

Conférence de presse

Zurich, le 15 décembre 2005

Remarques introductives de Philipp Hildebrand

Evolution des marchés financiers

Pour l'essentiel, quatre évolutions ont marqué les marchés financiers ces derniers mois. Premièrement, les rendements à long terme ont augmenté sur les marchés des capitaux. Deuxièmement, les marchés des actions ont dans l'ensemble évolué très favorablement. Troisièmement, le dollar des Etats-Unis a continué le mouvement de hausse qu'il avait amorcé au début de 2005 et, quatrièmement, le prix de l'or s'est accru massivement.

L'évolution de la conjoncture et la politique monétaire des Etats-Unis ont joué un rôle décisif dans les fluctuations que les marchés des capitaux ont enregistrées ces derniers mois. Compte tenu de la marche robuste de l'économie, des perspectives conjoncturelles toujours favorables aux Etats-Unis et de la poursuite de la normalisation de la politique monétaire de la banque centrale américaine, les taux d'intérêt sur les placements à long terme en dollars se sont nettement accrus au second semestre de l'année. Les rendements ont augmenté également dans les autres pays. Sur les marchés des capitaux, les écarts entre les taux d'intérêt aux Etats-Unis et dans les pays européens sont restés cependant substantiels. Ils reflètent notamment les différents stades que les économies américaine et européennes ont atteints dans le cycle conjoncturel. De part et d'autre de l'Atlantique, les anticipations inflationnistes sont restées modérées, dans l'ensemble, en dépit de l'amélioration des perspectives conjoncturelles et des prix élevés des produits pétroliers.

Les cours des actions n'ont pas évolué de manière homogène dans les trois grands espaces économiques que sont les Etats-Unis, le Japon et l'Europe. Aux Etats-Unis, le marché des actions a continué à évoluer généralement sans orientation précise. En revanche, les indices européens ont enregistré de sensibles gains en 2005. Le marché japonais des actions, qui était à son niveau le plus bas au début de 2003, s'est lui aussi nettement redressé. L'optimisme croissant au sujet de la conjoncture et les bénéfiques très confortables des entreprises ont contribué dans une forte mesure aux hausses des cours boursiers en Europe et au Japon. Le marché suisse des actions, selon le SPI, a retrouvé le niveau record qu'il avait atteint en septembre 2000. Si l'on considère l'évolution depuis 1995, on constate que le marché suisse est celui qui a le plus progressé (voir graphique 1).

Sur les marchés des changes, le dollar des Etats-Unis a poursuivi son redressement. Il a été soutenu notamment par l'avance que les Etats-Unis ont dans le cycle des taux

Zurich, le 15 décembre 2005

2

d'intérêt, avance qui a rendu les placements en dollars relativement attrayants sur toutes les durées. Plusieurs observateurs des marchés estiment en outre que le «Homeland Investment Act» a eu lui aussi des effets positifs sur le dollar. Cette loi accorde, jusqu'à la fin de l'exercice budgétaire en cours, des allègements fiscaux aux entreprises américaines qui rapatrient des bénéfices accumulés par leurs filiales à l'étranger. Bien que le déficit de la balance des transactions courantes des Etats-Unis ait continué à se creuser, au second semestre, pour atteindre plus de 6% du PIB, soit un niveau record, les déséquilibres sur le plan mondial n'ont pas pesé sur le dollar. En termes réels, les cours de change sont restés en général très proches de leur niveau moyen des vingt-cinq dernières années (voir graphique 2).

Avec une économie mondiale robuste pour toile de fond, les prix des matières premières ont encore augmenté. La demande de pétrole et d'or a été particulièrement forte. Abstraction faite de l'énergie et de l'or, les prix des matières premières, exprimés en dollars des Etats-Unis, sont toutefois à des niveaux proches de ceux de début 2004. Le prix du pétrole, qui avait atteint son point culminant après le passage du cyclone Katrina, a entre-temps diminué, passant à environ 60 dollars le baril. Quant à l'or, il vaut plus de 500 dollars l'once, son niveau le plus élevé des vingt-quatre dernières années. Plusieurs facteurs ont contribué à la hausse du prix de l'or. Ainsi, la demande d'or physique a sensiblement augmenté. Sur le marché indien, qui est le plus important, on observe une hausse de la demande d'environ 40% pour la seule année 2005. En outre, les banques centrales d'économies émergentes et de pays producteurs de pétrole ont elles aussi renforcé leur demande d'or. De plus, les taux d'intérêt réels sont bas, ce qui réduit les coûts d'opportunité des placements sans intérêts, notamment les placements en or. Enfin, le marché de l'or est généralement peu liquide, de sorte qu'un déplacement de la demande, même modeste, peut avoir des répercussions considérables sur le prix. Dans la hausse du prix de l'or, les craintes inflationnistes n'ont guère joué de rôle. En effet, les anticipations inflationnistes implicites qui ressortent d'emprunts indexés sur le renchérissement et d'enquêtes sont restées stables.

Evolution des bénéfices de la BNS

Entre 1980 et 2005 (fin septembre), la BNS a tiré de ses actifs, en tenant compte de l'évolution du prix de l'or, un rendement annuel moyen proche de 1%. Sur l'ensemble de cette période, elle a obtenu un rendement moyen plus élevé sur ses actifs rémunérés, mais subi une perte sur son encaisse-or. En outre, les rendements annuels, y compris les variations du prix de l'or, ont fluctué très fortement, soit entre -25% et +20%.

Pour l'estimation de l'évolution future des revenus, ces chiffres n'ont qu'une pertinence limitée. Le niveau et la marge de fluctuation de nos revenus dépendent de la somme du bilan, de la structure des actifs et des rendements qu'il est possible d'obtenir sur les marchés financiers. Ces éléments varient avec le temps, de sorte qu'il est difficile d'évaluer le potentiel de rendement à long terme de la BNS.

A fin 2004, les actifs de la BNS s'élevaient à 118 milliards de francs. Du fait de la distribution du produit des ventes d'or, au printemps de 2005, les fonds placés ont diminué de 21 milliards de francs. De plus, la réserve pour distributions futures devrait

Zurich, le 15 décembre 2005

3

être entièrement résorbée, d'ici à 2012, du fait des distributions accrues de bénéfices à la Confédération et aux cantons. Ainsi, par rapport à notre patrimoine de fin 2004, un montant de 10 milliards de francs est encore à déduire. On peut donc estimer aujourd'hui que la BNS détiendra un patrimoine de 85 milliards de francs environ.

Actuellement, les actifs de la BNS sont constitués à hauteur de 25% de placements en francs, de 45% de réserves de devises et de 30% d'or. Les placements en monnaies étrangères produisent des revenus sous forme d'intérêts et de dividendes. Les taux d'inflation ayant fléchi sur le plan mondial, les intérêts nominaux sont aujourd'hui nettement inférieurs à ce qu'ils étaient dans les années huitante et nonante. En outre, les portefeuilles d'obligations et d'actions, les positions en monnaies étrangères et l'encaisse-or sont évalués aux prix du marché, d'où des plus-values ou des moins-values. Quant aux actifs en francs, ils sont formés en majorité de créances résultant de pensions de titres; les intérêts perçus sur ces actifs sont faibles. Les fluctuations de nos revenus sont dues à 95% aux variations du prix de l'or et des cours de change. L'expérience montre aussi que les plus-values et les moins-values sur les placements financiers ont tendance à s'équilibrer à long terme.

En nous basant sur ces conditions-cadres, nous estimons aujourd'hui le potentiel de rendement de nos actifs entre 2 et 3%; pour un patrimoine de 85 milliards de francs, cela correspond à des revenus compris entre 1,7 et 2,5 milliards de francs par an environ. Toutefois, du fait de fluctuations des cours de change et du prix de l'or, les revenus que nous enregistrerons effectivement pourront s'écarter sensiblement de ce montant. Par exemple, la forte hausse du prix de l'or depuis le début de 2005 a engendré une plus-value de 8 milliards de francs environ. Si, l'année prochaine, le prix de l'or revenait à son niveau de la fin de 2003, nous devrions alors compter avec une moins-value dépassant 7 milliards de francs. Les estimations à long terme des revenus ne doivent donc pas être faites en fonction de tels gains ou pertes exceptionnels.

Les revenus que tire la BNS servent également à alimenter les provisions et, partant, à accroître les réserves monétaires pour que celles-ci atteignent le niveau requis par la politique monétaire. Les provisions doivent progresser au même rythme que le produit intérieur brut nominal. Actuellement, un montant d'un milliard de francs environ est à affecter chaque année au renforcement des provisions. Après déduction des charges d'exploitation – elles tournent aujourd'hui autour de 250 millions de francs –, il reste un milliard de francs environ sur le total des revenus enregistrés par la BNS; ce montant est à disposition pour être distribué à la Confédération et aux cantons. Compte tenu des hypothèses retenues pour l'estimation du potentiel de rendement des actifs, le bénéfice annuel distribuable devrait être de cet ordre de grandeur dans un avenir prévisible. Une fois la réserve actuelle pour distributions futures épuisée, nous devons par conséquent réduire nettement les distributions de bénéfices.

Initiative du COSA

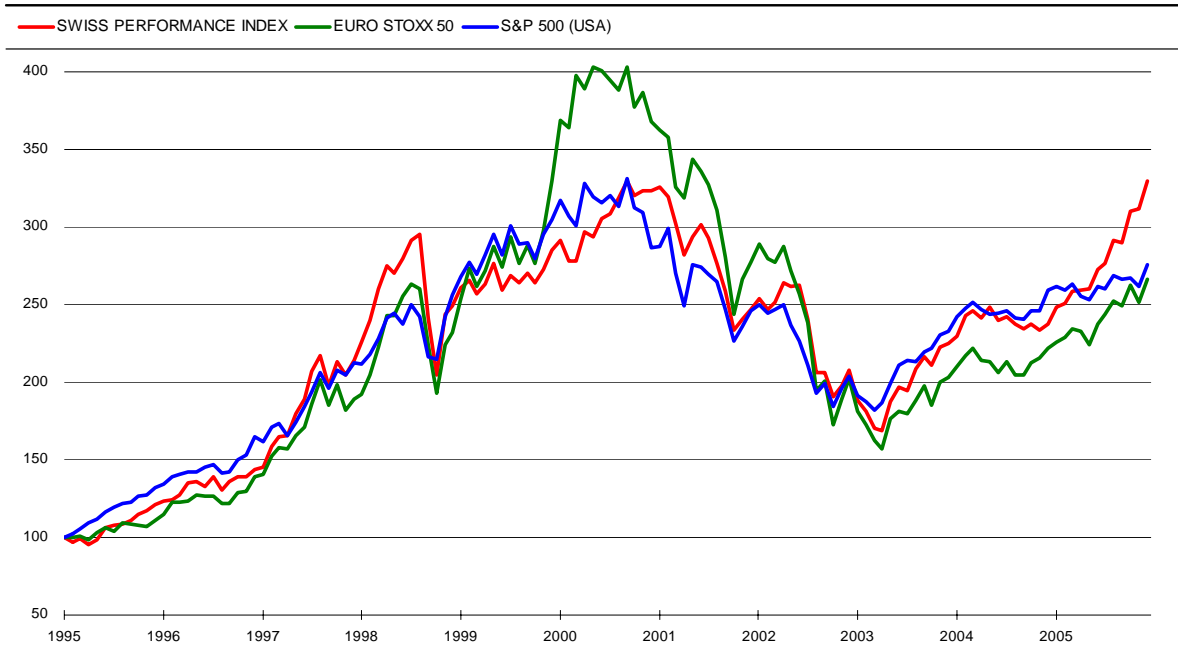
L'initiative du COSA propose d'attribuer les bénéfices de la BNS à l'AVS, à l'exception d'une part d'un milliard de francs à verser aux cantons. Une telle affectation des bénéfices mettrait en danger l'indépendance de la BNS. Elle pourrait en effet engendrer des pressions politiques sur la BNS pour que celle-ci distribue davantage de bénéfices. Or une

Zurich, le 15 décembre 2005

4

distribution accrue ne serait possible finalement que par une expansion de la masse monétaire, une réduction des réserves monétaires ou une prise de risques plus élevés. Dans tous les cas, la crédibilité et la liberté d'action de la BNS en souffriraient sérieusement, et la stabilité du franc suisse serait menacée. La tâche primordiale de la BNS consiste à conduire une politique monétaire axée sur la stabilité des prix. Pour ce faire, nous devons être en mesure, même dans des situations difficiles, de prendre des décisions de politique monétaire sans être soumis à des pressions politiques ni à la contrainte de dégager le plus de bénéfices possible.

Graphique 1:
Evolution des marchés des actions (01.01.1995 = 100)



Graphique 2:
Indices du cours réel de quelques monnaies (moyenne 1980 à 2005 = 100)

