

Conférence de presse

Zurich, le 16 décembre 2004

Remarques introductives de Philipp Hildebrand

1. Evolution sur les marchés financiers internationaux

Sur les marchés, l'année qui s'achève a été marquée principalement par deux mouvements opposés: d'une part, la baisse très nette du dollar des Etats-Unis et, d'autre part, la hausse sensible du prix du pétrole. Les mouvements de cours ont été en revanche plus modérés sur les marchés des obligations et des actions.

Ces dernières semaines, le dollar a poursuivi la tendance à la baisse qui le caractérise depuis trois ans. A l'époque, il valait plus de 1,70 franc. Sa faiblesse persistante n'est pas surprenante étant donné le fort déficit structurel de la balance américaine des transactions courantes. Elle pose cependant problème dans la mesure où l'ajustement s'est fait jusqu'à présent de façon relativement unilatérale, soit vis-à-vis des monnaies européennes et du dollar canadien. Les principales monnaies asiatiques ont soit collé étroitement au dollar des Etats-Unis (le renminbi chinois), soit suivi en partie au moins l'affaiblissement de la monnaie américaine (le yen). Cela n'a été toutefois possible qu'au prix d'achats massifs de dollars par les banques centrales ou les gouvernements concernés. Du fait de cette asymétrie dans l'évolution des cours, la faiblesse du dollar des Etats-Unis pèse surtout sur la compétitivité des exportateurs européens. Pour les exportateurs suisses, il est donc important – et cela est compréhensible – que le franc ne se revalorise pas sensiblement face à l'euro. Sous l'angle également de la politique monétaire, des variations abruptes et massives des cours de change ne sont pas les bienvenues.

La hausse du prix du pétrole a surpris nombre d'observateurs des marchés par sa persistance. Depuis le début de l'année, le prix en dollars des Etats-Unis du brut West Texas Intermediate s'est accru de plus de 50%. En termes réels toutefois, cette hausse n'a pas l'ampleur des chocs pétroliers précédents. En Europe, elle a de plus été atténuée par la glissade du dollar. Les facteurs à l'origine de cette envolée sont multiples et complexes. L'augmentation structurelle de la demande des économies émergentes – Chine et Inde notamment – a probablement constitué l'élément déclencheur. Du côté de l'offre, nous avons actuellement une souplesse relativement faible, les investissements dans l'extraction, le transport et le stockage du pétrole ayant été quelque peu négligés pendant les années à prix bas. Les risques géopolitiques latents poussent eux aussi les prix à la hausse. Enfin, on constate que les investisseurs internationaux intègrent de plus en plus les matières premières – l'or en est un exemple classique – dans leurs portefeuilles, ce qui a également tendance à générer une demande supplémentaire. Il ne faut cependant pas surestimer l'influence des acteurs financiers sur le prix du pétrole. L'évolution des prix des contrats à long terme portant sur du brut incite à penser que la hausse a découlé

Zurich, le 16 décembre 2004

2

principalement de la croissance continue de la demande des consommateurs. Les prix des contrats à cinq ans sur le brut West Texas Intermediate ont en effet presque doublé au cours des trois dernières années.

Sur le marché américain des capitaux, les taux d'intérêt ont vivement augmenté au printemps, puis se sont repliés pour retrouver le niveau observé un an auparavant. En Europe, cette hausse passagère a été un peu moins marquée. Au cours des dernières semaines, les taux d'intérêt américains et européens ont suivi des évolutions divergentes, de sorte que les rendements des placements à long terme en dollars dépassent d'environ 50 points de base ceux de la zone euro. L'évolution générale des taux d'intérêt sur les marchés des capitaux reflète les doutes des opérateurs au sujet du dynamisme de la reprise économique. Quant au niveau historiquement bas des taux d'intérêt nominaux, il atteste la confiance des marchés dans la capacité des banques centrales à maintenir la stabilité des prix et dans la volonté de celles-ci d'agir en ce sens. En outre, les placements considérables que la zone asiatique a faits en dollars ont influé sur la structure des taux d'intérêt aux Etats-Unis.

Les marchés des actions ont évolué sans tendance à la hausse ni à la baisse pendant de longues périodes. Plusieurs indices, en particulier ceux d'économies émergentes, ont cependant enregistré de fortes progressions.

2. Gestion des actifs de la Banque nationale

La Banque nationale gère des réserves monétaires atteignant plus de 60 milliards de francs. Les deux tiers sont des devises, l'autre tiers étant détenu en or. Les actifs en francs – créances résultant des pensions de titres conclues sur le marché monétaire et placements en obligations sur le marché suisse des capitaux – représentent entre 25 milliards et 30 milliards de francs. Les réserves monétaires et les actifs en francs forment les actifs monétaires; ils servent à la conduite de la politique monétaire. En outre, la BNS gère ce que l'on appelle des actifs libres, c'est-à-dire le produit de la vente de l'or qui n'est plus nécessaire à des fins de politique monétaire. La valeur des actifs libres dépasse légèrement 20 milliards de francs.

Dans la gestion des actifs monétaires, les objectifs et contraintes de la politique monétaire ont la prééminence. Compte tenu des limites ainsi imposées, on s'efforce d'optimiser les placements en fonction de trois critères: la sécurité, la liquidité et le rendement. Il est important en particulier de mettre l'accent sur des placements liquides, soit facilement négociables, et de diversifier autant que possible les risques en recourant à une palette de monnaies et à diverses catégories de placements.

La nouvelle loi sur la Banque nationale, en vigueur depuis mai dernier, élargit sensiblement notre marge de manœuvre dans le domaine des placements. Ainsi, elle renforce notamment les possibilités de diversifier les risques. Dans une annexe à nos directives générales sur la politique de placement, nous publions des données – mises à jour chaque trimestre – sur la structure des placements et les rendements obtenus. La structure actuelle des placements et le profil risques-rendements des actifs de la Banque

Zurich, le 16 décembre 2004

3

nationale, en particulier des réserves de devises et des actifs libres, se présentent en résumé comme il suit:

Les adaptations de portefeuilles que nous avons entreprises après l'entrée en vigueur de la nouvelle loi ont pour but de renforcer la diversification au niveau des monnaies, comme à celui des catégories de placements. Conformément à la stratégie de placement établie pour 2004, nous avons réduit la part du dollar des Etats-Unis au profit de la livre sterling et du yen. La baisse du cours du dollar des Etats-Unis a fait reculer davantage encore la part de la monnaie américaine dans les réserves de devises. Pour que cette part ne fléchisse pas trop, nous avons procédé à un rééquilibrage dans la période récente et acheté des dollars à plusieurs reprises. Selon la stratégie de placement adoptée pour 2004, la part des obligations d'Etat a été abaissée au profit de celle des autres débiteurs. Dans nos placements en obligations, la notation minimale des débiteurs a été ramenée de A2 à BBB, ce qui nous permet de couvrir l'ensemble de la palette des titres notés "investment grade". Nous détenons, et cela est nouveau, des obligations d'entreprises, mais exclusivement d'entreprises étrangères. Aujourd'hui, ces obligations constituent environ 4% des réserves de devises comme des actifs libres. La qualité de nos placements reste très élevée. En effet, les débiteurs bénéficiant de la notation la meilleure, soit AAA, entrent pour plus de 70% dans nos placements. Une part légèrement inférieure à 20% est constituée de titres de débiteurs ayant la notation AA. Le solde est formé de créances sur des débiteurs dont la notation est soit A, soit BBB. La durée résiduelle moyenne (duration) de tous les placements en obligations a été maintenue à 4-5 ans. Les premiers placements en actions – d'entreprises étrangères exclusivement – seront faits au début de 2005. La présence d'emprunts d'entreprises et d'actions dans les portefeuilles tend à renforcer la diversification des placements et contribue à obtenir des rendements légèrement plus élevés à moyen terme.

Les placements faits avec les réserves de devises et les actifs libres présentent des structures qui divergent surtout par les monnaies entrant dans la composition des portefeuilles. Du côté des actifs libres, les placements en monnaies étrangères sont davantage diversifiés et couverts, en partie, contre les risques de change. La moitié environ des actifs libres est actuellement exposée à des risques de change.

Pour évaluer et surveiller les risques sur ses actifs, la Banque nationale recourt principalement à la méthode de la "value-at-risk". En outre, elle procède plus souvent à des analyses de simulations de crise. Dans l'évaluation des risques, on tient compte du fait que les placements, en particulier dans le domaine des réserves monétaires, sont à moyen ou long terme. Du côté des actifs monétaires, le risque de prix sur l'or et les risques de change, notamment sur le dollar des Etats-Unis, jouent un rôle dominant. Les risques de taux d'intérêt sont relativement peu élevés, même s'ils sont loin d'être négligeables. Du côté des actifs libres, les risques sont dans l'ensemble beaucoup moins importants. Les risques de crédit sont relativement faibles.

Les placements de la Banque nationale sont évalués quotidiennement aux cours du marché. Il est ainsi possible de se faire une idée du résultat qui sera dégagé. Etant donné la forte exposition au risque de prix sur l'or, mais aussi aux risques de change et de taux d'intérêt sur les autres actifs, les résultats peuvent varier considérablement d'un trimestre

Zurich, le 16 décembre 2004

4

à l'autre, voire d'une année à l'autre. Par exemple, les rendements trimestriels tirés en 2004 de l'ensemble des actifs ont oscillé entre +2,7% et -3,2%. Cette année, le rendement global des actifs de la Banque nationale s'inscrit pour le moment à 1,3%. Compte tenu de l'horizon de placement de la Banque nationale, des fluctuations à court terme ne posent en principe aucun problème. Le rendement obtenu à moyen ou long terme joue un rôle plus important. Le rendement moyen que la BNS a dégagé ces cinq dernières années s'établit à 2,9%. Il correspond ainsi à peu près à ce que nous escomptions et au niveau qui a servi de base à la convention passée entre la Confédération et la Banque nationale au sujet de la distribution des bénéfices.