le système monétaire de la Suisse est placé sous une double influence: celle du dollar et celle de l'euro. Cette structure prévient en soi l'instauration d'une dépendance unilatérale à l'égard du système américain et réduit du même coup les effets négatifs potentiels liés à l'utilisation du dollar par les secteurs public ou privé.

On considère fréquemment comme l'un de ces effets négatifs le fait que la compensation et le règlement (*clearing and settlement*) des opérations effectuées sur le marché financier américain, de même que les paiements en dollars, doivent impérativement être traités, de manière directe ou indirecte, par des infrastructures du marché financier ou par des banques d'affaires aux Etats-Unis. Dans des circonstances normales, cela ne pose pas forcément problème, puisque les acteurs du marché américain ont un intérêt économique à garantir l'accès à ces processus. L'instauration d'un système de compensation et de règlement indépendant, créé avec la collaboration de plusieurs pays, ne changerait rien aux conditions d'accès au processus de compensation et de règlement pour les transactions avec les Etats-Unis. Il ne s'agit du reste pas là d'une particularité du système américain. En effet, un acteur du marché financier américain qui souhaite effectuer des paiements en francs suisses (francs), par exemple, doit lui aussi pouvoir accéder aux processus de compensation et de règlement suisses. La situation peut se compliquer si les partenaires américains mettent un terme aux relations commerciales et qu'il n'est pas possible de préserver à temps, par d'autres moyens, l'accès au système de compensation et de règlement américain.

Le débat sur les éventuels effets négatifs d'une monnaie dominante ne doit pas faire oublier qu'une monnaie de référence présente des avantages non négligeables. Celle-ci réduit par exemple de façon significative les frais de transaction et les incertitudes de change liés à ses utilisations privées, ce qui, entre autres effets, améliore grandement la fluidité du commerce international. Par ailleurs, une monnaie ne devient une monnaie de réserve pour les banques centrales que si un volume élevé va de pair avec un marché des capitaux liquide et bien développé, et avec la stabilité économique et politique de l'émetteur de la monnaie en question. Il est par conséquent généralement admis, indépendamment de la monnaie dominante du moment, que les avantages économiques qu'offre une monnaie de référence internationale génèrent, de façon inhérente, des dépendances à l'égard de son système financier.

L'Histoire montre qu'une monnaie de référence internationale peut conserver un rôle dominant pendant une période relativement longue. Cela dit, un système monétaire doté d'une monnaie de référence est soumis, au fil du temps, à des glissements de pouvoir économiques et politiques. Face à l'accroissement de l'influence internationale de la Chine, il est probable que le renminbi soit amené à jouer un rôle plus important dans le futur, surtout si la Chine s'ouvre d'avantage à la circulation des capitaux et si le recours à sa monnaie augmente encore dans les transactions et les échanges internationaux. Il n'apparaît en revanche pas probable que le renminbi dispute au dollar son rang de monnaie de référence dans un avenir proche. On peut donc s'attendre à ce que la dépendance de toutes les opérations financières internationales à l'égard du dollar et de son marché des capitaux persiste à moyen terme. Cela vaut également pour la Suisse et pour sa place financière, même si la double influence monétaire à laquelle celles-ci sont soumises relativise un peu les choses. Par conséquent, il est important que la Suisse, en collaboration avec d'autres pays touchés par la force du dollar, joue activement de son influence dans les organes multilatéraux concernés par ces questions, afin que les Etats-Unis mènent une politique monétaire responsable et durable. Le Fonds monétaire international (FMI) offre à cet égard la plate-forme

idéale. La Suisse milite par ailleurs, dans les institutions internationales (Comité de Bâle ou Conseil de stabilité financière, par ex.), en faveur d'une réduction du rôle des notations, et donc du rôle des deux ou trois grandes agences de notation américaines, dans les régulations prudentielles et la surveillance des banques et des assurances.

La seule façon d'arriver à une indépendance absolue vis-à-vis des processus de compensation et de règlement américains serait de renoncer aux transactions et aux paiements en dollars. Pour une économie ouverte telle que la Suisse, dotée d'une place financière œuvrant à l'échelle mondiale, une telle stratégie entraînerait forcément des pertes économiques considérables, car les activités en dollars sont directement liées au plus grand marché de capitaux du monde. Les établissements financiers suisses doivent assumer leur part de responsabilités afin de réduire au minimum les risques d'interruption ou de perte brutale de l'accès au système financier américain. Bien que le droit suisse en matière de surveillance et de marchés financiers ne prévoie aucune obligation directe ni explicite de respecter des normes juridiques étrangères, la FINMA exige des établissements financiers suisses qu'ils accordent l'attention nécessaire aux directives étrangères et qu'ils vérifient l'exposition de leurs activités transfrontalières aux risques juridiques et de réputation.

1. Introduction

1.1 Contexte

Le postulat 13.3651 demande au Conseil fédéral d'étudier, dans un rapport, les possibilités de limiter, au besoin en collaboration avec d'autres pays, la forte dépendance de la Suisse par rapport au système financier des Etats-Unis et, notamment, par rapport au processus de compensation et de règlement américain et aux agences de notation. Le Conseil des Etats a adopté le postulat le 23 septembre 2013 et l'a transmis au Conseil fédéral le 27 septembre 2013.

Le présent rapport du Conseil fédéral en réponse au postulat en question a été rédigé en collaboration avec la Banque nationale suisse (BNS). Il répond aux interrogations formulées dans le postulat.

1.2 Structure du rapport

Le rapport montre que la dépendance de la Suisse à l'égard du système financier américain est principalement liée à l'actuel rôle dominant du dollar en tant que monnaie de référence et expose différents moyens de relativiser cette dépendance.

Le *chapitre 2* est consacré au poids du dollar dans l'économie mondiale et à son influence sur l'économie suisse. Il montre que, pour la Suisse, l'euro joue également un rôle très important à côté du dollar, tant dans l'utilisation privée que publique. Notre pays dispose donc de deux monnaies de référence, ce qui relativise sa dépendance à l'égard du système financier américain. Le chapitre s'interroge aussi sur les monnaies susceptibles de remplacer le dollar et évalue les chances de l'euro d'adopter une position plus dominante. Il examine aussi le potentiel de la monnaie chinoise (le renminbi) à cet égard.

Le *chapitre 3* décrit le système de compensation et de règlement des opérations du marché financier américain et montre qu'il est impossible d'effectuer des opérations ou des paiements en dollars sans un accès direct ou indirect au processus de compensation et de règlement américain. Il examine par ailleurs la possibilité d'établir, dans le cadre d'une coopération internationale, un système moins dépendant de ce processus.

Le *chapitre 4* fournit un éclairage plus précis sur le marché des agences de notation, qui est dominé par trois entreprises (deux américaines et une britannico-américaine). Il examine notamment la question de savoir si l'importance des deux agences de notation américaines se

traduit par une dépendance de la place financière suisse à l'égard du système financier américain.

Le *chapitre 5* décrit les moyens dont dispose la Suisse, en collaboration avec d'autres pays dans différents organes multilatéraux, pour contribuer au maintien de la stabilité du système monétaire et à la prévention des crises.

Le *chapitre 6* expose, en se référant à l'expérience faite par les acteurs du marché financier suisses en matière de responsabilité vis-à-vis des risques juridiques et de réputation, un autre moyen de limiter les éventuelles conséquences négatives des liens étroits avec le système financier américain.

Le *chapitre 7* expose les conclusions.

2. L'importance du dollar et les solutions de remplacement

2.1 Le dollar comme monnaie de référence internationale

Dans l'histoire des marchés financiers internationaux, les systèmes dotés d'une monnaie de référence se montrent relativement stables. Cela tient principalement au fait que la domination d'une monnaie de référence internationale est étroitement liée à l'importance économique et politique de son émetteur. Le prix Nobel canadien Robert Mundell a résumé cette particularité en une phrase: «Les grandes puissances ont des monnaies fortes.» Un résumé de l'histoire économique moderne l'illustre parfaitement: au XIX^e siècle, la livre Sterling de la puissance coloniale britannique a supplanté le rijder hollandais, qui était la monnaie dominante depuis le XVII^e siècle. La livre est restée la monnaie de référence jusqu'à la Première guerre mondiale et a fini par céder sa place au dollar après la Seconde guerre mondiale. Pendant la période des taux de change fixes, dans le cadre du système de Bretton Woods qui a perduré jusqu'en 1973, presque tous les pays ont fixé la parité de leur monnaie par rapport au dollar. Le dollar était alors quasiment la seule monnaie d'intervention et de réserve. Depuis l'adoption du régime des changes flottants, le dollar a été affaibli dans sa fonction de monnaie de référence internationale et ce, de façon encore plus marquée à partir du lancement de l'euro en 1999. Ce rappel du passé porte à qualifier le système monétaire international actuel, entre dollar et euro, de bipolaire. Le dollar conserve néanmoins une position dominante et reste, par conséquent, la monnaie de référence internationale.

Le tableau de Krugman permet d'illustrer d'une façon méthodique et plus précise la domination internationale actuelle d'une monnaie. Il relie les trois fonctions traditionnelles de l'argent (moyen de paiement, unité de compte et réserve de valeur) à l'usage international qu'en font le secteur privé et le secteur public. Dans les pages qui suivent, nous établissons, à l'aide de ce tableau, dans quelle mesure la domination du dollar se manifeste sur le plan international, mais aussi par rapport au système financier suisse.

Figure 1: Fonctions d'une monnaie internationale selon le tableau de Krugman

Fonctions d'une monnaie internationale		
	Secteur privé	Secteur public
Moyen de paiement	Monnaie de transaction	Monnaie d'intervention
Unité de compte	Monnaie de facturation	Monnaie de référence
Réserve de valeur	Monnaie de placement	Monnaie de réserve

Source: Krugman, Paul R.: Currencies and Crises

2.1.1 Utilisation du dollar par le secteur privé à l'échelle mondiale et en Suisse

L'utilisation d'une monnaie par le secteur privé transparait dans les opérations effectuées au niveau mondial sur les marchés des biens et des capitaux. A l'échelle de la Suisse, la domination du dollar n'est pas aussi marquée qu'à l'échelle internationale, l'euro occupant une position plus élevée du fait des liens économiques importants et de la proximité géographique de la Suisse avec l'Union européenne (UE).

a) Monnaie de transaction

L'un des indicateurs de la domination du dollar comme monnaie de transaction est le chiffre d'affaires réalisé dans cette monnaie sur le marché international des devises. Selon la Banque des règlements internationaux (BRI), le dollar était toujours, en 2013, la monnaie la plus utilisée et de loin, dans le négoce de devises. De toutes les opérations sur devises effectuées dans le monde en avril 2013, 87 % impliquaient le dollar,¹ contre 33,4 % pour l'euro et 23 % pour le yen, respectivement deuxième et troisième du classement. Le franc arrive sixième, avec une part de 5,2 %. Lorsqu'on analyse les paires de devises négociées, l'USD/EUR domine à 24,1 %, suivi de l'USD/JPY (18,3 %) et de l'USD/GBP (8,8 %). En avril 2013, la paire USD/CHF arrive sixième (3,4 % des échanges).

En Suisse aussi, selon les statistiques de la BNS, le dollar a été, en 2013, la monnaie la plus échangée (84 %), suivi de l'euro (45 %) et du franc (29 %). En termes de paires de devises, le marché suisse est dominé par l'USD/EUR (32 %) suivi de l'USD/CHF (21 %).

b) Monnaie de facturation

Bien qu'il n'existe aucune donnée pertinente indiquant quelle est la monnaie la plus employée dans le commerce international, on peut supposer raisonnablement que ce rôle est joué par le dollar. D'ailleurs, les ventes de pétrole brut et d'autres matières premières importantes comme l'or ou l'argent se facturent en dollars. Il est admis que l'euro, comme sur le marché des devises, occupe dans ce domaine la deuxième position.

L'euro est cependant la première monnaie de facturation dans les échanges internationaux de la Suisse. En septembre 2014, sa part était de 36 % dans l'export (contre 18 % pour le dollar) et de 56 % dans l'import (dollar 12 %). Rien d'étonnant à cela puisque, selon l'Administration fédérale des douanes, l'Allemagne était en 2013 le principal partenaire commercial de la Suisse, loin devant les Etats-Unis, l'Italie, la France et la Chine. Dans l'ensemble, en 2014, 37,6 % des exportations et 50,5 % des importations suisses avaient pour destination ou pour origine la zone euro.

c) Monnaie de placement

Pour évaluer dans quelle mesure le secteur privé utilise une monnaie internationale comme instrument de placement, on peut s'appuyer sur des données relatives au marché des obligations internationales. L'indicateur est un indice du degré d'internationalisation atteint par une monnaie. Selon les statistiques établies par la BRI fin septembre 2014 concernant les obligations internationales en circulation, qui représentent une grande partie de l'endettement international, la part du dollar est de 8,358 milliards, contre 9,020 milliards pour l'euro. L'euro occupe donc une position légèrement plus dominante.

Un moyen d'établir dans quelle mesure le dollar est utilisé en Suisse comme monnaie de placement consiste à examiner la composition des stocks de titres dans les dépôts bancaires. Selon le bulletin mensuel de statistiques économiques de janvier 2015 de la BNS concernant

¹ Car pour chaque transaction impliquant deux devises, le total s'élève à 200 %.

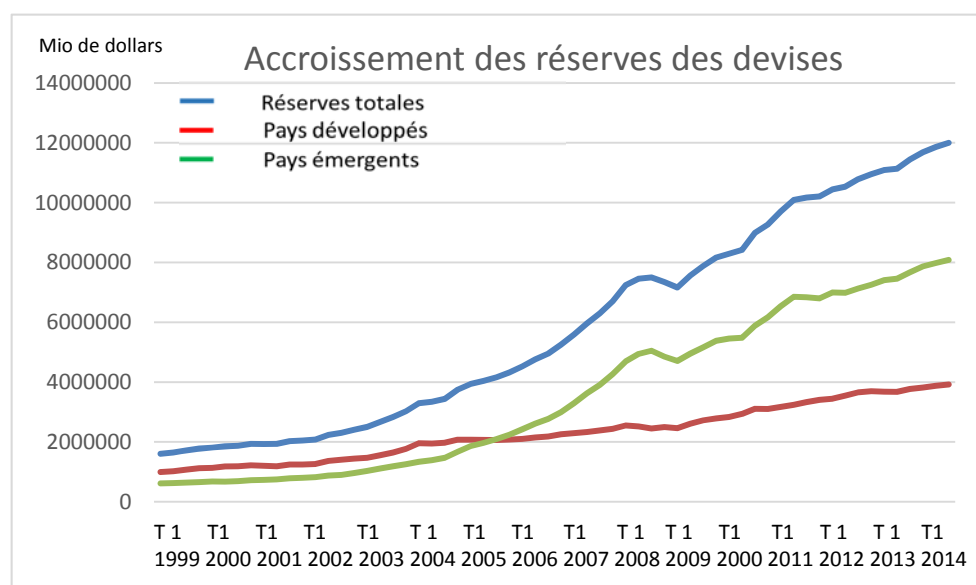
les stocks de titres dans les dépôts des titulaires suisses et étrangers, le franc est sans surprise la monnaie dominante (plus de 50 %), suivi du dollar (environ 24 %) et de l'euro (16 %). La position supérieure du dollar par rapport à l'euro s'explique avant tout par la forte proportion de placements collectifs et d'obligations.²

2.1.2 Utilisation par le secteur public à l'échelle mondiale et en Suisse

a) Monnaie de réserve et d'intervention

L'analyse d'un système monétaire comprend l'examen des réserves de devises des différentes banques centrales. Les réserves de devises (et les réserves monétaires en général) servent à gérer les taux de change, dans une perspective de prévention ou de gestion de crise, par exemple. Au cours des dix dernières années, les réserves mondiales de devises ont plus que triplé, principalement dans les pays émergents (voir graphique 1). Ce phénomène tient notamment au fait qu'au lendemain des crises qui ont frappé l'Asie et l'Amérique latine, l'augmentation des réserves de devises est apparue comme une mesure de prévention efficace. Le couplage de monnaies à un autre régime monétaire a par ailleurs conduit à augmenter les réserves de devises afin d'éviter l'appréciation de la monnaie nationale et de soutenir le taux de change. D'autres facteurs ont pu jouer dans l'accroissement des réserves de devises, comme la stabilisation possible du secteur bancaire, par exemple.³ Cette tendance aux réserves élevées s'est encore renforcée pendant la crise financière et économique, des pays développés y cédant à leur tour, quoique dans une moindre mesure que les pays émergents (la Chine avant tout).

Graphique 1: Accroissement des réserves de devises dans le monde



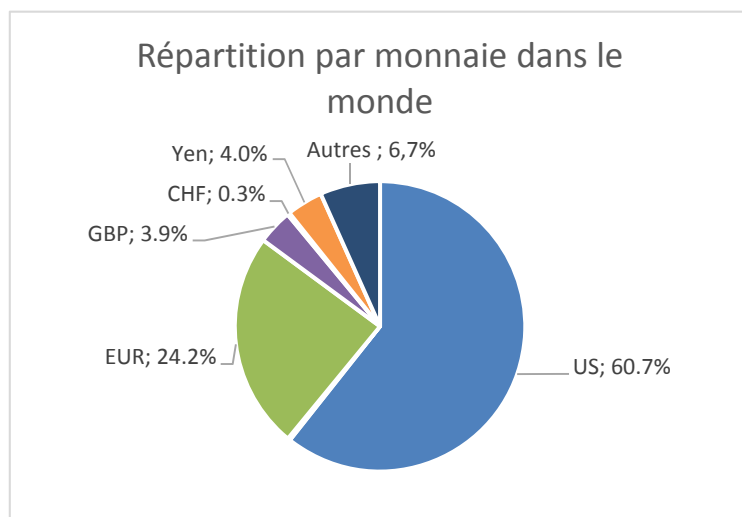
Source: Fonds monétaire international (FMI): Composition en devises des réserves de change officielles, 2^e trimestre 2014

Il est difficile d'indiquer avec précision les monnaies dans lesquelles sont libellées ces réserves de devises. Bien que le FMI publie chaque trimestre des informations agrégées relatives aux réserves des pays membres, qui transmettent ces chiffres sans y être obligés, mais en toute confidentialité, on ne connaît pas l'affectation exacte de ces réserves par monnaie. Le FMI ne fournit de chiffres en la matière que pour 52,6 % de la totalité des réserves. Si l'on observe la répartition des réserves mondiales par monnaie pour la part dont on a connaissance, on voit que le dollar (60,7 %) domine clairement l'euro (24,2 %) (voir graphique 2).

² En ce qui concerne les papiers monétaires et les produits structurés, le dollar devance également l'euro, avec un volume toutefois nettement plus modeste.

³ Parmi les scénarios envisageables, on peut imaginer ici une sortie de fonds du pays.

Graphique 2: Répartition des réserves de devises mondiales selon la monnaie



Source: Fonds monétaire international (FMI): Composition en devises des réserves de change officielles, 2^e trimestre 2014

La répartition des réserves en devises entre dollar et euro est à peu près la même dans les pays industrialisés que dans les pays émergents, ce qui s'explique par les objectifs des banques centrales en matière de gestion de ces réserves.

Sur la base des recherches menées en la matière, les économistes proposent un grand nombre de critères devant être remplis pour qu'une monnaie puisse être qualifiée de monnaie de réserve. En simplifiant, on peut retenir deux conditions :⁴

- 1) La confiance et la sécurité, qui sont fondées sur la stabilité politique et économique d'un pays ou d'une union monétaire. L'application par la Banque centrale d'une politique crédible et le degré d'indépendance de l'institution par rapport aux influences étatiques (politiques) sont également générateurs de confiance.
- 2) Un marché des capitaux mûr (bien développé) et liquide, et une monnaie librement convertible. Mûr signifie que la vente d'un produit financier n'entraînera aucune modification significative des prix. Liquide signifie ici que le produit financier détenu par l'investisseur se vendra rapidement. Le système financier américain remplit également ce critère, du fait qu'il dispose, d'une part, du marché des capitaux le plus vaste, c'est-à-dire le plus «profond» et le plus «large»⁵ du monde, et de l'autre, d'une monnaie fluctuant librement (Free Floating).

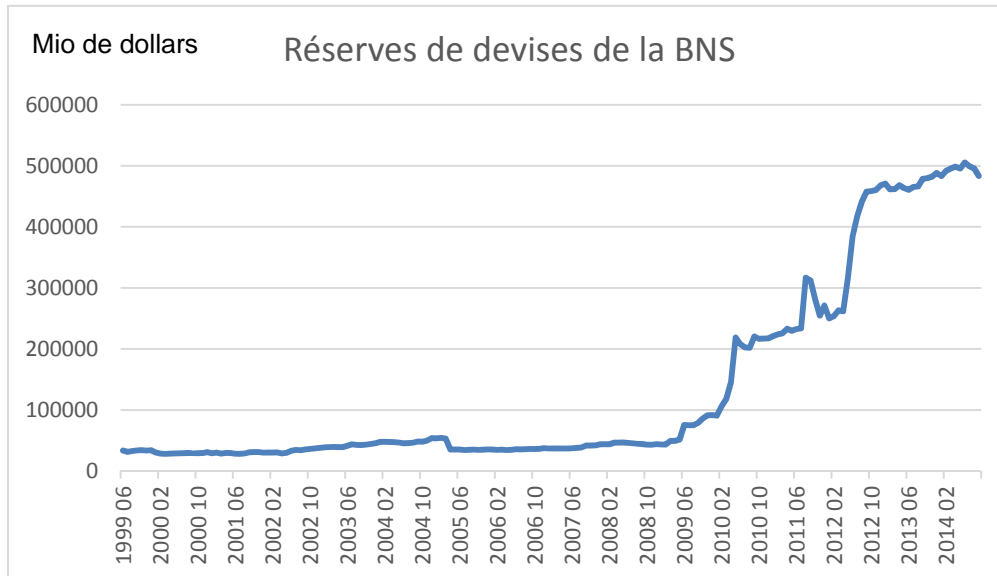
A l'échelle mondiale, les réserves de devises sont clairement dominées par le dollar dans l'actuel contexte monétaire bipolaire.

Dans le bilan de la BNS, les réserves de devises ont également connu ces dernières années une forte croissance. Cette évolution tient essentiellement aux interventions de la BNS sur le marché des devises entre septembre 2011 et janvier 2015 dans le but de maintenir à 1,20 le taux plancher du franc par rapport à l'euro (voir graphique 3).

⁴ La quête économique du rendement constitue un objectif secondaire dans la gestion des réserves par les banques centrales.

⁵ L'adjectif «large» se réfère ici à la présence de différents produits de placement (à court terme et à long terme, par ex.) et à l'existence d'un marché secondaire liquide, qui fournit les liquidités. L'adjectif «profond» renvoie à une taille suffisante pour pouvoir satisfaire la demande mondiale et absorber les chocs.

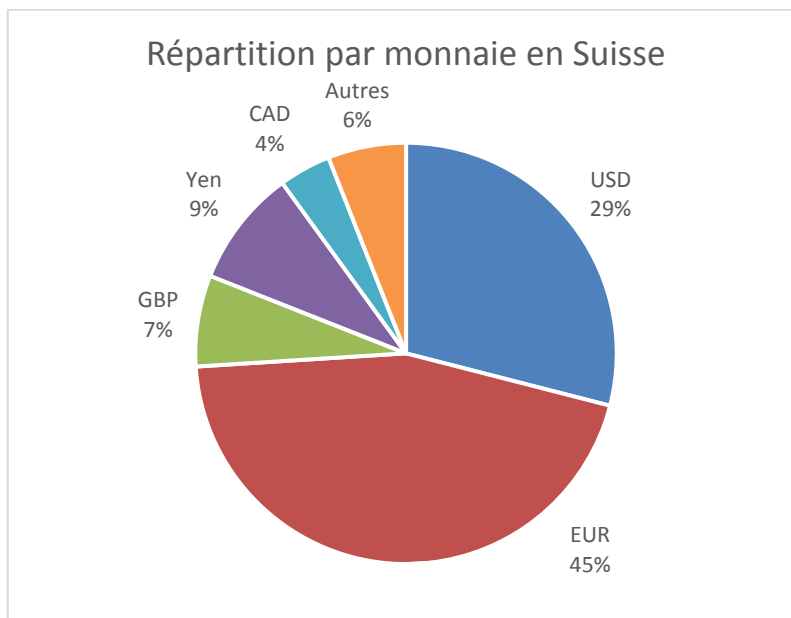
Graphique 3: Augmentation des réserves de devises en Suisse



Source: Banque nationale suisse (BNS): Réserves monétaires de la Suisse, Bulletin mensuel de statistiques économiques, novembre 2014

La composition des réserves de devises de la Suisse est différente de celle pratiquée dans le reste du monde. Elle privilégie l'euro (45 % à la fin du 4^e trimestre 2014) par rapport au dollar (29 %, voir graphique 4). C'était déjà le cas en 2000, à peine un an après le lancement de la monnaie unique européenne. Cette importance de l'euro comme monnaie de réserve a encore augmenté après l'instauration du taux plancher. Il faudra attendre un certain temps pour connaître l'évolution des réserves en euros maintenant que ce plancher a été supprimé.

Graphique 4: Répartition des réserves de devises suisses selon la monnaie



Source: Banque nationale suisse (BNS): Réserves de devises et de titres en francs (fin du 3^e trimestre 2014)

b) Point d'ancrage pour les cours de change

Une autre fonction importante du dollar est son rôle d'ancrage, qui contribue à son importance dans les échanges publics. Concrètement, en dehors des Etats-Unis, d'autres pays peuvent être affectés à ce bloc monétaire étant donné qu'ils arrivent leur monnaie nationale au dollar ou l'utilisent en tant qu'instrument de paiement légal (c'est notamment le cas de l'Equateur et du Panama). De nombreux pays exportateurs de pétrole maintiennent un flottement contrôlé, voire établissent des liens de change fixe avec le dollar. Le FMI indique qu'en 2011, le bloc dollar était au total composé de 63 Etats et territoires. Bien que ce chiffre ne s'écarte que légèrement de celui concernant le bloc euro (59 Etats et territoires), les calculs de la Deutsche Bundesbank indiquent que la valeur ajoutée agrégée du bloc dollar était alors supérieure à concurrence d'un tiers, voire de la moitié en termes de parité de pouvoir d'achat.⁶

Bien qu'au lendemain de l'abandon du taux plancher, la BNS ne s'oriente plus vers une valeur de référence par rapport à l'euro, ce dernier continue de receler une grande importance économique en raison des échanges commerciaux importants entre la Suisse et la zone euro. Comme nous l'avons démontré plus haut, concernant la Suisse, on peut parler d'un système monétaire dual – avec un rôle prééminent du dollar et de l'euro.

2.1.3 Répercussions de la dépendance au dollar

Parmi les répercussions d'une dépendance au dollar comme monnaie de référence, il se peut que les décisions de politique monétaire de l'émetteur de la monnaie de référence, qui influencent également les décisions en matière de taux d'intérêt et le cours de change, servent tout d'abord à des priorités nationales. La Banque centrale américaine (FED) a déclaré publiquement qu'elle tenait compte de l'effet de change dans sa stratégie de politique monétaire. Or, un conflit d'intérêts avec les autres pays intéressés à une monnaie de référence stable peut apparaître en particulier dans le cas où une politique monétaire accommodante entraîne une dévaluation rapide du dollar.

La dépendance n'est pas uniquement liée à la politique monétaire des Etats-Unis, mais également aux banques centrales, qui présentent d'importantes réserves de dollars. Cela concerne en particulier les banques centrales asiatiques, qui ont considérablement augmenté leurs réserves de dollars ces dernières années. Des interventions sur le marché des changes, notamment une vente des stocks de devises américaines, pourraient entraîner une plongée du dollar, ce qui risquerait de provoquer une hausse des taux aux Etats-Unis, qui, à son tour, pourrait se répercuter sur les marchés mondiaux des capitaux. Or, un tel comportement est improbable car il ne joue pas en faveur des acteurs du marché. La fragilité du dollar affaiblirait non seulement les exportateurs asiatiques mais également le stock de réserves en dollar (converti dans la monnaie locale concernée).

L'utilisation d'une monnaie de référence présente cependant de solides avantages. C'est notamment un moyen de réduire les coûts des transactions et l'instabilité des cours de change. En outre, les facteurs (volume de dollars élevé, envergure politique et économique des Etats-Unis et puissance du marché des capitaux) qui définissent la dépendance au système américain constituent précisément les conditions requises pour que le dollar soit considéré comme monnaie de référence.

⁶ La valeur ajoutée du bloc dollar était encore sensiblement plus élevée ces dernières années car, dans le sillage de la réévaluation du renminbi par rapport au dollar, la monnaie chinoise n'est plus classifiée comme régime de taux fixe par rapport au dollar.

2.2 Solutions de remplacement

2.2.1 Potentiel de l'euro

Depuis son introduction en 1999, l'euro occupe une place importante dans le système monétaire mondial. Toutefois, comme le montrent les analyses des chapitres 2.1 et suivant, le dollar américain reste la monnaie prépondérante à l'échelle mondiale. En Suisse, la prépondérance du dollar n'est pas aussi marquée et l'euro joue un rôle relativement plus important en raison de la proximité géographique.

a) Utilisation privée de l'euro dans le monde et en Suisse

A l'échelle mondiale, la plupart des transactions internationales sont effectuées en dollar. En Suisse également, le dollar est la monnaie la plus échangée dans les transactions de change. Le billet vert est également la principale monnaie utilisée comme monnaie de facturation à l'échelle mondiale. En Suisse néanmoins, c'est l'euro qui sert de monnaie de facturation principale en raison de l'interdépendance économique avec l'Union européenne. Concernant la fonction de placement, sur la base des stocks de titres dans les dépôts bancaires, il semble qu'en Suisse, l'euro occupe la troisième position après le franc suisse et le dollar (voir les analyses détaillées au paragraphe 2.1).

b) Utilisation publique de l'euro dans le monde et en Suisse

Le dollar joue assurément le rôle principal dans l'utilisation publique des réserves de change. La Suisse présente cependant un autre tableau: depuis l'an 2000, les réserves de la BNS sont dominées par l'euro. De plus, depuis l'abandon du taux plancher de l'euro, le rattachement à une monnaie a disparu en Suisse (voir les analyses détaillées au paragraphe 2.1).

Depuis son introduction en 1999, l'euro occupe certes une place importante dans le système monétaire mondial mais, depuis l'émergence de la crise de l'euro en 2010, il a cédé du terrain par rapport au dollar. A titre d'exemple, la part de l'euro dans les transactions monétaires mondiales est passée de 39 % en 2010 à 33 % en 2013 tandis que la part du dollar a augmenté de 85 % à 87 % sur la même période.

Diverses circonstances institutionnelles, structurelles et politiques dans la zone euro expliquent pourquoi l'euro n'a jusqu'à présent pas réussi à s'établir en tant que monnaie de référence mondiale. Premièrement, l'approche des problèmes économiques et financiers dans la zone euro dépend systématiquement de la collaboration des gouvernements nationaux. Toutefois, une coopération fructueuse ne va pas de soi et il faut un certain temps pour trouver un compromis. Cette situation accentue les incertitudes sur les marchés et remet en question le caractère approprié de l'euro en tant que monnaie d'ancrage mondiale stable. Les difficultés rencontrées par certains pays de la zone euro liées à des décisions de politique intérieure prises par le passé viennent accentuer le déséquilibre. Pourtant, le renforcement substantiel de l'architecture européenne visant à prévenir et à maîtriser les crises pourrait contribuer à augmenter la coordination et la rapidité d'une prise de décision. Ces mesures incluent notamment la mise en place de l'union bancaire dotée d'une surveillance unique des plus importants établissements bancaires par la Banque centrale européenne (BCE) ainsi que son traitement au niveau européen assuré par le Mécanisme de résolution unique (MRU). De plus, l'instauration du Mécanisme européen de stabilité (MES) a permis de fonder une institution qui met de l'argent à disposition des Etats en situation financière difficile à l'aune de critères homogènes, contribuant ainsi à la stabilité de l'euro. A long terme, de telles institutions pourraient déployer un effet positif sur la confiance des participants au marché des capitaux dans l'euro. La réforme du pacte de stabilité et de croissance, qui est désormais entrée en vigueur, pourrait également y contribuer, visant notamment à durcir les sanctions imposées en cas de non-respect du déficit et à compléter le pacte par des procédures contre les déséquilibres macroéconomiques.

Deuxièmement, la structure fragmentée du marché européen empêche les emprunts d'Etat d'atteindre un volume et une liquidité qui sont comparables avec ceux du marché obligataire américain. Dans l'impossibilité d'aboutir à un consensus sur le concept de l'euro-obligation, les pays de la zone euro continuent à émettre leurs emprunts de manière autonome. On estime que le volume du marché des emprunts d'Etat allemands représente seulement un quart du volume des emprunts du Trésor américain (Eichengreen, 2011). Les investisseurs pourraient naturellement investir dans des emprunts d'Etat d'autres pays de la zone euro. Toutefois, la qualité des emprunts varie considérablement entre les pays de la zone. De par leur mandat, de nombreux investisseurs institutionnels doivent cependant s'en tenir aux catégories d'emprunts sûres.

2.2.2 Potentiel du renminbi

La question de savoir si la monnaie chinoise – renminbi (RMB) ou yuan (CNY) – se hissera au rang des grandes monnaies internationales, mérite une réponse nuancée. Il semble logique d'évaluer le potentiel du RMB sur la base des considérations suivantes (en référence au tableau 1):

- le rôle du RMB en tant que monnaie d'échange et de transaction internationale.
- Le rôle du RMB en tant que monnaie de réserve pour des banques centrales étrangères.
- L'étendue de la libéralisation de la balance des capitaux.

a) Monnaie de transaction

D'après l'Organisation mondiale du commerce (OMC), la part de la Chine dans le volume des échanges mondiaux est passée de quelque 4 % au tournant du siècle à plus de 10 % aujourd'hui. Début 2013, la Chine a remplacé les Etats-Unis en tant que première puissance commerciale au monde. La portée du RMB en tant que monnaie d'échange et de transaction mondiale continue de présenter un net déséquilibre par rapport à la position de la Chine en tant que première puissance commerciale. En revanche, le RMB gagne rapidement du terrain dans les échanges transfrontaliers. En 2010, la part du volume des échanges extérieurs chinois traité en RMB s'inscrivait à 2,2 % tandis qu'en 2014 la presse l'évaluait à environ 20 %. De surcroît, en janvier 2015, d'après SWIFT, le RMB comptait parmi les cinq monnaies de paiement les plus utilisées, avec une part de 2,17 % des paiements internationaux.⁷

b) Monnaie de réserve

Malgré cette montée en puissance rapide dans l'utilisation privée, une évaluation du potentiel du RMB dans le contexte public est encore sujette à controverse. Le RMB doit encore franchir une série d'obstacles avant de se positionner comme monnaie de réserve internationale. Surtout, la Chine devrait accorder aux investisseurs internationaux la liberté d'investissement sur ses marchés monétaire et obligataire, ainsi que la possibilité de retraits en tout temps. Aux contrôles de circulation des capitaux en place, s'ajoutent des points faibles concernant la maturité des marchés financiers chinois. Le système financier chinois est très largement dominé par les banques publiques. Le repli réglementaire du système bancaire chinois limite considérablement la concurrence au sein du secteur financier ainsi que le développement des marchés financiers.

Par ailleurs, il n'a pas été possible de concilier une politique monétaire indépendante, une circulation libre des capitaux et un régime de cours de change fixe. Il semble peu probable que le gouvernement chinois parvienne à réaliser en profondeur les réformes nécessaires dans un délai raisonnable. La levée des contrôles de circulation des capitaux sans libération du cours de change recèle une série de risques, notamment que le cours de change ne

⁷ 1. USD 44,64 %; 2. EUR 28,3 %; 3. GPP 7,92 %; 4. JPY: 2,69 %.

puisse pas remplir son rôle de soupape, compliquant ainsi la gestion de la croissance et de l'inflation.

Malgré les lacunes citées, les banques centrales sont de plus en plus nombreuses à détenir le RMB comme monnaie de réserve même s'il s'agit de petites quantités, essentiellement détenues pour des raisons stratégiques. La BNS dispose également d'une part d'investissement de 15 milliards de RMB sur le marché interbancaire chinois.

c) Libéralisation de la balance des capitaux

Ces dernières années, le gouvernement chinois a assoupli les contrôles de circulation des capitaux, en procédant par étapes et avec prudence. Par exemple, il a encouragé les flux financiers sortant de Chine des grandes entreprises et des investisseurs institutionnels, afin de contrecarrer la pression à la hausse persistante sur le RMB. En même temps, les possibilités offertes aux investisseurs étrangers ont été étendues par l'ouverture des marchés financiers chinois obtenue par le biais de divers programmes d'investissement. Ce type de mesures entraîne une suppression progressive et sélective des contrôles de circulation des capitaux. Toutefois, une libéralisation totale de la balance des capitaux, pour les individus en particulier, n'est pas prévisible pour l'instant.

Le gouvernement chinois devrait encore s'en tenir à cette procédure progressive pour tout d'abord tester de nouvelles mesures de libéralisation dans des zones pilotes, et ensuite les étendre à tout le pays. Grâce à cette marge de manœuvre, il peut éviter les entrées et sorties de liquidités indésirables. Simultanément, le développement du marché offshore aide à compenser la convertibilité limitée du RMB et à promouvoir son utilisation en dehors de Chine.

En particulier, des places financières ont été instaurées pour servir de plateformes offshore en dehors de Chine. La Suisse est également en passe de s'établir comme plateforme RMB en Europe. Ces plateformes constituent en quelque sorte le lien entre les objectifs du gouvernement chinois visant à mettre en avant l'utilisation internationale du RMB tout en respectant les restrictions existantes concernant la circulation des capitaux.

2.3 Bilan

Le dollar reste la monnaie de référence prépondérante à l'échelle mondiale. En Suisse également, la monnaie américaine exerce une grande influence sur un plan tant privé que public. Aucune économie et en aucun cas des pays dotés d'une importante place financière internationale ne peuvent échapper au dollar en tant que monnaie de référence, rattachée au plus grand marché mondial de capitaux. Il n'est donc pas étonnant que le dollar domine également les transactions monétaires en Suisse, en particulier pour les opérations de change. Cependant, la Suisse affiche une dépendance au dollar moindre en comparaison internationale étant donné qu'en plus du dollar, l'euro joue également un rôle important dans l'utilisation publique et privée. Vu l'interdépendance avec le commerce extérieur et la proximité géographique, l'euro revêt une plus grande importance que le dollar dans l'utilisation publique, ce qui était déjà le cas avant l'introduction du taux plancher de l'euro. Concernant la facturation dans l'usage privé, la part du dollar est également inférieure à celle de l'euro. Dans ce contexte, on peut parler d'une orientation monétaire duale en Suisse. Cette diversification à elle seule implique d'emblée une atténuation efficiente et effective d'une possible dépendance au système financier américain.

D'un point de vue historique, un modèle de monnaie de référence peut avoir une durée de vie relativement longue. Cependant, sur la durée, ce modèle est soumis à des changements, qui sont par exemple liés à de nouveaux rapports de force économiques et politiques. Vu ces circonstances, il est tout à fait possible qu'à l'avenir, le RMB joue un rôle plus important dans les relations économiques internationales. Etant donné que la Chine d'aujourd'hui ne répond pas aux deux caractéristiques fondamentales d'une monnaie de référence mondiale (balance

des capitaux libéralisée et politique de change flexible), le débat sur la montée du RMB semble quelque peu prématuré. De plus, la Chine dispose d'un marché des capitaux peu développé. En revanche, l'euro semble avoir le potentiel pour renforcer sa position de monnaie de référence. Pourtant, les défis structurels et les incertitudes qui caractérisent actuellement l'évolution de la zone euro rendent peu vraisemblable une suppression imminente du dollar dans son rôle de monnaie de référence.

3. L'importance du système américain de compensation (*clearing*) et de règlement (*settlement*) pour le secteur financier suisse

3.1 Système américain de compensation et de règlement

La compensation et le règlement des opérations du marché financier américain et du trafic des paiements en dollar se déroulent toujours par le biais direct ou indirect des infrastructures du marché financier ou de banques d'affaires aux Etats-Unis. Qu'elles effectuent des opérations sur les marchés financiers américains ou qu'elles exécutent des paiements en dollar pour le compte de clients, les banques suisses doivent bénéficier d'un accès direct ou indirect aux processus de compensation et de règlement aux Etats-Unis.

3.1.1 Aperçu des principaux processus de compensation et de règlement américains

La conclusion des opérations du marché financier se déroule en bourse ou hors bourse (OTC). Le terme générique «compensation et règlement» inclut toutes les prestations qui sont fournies pour la compensation (*clearing*) et le règlement (*settlement*) après la conclusion de l'opération.⁸

Souvent (mais pas toujours), la compensation des opérations des marchés financiers se déroule par le biais de contreparties centrales, qui se chargent des obligations revenant aux parties à la transaction et en garantissent l'exécution dans les délais. Le règlement (c.-à-d. l'exécution) des opérations des marchés financiers est effectué par le biais de systèmes de paiement et de systèmes de règlement des opérations sur titres du dépositaire central. Outre les infrastructures des marchés financiers (systèmes de paiement, contreparties centrales, dépositaire central), de nombreuses banques fournissent également des prestations de compensation et de règlement. Les banques qui proposent des services de trafic des paiements pour d'autres banques et intermédiaires financiers sont également appelées «banques correspondantes». Les *banques dépositaires* désignent les banques qui fournissent des prestations liées au dépôt et au traitement de titres pour d'autres banques et intermédiaires financiers.⁹

Dans leur structure générale, les processus de compensation et de règlement varient peu d'un pays à l'autre.¹⁰ Les processus décrits ci-après se concentrent sur les opérations sur les marchés financiers en dollar et sur les paiements de gros montants en dollar; le règlement du trafic interne des paiements de masse en dollar n'est pas abordé.

⁸ Les définitions concernant la terminologie utilisée ici figurent également dans l'Ordonnance de la Banque nationale (OBN) ainsi que dans le projet de la loi sur l'infrastructure des marchés financiers (LIMF) et dans son message.

⁹ Outre la compensation et le règlement, il existe, en particulier pour les opérations sur dérivés, une série d'autres processus de post-négociation, notamment l'enregistrement des données commerciales dans les référentiels centraux ou la compression de portefeuille.

¹⁰ Les «red books» de la BRI englobent, d'une part, une description des infrastructures des marchés financiers actifs à l'international et, de l'autre, une description détaillée des processus nationaux de compensation et de règlement des pays du G20 et de la Suisse.

3.1.1.1 Systèmes de paiement

Le Fedwire Funds Service (Fedwire) est le principal système de paiement aux Etats-Unis. Deux autres systèmes de paiement de gros montants existent pour le règlement des paiements en dollar: le Clearing House Interbank Payment System (CHIPS) et le National Settlement Service (NSS). Par ailleurs, le système de paiement à devises multiples domicilié aux Etats-Unis, le Continuous Linked Settlement (CLS), joue un rôle important dans le traitement des opérations de change en dollar.¹¹

Le règlement des paiements de gros montants en dollar dans la monnaie de banque centrale est effectué par le biais de Fedwire, qui est exploité par la banque centrale des Etats-Unis, la Réserve fédérale américaine. Fedwire permet aux opérateurs de notamment régler le côté financier de diverses opérations du marché financier en dollar. La mise à disposition de la liquidité nécessaire pour le règlement des paiements se déroule par l'accès à un compte auprès de la Réserve fédérale. Les acteurs du marché financier qui n'ont pas accès à un compte auprès de cette dernière (par ex. des banques situées en dehors des Etats-Unis) recourent aux prestations d'une banque correspondante américaine.

CHIPS est un système de paiement privé qui règle différents paiements de gros montants. Pour le règlement par le biais de CHIPS, les opérateurs doivent transférer des liquidités de leur compte Fedwire sur le compte Fedwire de CHIPS. La participation au système CHIPS nécessite donc l'adhésion à Fedwire.

NSS, exploité par la Réserve fédérale, est essentiellement utilisé pour le règlement de paiements qui ont été facturés de manière multilatérale par les chambres de compensation informatisées (CCI) ou d'autres établissements de compensation et de règlement. Là aussi, les participants à NSS doivent disposer d'un compte auprès de la Réserve fédérale pour la fourniture de liquidités.

CLS est un système de paiements à monnaies multiples par lequel des opérations de change en 17 monnaies (dont le dollar et le franc suisse) sont réglées conformément au principe du paiement contre paiement. Pour pouvoir régler leurs opérations de change par le biais de CLS, les membres de CLS doivent alimenter leurs comptes CLS de la liquidité nécessaire par le biais des systèmes nationaux de paiement de gros montants. La liquidité en dollar est mise à disposition par Fedwire. Les participants à CLS qui ne sont pas directement connectés à Fedwire doivent faire appel à une banque correspondante aux Etats-Unis qui bénéficie de l'accès à Fedwire. La Réserve fédérale est chargée de surveiller ces systèmes de paiement.

3.1.1.2 Contreparties centrales

On trouve aux Etats-Unis plusieurs contreparties centrales importantes. Trois contreparties centrales sont réunies sous l'égide du Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC): la National Securities Clearing Corporation (NSCC) permet aux participants de compenser en priorité les opérations liées aux actions et aux obligations d'entreprises américaines. La Fixed Income Clearing Corporation (FICC)/Government Securities Division (GSD) permet la compensation d'obligations souveraines américaines et d'emprunts d'agences gouvernementales, et des opérations repo basées sur ces emprunts. La FICC/Mortgage Backed Securities Division permet quant à elle la compensation des titres adossés à des créances hypothécaires (Mortgage-Backed Securities, MBS) d'agences étatiques.

Autres contreparties centrales aux Etats-Unis: l'Options Clearing Corporation (OCC), spécialisée dans les dérivés d'actions et de matières premières négociés en bourse, le CME Clea-

¹¹ D'après la BRI (2008), le système CLS a traité une part considérable du négoce de devises mondial.

ring, qui se charge de la compensation d'une gamme étendue de dérivés négociés sur différentes bourses américaines, ainsi que l'ICE Clear Credit LLC, spécialisé principalement dans le décompte de *credit default swaps*.

La surveillance de ces contreparties centrales incombe (en fonction des instruments financiers concernés) soit à la Securities Exchange Commission (SEC), soit à la Commodity Futures Trading Commission (CFTC).

3.1.1.3 Dépositaires centraux ou systèmes de règlement des opérations sur titres

Les Etats-Unis disposent de deux principaux dépositaires centraux, ou systèmes de règlement des opérations sur titres. Fedwire Securities Services agit en tant que dépositaire central et système de règlement pour les emprunts d'Etat, les emprunts d'agences étatiques et d'organisations internationales. Fedwire Securities Services est géré par la Réserve fédérale et règle le côté monétaire en monnaie de banque centrale. Depository Trust Company (DTC), filiale de DTCC, agit en tant que dépositaire central et système de règlement pour tous les autres titres tels que les actions, les obligations et les instruments du marché monétaire. La surveillance des Fedwire Securities Services incombe à la Réserve fédérale et le DTCC est soumis à la surveillance de la SEC.

Plusieurs banques commerciales américaines font office de banques correspondantes et de banques dépositaires pour le dollar. Elles fournissent une gamme étendue de prestations de compensation et de règlement pour d'autres opérateurs du marché financier américains, mais aussi pour des opérateurs du marché financier situés en dehors des Etats-Unis. Les principaux acteurs dans ces domaines d'activité sont la Bank of New York Mellon (BNYM) et JPMorgan Chase Bank (JPMC). Leur importance est principalement imputable au rôle central qu'elles jouent sur le marché «repo» en dollar, pour lequel les deux agissent à titre d'agents tripartites pratiquement exclusifs.¹² De plus, BNYM et JPMC sont des agents tripartites de poids en Europe.

3.1.2 Accès aux processus de compensation et de règlement américains pour les opérateurs suisses des marchés financiers

L'accès aux processus de compensation et de règlement américains peut être direct ou indirect. Une connexion directe est possible si l'opérateur du marché financier suisse dispose d'une filiale aux Etats-Unis, laquelle peut participer directement aux infrastructures du marché financier (Fedwire par ex.). Néanmoins seule une petite minorité des intervenants sur les marchés financiers suisses peut envisager cette option.

La connexion indirecte est nettement plus fréquente. L'intervenant suisse sur les marchés financiers utilise les services de banques correspondantes et de banques dépositaires américaines, qui sont elles-mêmes connectées aux processus de compensation et de règlement américains. Ici, l'intervenant suisse sur les marchés financiers a le choix: soit entamer une relation d'affaires directe avec une banque correspondante ou un dépositaire américains, soit impliquer une autre banque à titre d'intermédiaire. Par exemple, un intervenant suisse sur les marchés financiers peut utiliser une grande banque helvétique (voire une autre banque située en dehors des Etats-Unis), qui dispose soit d'une filiale aux Etats-Unis soit d'une banque correspondante aux Etats-Unis. Même dans ce cas, il est nécessaire d'obtenir l'accès aux processus de compensation et de règlement américains appropriés.

¹² Un agent tripartite organise la collatéralisation et sert d'agent de règlement pour le marché «repo» tripartite.

3.2 Système de compensation et de règlement indépendant dans le cadre d'une coopération internationale

Le marché international de la compensation et du règlement sert à compenser les transactions internationales sur les marchés financiers. Ces services sont principalement fournis par deux entreprises européennes: Euroclear Bank S.A., qui fait partie du Groupe Euroclear (Euroclear Bank) dont le siège est à Bruxelles, et Clearstream International SA (Clearstream), qui fait partie de la holding Clearstream dont le siège est au Luxembourg. D'après les mesures de Standard & Poor's sur la base des actifs des clients (environ 24 200 milliards d'euros en 2013), Euroclear Bank propose le plus grand système de compensation et de règlement pour les transactions financières internationales et comptait, d'après la BRI, 1300 participants (principalement des courtiers, dépositaires, banques, banques centrales) de 80 pays. Euroclear Bank est sous la surveillance de la Banque nationale de Belgique et détient une licence bancaire belge. Clearstream, qui traite moitié moins d'actifs de clients qu'Euroclear Bank (environ 12 100 milliards d'euros en 2013) compte, d'après la BRI, 2500 clients dans plus de 110 pays. Elle est soumise à la surveillance de la Banque centrale du Luxembourg et détient la licence bancaire luxembourgeoise.

Comme décrit plus haut, l'accès au système de compensation et de règlement américain nécessite une porte d'entrée sous forme de participant au marché financier américain qui adhère au système de compensation et de règlement américain. Cependant, pour établir ce contact, les entreprises doivent être titulaires d'une «attestation de comptes de correspondance pour les banques étrangères» (Certification regarding Correspondent Accounts for Foreign Banks), conformément aux exigences de l'USA Patriot Act. La fondation d'une chambre de compensation de droit public pour les paiements en dollar ou le négoce de titres américains en Suisse, ou avec le concours de partenaires européens, ne peut rien changer à cette situation. En effet, tous les paiements en dollar et les opérations sur titres américains doivent être finalement réglés par le biais d'un système américain.

3.3 Bilan

Sans l'accès aux processus de compensation et de règlement américains, il est impossible pour les participants aux marchés financiers de compenser ou de régler leurs opérations ou paiements en dollar. La seule alternative pour limiter la dépendance au système financier américain consisterait à renoncer entièrement aux opérations sur le marché financier en dollar et aux paiements en dollar. Pour des raisons de politique commerciale cependant, il est sans doute indispensable pour de nombreux participants suisses aux marchés financiers de disposer d'un accès aux processus de compensation et de règlement américains, et de maintenir cet accès.

En principe, la dépendance qui en découle ne pose pas de problèmes. Il en va en effet de l'intérêt des banques correspondantes et des dépositaires américains d'octroyer aux opérateurs financiers étrangers l'accès aux processus de compensation et de règlement américains, autorisant ainsi l'accès au système financier américain. Or, cette dépendance devient critique si les partenaires commerciaux américains résilient la relation d'affaires et qu'il n'est pas possible d'assurer autrement l'accès en temps opportun.

De plus, la dépendance aux processus de compensation et de règlement américains n'est pas propre au système financier des Etats-Unis mais elle concerne également d'autres systèmes financiers. Un acteur du marché financier suisse, qui veut par exemple effectuer des opérations financières en euro ou en yen, doit également avoir accès aux processus de compensation et de règlement appropriés aux opérations sur le marché financier en euro ou en yen. La situation est la même pour un acteur du marché financier étranger, des Etats-Unis par exemple, qui veut effectuer des paiements en franc suisse: il doit disposer d'un accès aux processus de compensation et de règlement suisses (par ex. les paiements doivent être effectués par le biais d'une banque correspondante suisse qui a accès au système Swiss

Interbank Clearing [SIC]). Ce qui caractérise le système financier américain, c'est que les Etats-Unis abritent les marchés monétaires et des capitaux les plus importants et le dollar est la première devise mondiale (voir chapitre 2.1). Pour un acteur du marché financier suisse, la décision de renoncer aux opérations financières en dollar et aux paiements en dollar serait bien plus radicale que renoncer aux opérations financières et aux paiements dans d'autres monnaies.

Même la création d'une chambre internationale de compensation et de règlement de droit public n'entraîne pas un système qui soit capable d'exécuter des transactions en dollar sans contact avec une institution américaine.

4. L'importance des agences de notation américaines pour le secteur financier suisse

4.1 Introduction

Une agence de notation est un organisme qui assigne des notes de crédit évaluant la capacité d'un emprunteur (principalement des entités publiques et des entreprises privées) de rembourser sa dette et la probabilité de défaut. Ces notes sont généralement considérées comme des opinions. Trois principales agences de notation, Standard & Poor's Ratings Services (Etats-Unis), Moody's Investors Service (Etats-Unis) et Fitch Ratings (US et Grande-Bretagne) dominent largement le secteur au niveau mondial. L'agence chinoise Dagong Global Credit Rating Corporation a été créée en 1994¹³. L'Union Européenne a récemment étudié la création d'une agence européenne de notation. Avec la crise économique globale, les agences de notation se sont vues reprocher à la fois leurs évaluations trop positives de produits structurés de dette (obligations adossées à des actifs, marché des subprimes) et d'entreprises (Lehman Brothers), leurs évaluations trop négatives des obligations de certains Etats, leurs conflits d'intérêts potentiels, ainsi que le caractère oligopolistique du secteur. De nombreux Etats du G20 ont mis en place des dispositifs nationaux d'enregistrement et de surveillance des agences de notation; la Suisse n'en a pas mis en place dans la mesure où aucune agence internationale n'a de siège en Suisse.

4.2 Le paysage des agences de notation en Suisse

Comme aucune agence étrangère n'a établi de siège en Suisse étant donné la taille du marché suisse, la surveillance de Fitch Ratings et S&P sur les entités suisses s'effectue depuis Francfort, tandis que celle de Moody's et de DBRS est effectuée à partir de Londres. Dans l'ensemble, la plupart des entreprises commerciales et des entités infranationales suisses ne sont pas notées par des agences de notation internationales. Les seules qui le sont, le sont pour le motif important qu'elles souhaitent avoir accès aux marchés de capitaux internationaux, comme par exemple le canton de Genève et ses communes, Nestlé, et certaines banques (y compris les banques cantonales). De manière contrastée, Alpiq, Givaudan et d'autres grands fleurons de l'industrie suisse ne sont pas notés, car ils se financent typiquement par le marché du capital en Suisse. Une des raisons profondes de la faible couverture de l'industrie suisse par les agences de notation internationales est que les niveaux et fréquence des émissions sont plutôt faibles ce qui ne justifie pas le recours à des agences de notation. La situation est similaire dans la plupart des pays européens. De plus, jusqu'à présent la demande de la part des banques, assurances, caisses de pension etc. pour ces émissions a été très importante. Le marché est donc tiré par la demande.

¹³ Elle note surtout des entités chinoises, et seulement six entreprises internationales. Elle peut donc difficilement aider à la diversification de la notation pour des portefeuilles typiques d'assurances, de banques, de caisses de pensions ou de fonds suisses.

4.3 Cadre réglementaire

L'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA) a reconnu¹⁴ les trois principales agences internationales Fitch Ratings, Moody's Investors Services et Standard and Poor's Ratings Services, ainsi que DBRS (Canada) et fedafin AG (Suisse)¹⁵.

La reconnaissance des agences de notation par la FINMA est un prérequis du comité de Bâle pour l'utilisation de notes de crédit émises par des institutions qui sont externes aux banques et aux assurances, dans le cadre de la régulation prudentielle par les assujettis à la surveillance de la FINMA (banques, négociants en valeurs mobilières, entreprises d'assurance). Il s'agit d'offrir principalement aux banques et aux sociétés d'assurance, qui sont toutes deux sous le régime prudentiel de Bâle en ce qui concerne le risque de crédit, les conditions cadres à savoir le droit d'utiliser les notations externes dans le contexte des approches standardisées pour le calcul des fonds propres requis (Bâle III et SST). Les nouvelles règles sur la liquidité des banques Bâle III font jouer un rôle non-négligeable aux notations externes dans le contexte de la détermination des marges de sécurité exigées. Le comité de Bâle estime que les agences reconnues dans le contexte des fonds propres conviennent également dans le cadre de la liquidité; ainsi les agences qui sont reconnues pour les fonds propres le sont aussi dans le contexte du traitement de la liquidité et ce si elles produisent des notations d'instruments (et pas uniquement de contrepartie).

La FINMA suit les recommandations du code de conduite établi par l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV) qui développe plutôt l'aspect de la bonne gouvernance des agences dans l'optique du fonctionnement des conditions cadre de marché. En tant que membre de l'OICV et du Conseil de stabilité financière, la Suisse suit les discussions internationales en matière de réglementation et de surveillance des agences de notation. Elle suit aussi activement les travaux du Comité de Bâle en ce qui concerne la révision de l'approche standard pour le risque de crédit et la titrisation.

Pour être reconnue, une agence de notation doit remplir des exigences d'objectivité, d'indépendance, de transparence, d'information du public, de ressources suffisantes et de crédibilité. Pour ce qui est de l'indépendance, l'agence de notation et ses méthodes de notation doivent être indépendantes et ne subir aucune pression politique ou économique susceptible d'influencer la notation. En particulier, les agences de notation doivent s'assurer de l'absence de relations de nature économique (notamment par le biais de participations financières ou de prêts) constituant un conflit d'intérêt avec les entités qu'elles notent.

La FINMA ne garantit pas l'exactitude ni la fiabilité d'une note particulière émise par une agence de notation qu'elle reconnaît, même si la reconnaissance implique que, en moyenne, la FINMA pense que les notes et l'agence offrent les garanties suffisantes pour l'utilisation prudentielle au vu des critères du Comité de Bâle et de l'IOSCO concernant la gouvernance. Une agence de notation peut se voir retirer la reconnaissance dès lors qu'elle ne remplit plus les exigences requises soit en matière de notation ou en matière de gouvernance.

Les assujettis à la surveillance de la FINMA sont néanmoins invités à adopter une attitude critique et à limiter leur dépendance envers les notes de crédit pour toute agence de notation reconnue ou non. Indépendamment de l'utilisation de notes de crédit, il incombe aux assu-

¹⁴ FINMA: publication des agences de notation reconnues.

¹⁵ fedafin – Federalism and Finance AG est une agence de notation établie à Saint-Gall qui évalue des collectivités publiques, cantons, entreprises publiques ainsi que des entreprises dont les obligations s'échangent à la bourse suisse. La FINMA n'a reconnu fedafin que pour les notes émises relativement aux entités infranationales suisses (cantons, villes et communes). Les notes de fedafin sont des notes de contrepartie et non des notes d'émetteur ou d'instrument.

jettis eux-mêmes de définir de manière adéquate leurs risques (risques de crédit, de placement, de marché, etc.) et de les évaluer, de les limiter et de les contrôler de manière autonome.

4.4 Cadre non réglementaire

Il faut noter que si l'utilisation de notation est faite à des fins non prudentielles, comme par exemple des fins informatives ou dans le cadre de la gestion des risques, il n'est pas nécessaire pour les assujettis d'avoir recours à une agence de notation reconnue par la FINMA. De plus une agence qui souhaite s'établir en Suisse et dont les utilisateurs ne souhaitent pas utiliser les notes pour fins prudentielles n'a pas besoin de s'enregistrer auprès de la FINMA. En ce sens, la Suisse n'a pas de processus de surveillance des agences autrement qu'à des fins strictement prudentielles.

4.5 Bilan

La dépendance du secteur financier suisse par rapport aux agences de notation internationales peut être qualifiée de moyenne et en cela ne se distingue pas des autres pays européens développés ainsi que les revues du comité de Bâle l'ont montré. Il faut ainsi distinguer le contexte réglementaire et le contexte non réglementaire.

- Dans le contexte réglementaire (fonds propres), la dépendance est relativement modeste au regard des comportements d'octroi de crédit des banques. En effet la majorité des banques suisses prêtent au secteur industriel suisse et aux particuliers. Le recours aux notations des agences internationales est minimal dans la mesure où aucune agence de notation internationale reconnue par la FINMA ne note de manière large le type de contrepartie auxquelles ces banques prêtent.¹⁶
- Les notations des grandes agences jouent un rôle significatif dans le processus d'investissement des banques et des acteurs institutionnels (assurances, caisses de pensions, fonds) dans la mesure où les émissions obligataires suisses ne suffisent pas à satisfaire à la demande groupée de ces derniers.
- Du point de vue du marché financier suisse stricto sensu, dans la mesure où seule une petite partie des obligations suisses est évaluée par les agences de notation américaines ou internationales, l'effet de dépendance est encore une fois restreint. La raison est que les entreprises moyennes (PMEs) suisses ont le plus souvent bien réussi à se financer sur le marché suisse directement, soit grâce à l'intermédiation bancaire soit par petites émissions obligataires.
- Les agences de notation sises à l'étranger doivent en principe répondre aux mêmes exigences que les agences de notation sises en Suisse.
- La note excellente de la Confédération suisse reflétée par toutes les agences de notation semble montrer qu'une entité publique ou privée qui se comporte de manière solide est reconnue comme telle.

De manière générale, la Suisse rejette l'idée d'un soutien financier étatique pour les agences de notation ou de la création d'une agence publique de notation. Des agences de notation influencées par des motivations politiques manqueraient aux exigences d'indépendance et de crédibilité, en particulier pour la notation des obligations d'Etat. De plus, créer une agence de notation publique nécessite des connaissances techniques, des capacités et probablement une taille de marché suffisante. Il faudrait aussi se pencher sur les conséquences légales d'une note émise par un organisme public. Par contre, la Suisse voit d'un bon œil la création de nouvelles agences de notation, ce qui contribue à accroître la concurrence dans

¹⁶ Ordonnance sur les fonds propres (OFR; RS 952.03).

le secteur et à renforcer la qualité des notations. Le succès d'une nouvelle agence de notation dépend principalement de son acceptation par les acteurs économiques ainsi que de son objectivité, son indépendance, sa transparence, ses ressources et sa crédibilité.

L'adhésion au Conseil de stabilité financière et à des comités qui fixent les normes, comme le Comité de Bâle, offre la possibilité de participer.

5. Influence au niveau multilatéral

Outre l'influence exercée au plan technique dans le cadre du Conseil de stabilité financière et du Comité de Bâle, la Suisse a la possibilité de faire valoir ses intérêts économiques et financiers au sein du FMI. Depuis sa fondation en 1945, le FMI est chargé à titre d'organe permanent de promouvoir la coopération internationale dans le domaine de la politique monétaire et d'être disponible en tant que dispositif pour la consultation et la coopération relatives aux problèmes monétaires. Un aspect fondamental de son mandat consiste à promouvoir la stabilité des monnaies, à maintenir l'équilibre des relations monétaires entre les membres et à éviter les dévaluations monétaires pour des raisons de concurrence.

Le FMI assume ces tâches, en particulier grâce à son activité de surveillance. L'examen régulier des perspectives économiques mondiales a pour but de contribuer au maintien de la stabilité du système monétaire et à la prévention des crises. Les principales analyses du FMI comprennent la publication semestrielle des Perspectives de l'économie mondiale (*World Economic Outlook*), le Rapport sur la stabilité financière dans le monde (*Global Financial Stability Report*), évaluant les marchés financiers et leurs perspectives, et le Moniteur des finances publiques (*Fiscal Monitor*), qui contient une analyse de la politique budgétaires des pays. A travers leur orientation globale, ces produits clés de la surveillance multilatérale permettent de considérer de manière holistique les interactions et les dépendances entre les pays. D'autres analyses, comme les rapports consacrés aux effets de débordement «spillovers», permettent d'analyser en détail les répercussions sur d'autres pays des décisions de politique économique prises par les économies nationales d'importance systémique tout en mettant les risques en exergue. La considération multilatérale est complétée par des examens nationaux réguliers de tous les Etats membres et par des examens du secteur financier menés en particulier pour de grandes places financières.

En tant qu'organisation regroupant des membres répartis dans le monde entier, le FMI permet une coopération englobante portant sur toutes les questions monétaires et financières internationales importantes. Les analyses menées par l'état-major du FMI sont examinées jusqu'au niveau ministériel le plus élevé et encouragent un échange permanent entre les pays. En outre, les Etats membres exercent une importante fonction de contrôle sur les services du FMI et sur sa direction. Au sein du FMI, les instances essentielles de la surveillance, y compris sur les questions monétaires, sont le Comité monétaire et financier international (CMFI) et le Conseil d'administration du FMI, où la Suisse est représentée. Disposant d'un siège dans les deux comités, la Suisse peut communiquer son point de vue concernant les affaires financières et monétaires à l'échelle internationale. Par son engagement actif dans les discussions au sein du FMI, la Suisse contribue aux ajustements et à l'optimisation permanente des instruments monétaires en place. Elle est aussi étroitement impliquée dans l'amélioration des activités de surveillance du FMI.

6. Réduction des risques juridiques et de réputation

Une dépendance au système financier américain devient problématique si un établissement perd l'accès à ce système, ce qui peut notamment arriver suite à une infraction aux normes juridiques locales. Pour minimiser ce risque, les entreprises financières suisses doivent elles-mêmes respecter certaines règles. Bien que le droit suisse des marchés financiers et de

surveillance ne prévoit aucune obligation de respect directe ou explicite des normes juridiques étrangères, les établissements financiers suisses sont tenus d'accorder l'attention nécessaire aux dispositions étrangères.

Dans son document de position du 22 octobre 2010, la FINMA explique que les prestataires de services financiers exerçant des activités transfrontalières doivent dûment déterminer, limiter et contrôler tous les risques inhérents à leur activité, c.-à-d. également les risques juridiques et de réputation qui sont justifiés dans l'activité à l'étranger.¹⁷ Cette gestion du risque fait partie de l'exigence de la garantie d'une activité irréprochable. La FINMA exige donc que les assujettis soumettent leurs opérations financières transfrontalières à une analyse approfondie du cadre juridique et de l'environnement et qu'ils procèdent à une révision en cas de changement du cadre juridique ou des circonstances. Il faut donc, sur cette base, donner des instructions correspondantes aux collaborateurs concernant les comportements propres aux pays et veiller à leur application. La responsabilité à cet égard incombe aux prestataires de services financiers, c.-à-d. qu'ils doivent acquérir ou acheter les connaissances techniques spécifiques aux pays en fonction des activités exercées. Le droit de surveillance suisse ordonne de manière indirecte, dans le cadre de l'obligation de mener une gestion du risque efficace, la prise en compte de toutes les dispositions applicables au champ d'activité des établissements financiers. Cela signifie en particulier l'obligation d'acquérir les connaissances des dispositions juridiques en vigueur dans les pays cibles et de suivre les développements juridiques.

7. Conclusion

Le Conseil fédéral estime que, comparé à de nombreux autres pays, le système financier suisse présente une interdépendance moindre avec le dollar en tant que monnaie de référence mondiale. Cette situation est principalement imputable à l'interdépendance élevée concernant le commerce extérieur avec la zone euro, créant un système monétaire dual avec un rôle prédominant du dollar et de l'euro. Toutefois, la plupart des établissements financiers suisses dépendent de transactions au sein du marché financier américain, et avec celui-ci. Dans le monde entier, tout acteur du secteur financier, au même titre que tout établissement financier suisse, doit directement ou indirectement compenser ou régler les opérations financières américaines et les paiements en dollar, par le biais d'infrastructures du marché financier ou de banques d'affaires aux Etats-Unis. Renoncer totalement aux opérations en dollar ou aux paiements en dollar, et ainsi s'isoler du système financier américain, n'est pas réaliste en raison des handicaps économiques massifs qui en découleraient. Il est donc important que la Suisse, avec le concours d'autres pays qui se trouvent dans une situation semblable, fasse clairement valoir ses intérêts pour une monnaie stable, des relations monétaires ordonnées et l'accès aux infrastructures des marchés financiers étrangers, dans le cadre des instances multilatérales (par ex. le FMI, le Conseil de stabilité financière ou le Comité de Bâle). Une autre possibilité de limiter les éventuelles conséquences négatives dues au lien étroit avec le système financier américain relève de la propre responsabilité des intervenants suisses sur les marchés financiers. Cela comprend aussi une diversification appropriée des engagements en devises. S'agissant des risques juridiques et de réputation qui peuvent découler d'une activité à l'étranger, les prestataires de services financiers sont tenus, dans le cadre de la surveillance, de respecter les dispositions juridiques locales, d'évaluer et de limiter les risques éventuels. Il revient donc à chaque établissement financier de procéder à une évaluation appropriée du risque des problèmes que pourrait entraîner une activité accrue à l'étranger, avec les interactions techniques et juridiques inhérentes.

¹⁷ Les bases juridiques figurent principalement à l'art. 3, al. 2, let. a et c, LB, l'art. 3f LB, l'art. 9, al. 2 et 4, OB, l'art. 14a OB ainsi que dans la circulaire 08/24 de la FINMA «Surveillance et contrôle interne – banques» et la circulaire 08/21 de la FINMA «Risques opérationnels – banques».

Le Conseil fédéral est d'avis que la Suisse a adopté la position adéquate concernant l'importance du dollar américain et du système de paiement et de règlement américain. Il ne juge donc pas nécessaire de prendre d'autres mesures à cet égard.

Glossaire

Banque dépositaire

Banques qui fournissent des prestations liées au dépôt et au traitement de titres pour d'autres banques et intermédiaires financiers.

Compensation (*clearing*)

Processus qui, avant le règlement d'un paiement ou d'une opération sur titres, comprend la transmission, le contrôle, la confirmation et, le cas échéant, le *netting* d'engagements réciproques et la détermination de la position finale.

Conseil de stabilité financière (CSF)

Comité international central dans le domaine de la stabilité des marchés financiers. En janvier 2013, le CSF s'est constitué en tant qu'association selon le droit suisse. Son siège est situé à Bâle auprès de la Banque des règlements internationaux. Ses tâches principales incluent notamment la coordination des travaux internationaux dans le domaine de la stabilité financière et de la réglementation des marchés financiers. Outre les Etats du G20, le CSF compte pour membres Hong Kong, Singapour, les Pays-Bas, l'Espagne et la Suisse. De plus, les principaux organismes de normalisation et organisations internationales y sont représentés.

Continuous Linked Settlement (CLS)

Système international de règlement des opérations de change.

Contrepartie centrale

Institution qui joue, sur un marché, le rôle d'intermédiaire entre les parties à la transaction, en se substituant au vendeur vis-à-vis de l'acheteur et à l'acheteur vis-à-vis du vendeur. La contrepartie centrale est responsable de la gestion des contrats et de leur exécution. Elle assume notamment le risque de contrepartie, à savoir le risque qu'une partie n'honore pas ses engagements contractuels. Si une partie fait faillite, la contrepartie centrale doit disposer de suffisamment de ressources et de liquidités pour pouvoir couvrir d'éventuelles pertes et s'acquitter des obligations de paiement ou de livraison.

Cours plancher

Seuil fixé par la BNS, au-dessous duquel le cours de change d'une monnaie ne doit pas passer. Du 6 septembre 2011 au 15 janvier 2015, un cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro était applicable. En d'autres termes, la BNS ne laissait pas le cours de change passer sous le seuil de 1,20 franc pour 1 euro. La BNS a fait prévaloir ce cours avec toute la détermination requise et était prête, à cette fin, à acheter des devises en quantité illimitée (intervention sur le marché des changes). Le cours plancher avait pour but d'endiguer la menace qui pesait sur l'économie suisse du fait de la surévaluation extrême du franc, mais aussi le risque de développements déflationnistes (déflation) qui en découlait; il visait en outre à garantir des conditions monétaires appropriées à l'économie suisse. Compte tenu des développements sur le plan international, la BNS a aboli le cours plancher le 15 janvier 2015.

Devises

Créances portant sur des sommes d'argent libellées en monnaies étrangères et payables à l'étranger. Il s'agit notamment d'avoirs à vue et à terme ou de chèques libellés en monnaies étrangères.

Fonds monétaire international (FMI)

Le FMI et la Banque mondiale sont des institutions de Bretton Woods. Le FMI a été fondé en 1945 dans le but de promouvoir la coopération internationale dans le domaine de la politique monétaire et de favoriser une croissance harmonieuse du commerce mondial. Aujourd'hui, pratiquement tous les Etats en sont membres. Une tâche importante du FMI consiste à surveiller la politique économique des Etats membres, dans le cadre des consultations au titre de l'article IV. De plus, le FMI accorde des crédits aux pays confrontés à des difficultés de balance des paiements. Le FMI apporte son soutien aux pays pauvres dans le cadre du fonds fiduciaire pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance (fonds fiduciaire RPC). Dans des situations de crise exceptionnelles, le FMI bénéficie du financement par quotes-parts, mais il dispose également des Accords généraux d'emprunt (AGE) et des Nouveaux accords d'emprunt (NAE). Le FMI fournit également une aide technique. La Suisse est membre du FMI depuis 1992 et dirige un groupe de vote.

Intervention sur le marché des changes

Mesure dans le cadre de laquelle une banque centrale achète ou vend sa monnaie nationale au comptant ou à terme contre une ou plusieurs monnaies étrangères dans le but de raffermir ou d'affaiblir sa propre monnaie.

Mécanisme européen de stabilité (MES)

Le MES est un établissement de financement de l'Union européenne dont le siège est au Luxembourg. Il est entré en vigueur le 27 septembre 2012. Le MES fait partie du dispositif de sauvetage de l'euro et remplace le Fonds européen de stabilité financière (FESF).

Mécanisme de surveillance unique (MSU)

Le MSU fait partie de l'Union bancaire. L'objectif est de garantir une résolution ordonnée des banques défaillantes, en réduisant au minimum la charge qui pourrait retomber sur les contribuables et l'économie réelle.

Monnaie de facturation

Monnaie dans laquelle un exportateur établit la facture des biens d'exportation livrés par lui-même ou dans laquelle un importateur doit régler les biens acquis.

Monnaie de placement

Monnaie dans laquelle un investisseur détient son argent.

Monnaie de référence

Monnaie utilisée au sein d'un système monétaire international comme moyen de paiement international, fonds de réserve et monnaie de placement internationale.

Monnaie de réserve (détention de)

Désigne en règle générale une monnaie utilisée par les banques centrales pour leurs réserves de monnaie.

Monnaie de transaction

Monnaie qui sert aux transactions internationales de capitaux et de marchandises de grande ampleur.

Négoce de gré à gré (ou hors bourse; over the counter, OTC)

Ensemble des opérations sur instruments financiers qui ne sont pas conclues en bourse. De nombreux produits dérivés sont négociés hors bourse, sur les marchés des dérivés de gré à gré. En raison de leur forte interdépendance à l'échelle internationale ainsi que de l'importance du volume des opérations et des risques de défaillance, les marchés des dérivés de gré à gré peuvent représenter une menace pour la stabilité du système financier. Le G20 et le Conseil de stabilité financière (CSF) ont donc adopté des recommandations en vue de renforcer la transparence, l'intégrité et la stabilité de ces marchés. Ils préconisent notamment de passer par des contreparties centrales pour la compensation des dérivés de gré à gré standardisés.

Netting

Action de ramener, avec l'accord des contreparties ou des participants à un système de paiement, leurs positions ou obligations mutuelles à un solde unique. Le netting permet de réduire le nombre de positions ou d'obligations individuelles.

Règlement (*settlement*)

Exécution d'un ordre de paiement ou de livraison. Autrement dit, on entend par règlement le virement d'un montant ou le transfert des titres d'une banque émettrice à une banque bénéficiaire

Réserves de devises

Placements d'une banque centrale en monnaies étrangères détenus auprès d'autres banques centrales, revêtant la forme d'obligations, d'actions ou d'avoirs étrangers, auprès d'autres banques centrales.

Rôle d'ancrage

Outre l'émetteur d'une monnaie, d'autres pays peuvent être affectés à ce bloc monétaire étant donné que ces derniers arriment leur monnaie nationale, voire l'utilisent en tant qu'instrument de paiement légal.

Système de Bretton Woods

En été 1944, des représentants de 45 pays se sont réunis aux Etats-Unis, à Bretton Woods, une petite localité de l'Etat du New Hampshire, à l'occasion de la Conférence monétaire et financière de l'Organisation des Nations Unies. La conférence de Bretton Woods a conduit à la fondation du Fonds monétaire international (FMI) et de la Banque mondiale en 1945. La Suisse est membre des institutions de Bretton Woods depuis 1992.

Union bancaire

L'Union bancaire désigne la transmission de compétences nationales à des institutions centrales décidée en mai 2014, à savoir l'établissement de directives et de règles communes et uniformes dans le domaine de la surveillance et de l'assainissement ou le traitement d'institutions de crédit au sein de l'Union européenne ou de la zone euro.

Sources

Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA): Circulaire 2012, Agences de notation, 2014.

Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers (FINMA): Position de la FINMA à propos des risques juridiques et de réputation dans le cadre des activités financières transfrontières, 2010.

Avenir Suisse: Document de travail, Zentralbanker als Zauberlehrlinge, Zum Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik, 2013.

Banque des règlements internationaux (BRI): Committee on Payments and Market Infrastructures, CPMI Progress in reducing foreign exchange settlement risk, 2008.

Banque des règlements internationaux (BRI): Committee on Payments and Market Infrastructures, Red Book Volume 1, 2011.

Banque des règlements internationaux (BRI): Committee on Payments and Market Infrastructures, Red Book Volume 2, 2012.

Banque des règlements internationaux (BRI): International debt securities for Q3 2014, 2014.

Banque des règlements internationaux (BRI): Triennial Central Bank Survey, Foreign Exchange turnover in April 2013: Preliminary global Results, Monetary and Economic Department, 2013.

Banque nationale suisse (BNS): Bulletin mensuel de statistiques économiques, janvier 2015.

Banque nationale suisse (BNS): Bulletin mensuel de statistiques économiques, novembre 2014.

Banque nationale suisse (BNS): Volume des opérations sur les marchés des changes et des produits dérivés, Enquête triennale de la BRI: résultats pour la Suisse, 2013.

Chatham House: Briefing paper, The Connecting Dots of China's Renminbi Strategy: London and Hong Kong, septembre 2012.

http://www.chathamhouse.org/sites/files/chathamhouse/public/Research/International%20Economics/0912bp_subacchi_huang.pdf

CNBC: Yuan trade settlement to grow by 50% in 2014: Deutsche Bank, décembre 2013.

<http://www.cnbc.com/id/101263663>

Deutsche Bundesbank: rapport mensuel de juillet 2012, Der Euro als Ankerwährung und als Kern eines Währungsblockes, 2012.

Eichengreen Barry: Exorbitant Privilege – The Rise and Fall of the Dollar, Oxford University Press Trade, 2011.

Eurasisches Magazin: Chinas währungspolitische Offensive, décembre 2009.

<http://www.eurasischesmagazin.de/artikel/Chinas-waehrungspolitische-Offensive/20100110>

Fond monétaire international (FMI): Currency Composition of official foreign exchange reserves, deuxième trimestre 2014.

Fond monétaire international (FMI): Fiche technique, La Riposte du FMI à la crise économique mondiale, 2014.

Goldberg Linda S.: Is the International Role of the Dollar Changing?, Federal Reserve Bank of New York, Current Issues in Economics and Finance, Volume 16, n°1, 2010.

Goldberg Linda, Tille Cédric: Macroeconomic interdependence and the international role of the dollar, Journal of Monetary Economics, Volume 56, n°7, 2009.

KfW Research: Die Diskussion um den US-Dollar als international Leit- und Reservewährung, 2001.

Krugman Paul R.: Currencies and Crises, The MIT Press Cambridge, 1997.

Loader David: Clearing, Settlement and Custody, Butterworth-Heinemann, 2014.

Loi fédérale sur les infrastructures des marchés financiers et le comportement sur le marché en matière de négociation de titres et de dérivés – Projet, 2014.

McCauley Robert, Chan Tracy: Les variations de change déterminent la composition des réserves, rapport trimestriel BRI, décembre 2014.

Ordonnance relative à la loi fédérale sur la Banque nationale suisse, 2004.

<http://www.admin.ch/opc/de/classified-compilation/20040259/index.htm>

Organisation mondiale du commerce (OMC): Economic Research and Statistics Division, Use of Currencies in International Trade: Any Changes in the Picture? 2012.

Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV-IOSCO): Code of conduct fundamentals for credit rating agencies, 2008.

Prasad Eswar S.: The Dollar Trap: How the U.S. Dollar Tightened Its Grip on Global Finance, Princeton, University Press, 2014.

Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO), Direction de la politique économique: Tendances conjoncturelles, Faiblesse du dollar – quelques explications et effets sur la conjoncture suisse, 2004.

Standard and Poor's Rating Services: RatingDirect – Euroclear Bank S.A., 2014.

SWIFT: Product Services RMD, janvier 2015.

http://www.swift.com/assets/swift_com/documents/products_services/RMB_January_2015_SDC_final.pdf