

Conférence de presse

Berne, le 14 juin 2001

Remarques introductives de Bruno Gehrig

Taux d'intérêt et cours de change

Au premier semestre, les taux d'intérêt ont évolué dans le sillage des changements dans les perspectives conjoncturelles. Leurs fluctuations n'ont cependant pas été uniformes. Les taux à court terme ont diminué sensiblement, en particulier sur le dollar des Etats-Unis, grâce aux cinq baisses décidées par la banque centrale américaine. En revanche, les taux à long terme ont augmenté sur la plupart des principales monnaies et atteignent aujourd'hui des niveaux supérieurs à ceux du début de l'année. A la suite de ces évolutions, les courbes de rendement ont pris une pente plus forte, soit une forme "normale" pour des économies en croissance. Il est possible que les risques inflationnistes aient eux aussi joué un rôle dans la hausse des rendements à long terme. Les taux d'intérêt sur le franc ont suivi la tendance observée sur le plan international, mais sous une forme atténuée. Les rendements des obligations à long terme de la Confédération sont aujourd'hui approximativement aussi élevés qu'en début d'année. Le léger accroissement de l'écart entre les rendements des placements en euros et en francs reflète la différence entre les taux d'inflation des deux zones monétaires. De même, l'écart entre les rendements des emprunts à long terme en dollars des Etats-Unis et en euros correspond à la différence entre les taux d'inflation. Ainsi, les taux d'intérêt ont convergé, en termes réels, sur le plan international.

Après un net affaiblissement vers la fin de l'an dernier, le dollar des Etats-Unis a montré de nouveau son côté robuste depuis le début de 2001. Le fait qu'on s'attende à un ralentissement purement passager de la croissance aux Etats-Unis et la détérioration des perspectives conjoncturelles dans plusieurs pays européens ont soutenu le raffermissement du dollar. Une fois de plus, les fondamentaux (écarts entre taux d'intérêt et taux de croissance, soldes des balances des transactions courantes) ne nous donnent que des indices insuffisants pour expliquer les mouvements de la relation de change entre l'euro et le dollar. L'évolution du franc a été marquée dans une large mesure par les fluctuations transatlantiques des cours de change. Face au dollar, le franc avait cédé, à fin mai, environ 6% par rapport à son niveau moyen de l'an 2000. Vis-à-vis de l'euro, il a fluctué entre de très étroites limites. Depuis le printemps de 2000, la volatilité de ce couple de monnaies n'a jamais été aussi faible qu'actuellement. Il serait cependant risqué de miser simplement sur la poursuite de cette stabilité. L'expérience nous montre en effet que les cours de change peuvent fluctuer rapidement et de manière imprévisible.

Berne, le 14 juin 2001

2

Les marchés internationaux des actions se sont stabilisés et quelque peu redressés. Si l'on considère l'évolution à moyen ou long terme, on constate que divers marchés des actions semblent s'influencer mutuellement, aujourd'hui plus que précédemment, et qu'ils suivent souvent la même tendance. Sur ce plan, la Suisse constitue un cas particulier; du fait du poids des branches entrant dans la composition des indices boursiers, la corrélation entre la bourse suisse et d'autres places boursières internationales est même moins forte aujourd'hui qu'il y a quelques années. Pour les investisseurs suisses, une diversification internationale peut par conséquent s'avérer très utile. Pour la même raison, les actions suisses sont attrayantes dans les portefeuilles internationaux. Dans l'évolution des bourses, un des éléments frappants est le parallélisme, sur le plan international, selon la branche. Etant donné la mondialisation, de nombreuses entreprises ont des structures de production semblables et opèrent sur le même marché international. Les changements intervenant dans le potentiel technologique et les perspectives offertes par le marché se répercutent par conséquent de la même manière sur la rentabilité de toutes les entreprises d'une branche.

Evolution des cours des actions et politique monétaire

La chute en partie très forte des cours sur les marchés internationaux des actions - les valeurs technologiques en ont particulièrement souffert - a donné davantage d'acuité à une question: l'évolution des bourses est-elle importante pour la politique monétaire? Permettez-moi de relever d'abord que les bourses ont pour tâche essentielle d'évaluer des entreprises et, partant, d'apporter aussi des corrections à leurs évaluations. En ce sens, il n'y a pas d'évaluation "juste", mais seulement des estimations diverses des perspectives. Bien évidemment, la mission de stabilité qui est assignée à la BNS ne s'étend pas aux cours des actions. Qu'ils soient sous-évalués ou surévalués, les marchés boursiers n'entrent pas dans l'appréciation de la situation économique et monétaire qui est faite par la banque centrale. Dans certaines situations, les cours des actions peuvent néanmoins influencer indirectement sur la politique monétaire:

L'évolution des cours des actions, comme celle des prix d'autres actifs, est importante pour la conduite de la politique monétaire lorsqu'elle a une influence sur l'activité économique. Des chutes de cours peuvent engendrer - premier exemple - des perturbations au sein du secteur financier et, partant, mettre un frein aux octrois de crédits. Dans de tels cas, la politique monétaire peut tout au plus avoir un effet modérateur à court terme. Il est aussi possible qu'une variation des prix des actifs entraîne directement - deuxième exemple - une modification de la demande globale. Les ménages qui se sentent financièrement plus aisés consomment davantage, et les entreprises qui, grâce à une évaluation favorable, peuvent se procurer des capitaux très simplement et à un coût avantageux investissent davantage. Cet effet de patrimoine peut modifier le mécanisme de transmission de la politique monétaire. Quelle est l'importance de l'effet de patrimoine? Aux Etats-Unis, où le taux d'épargne des ménages est aujourd'hui particulièrement bas et où les consommateurs détiennent volontiers des actions, on craint qu'un effet négatif de patrimoine ne renforce l'affaiblissement de la conjoncture. Jusque-là, de telles craintes ne se sont toutefois

Berne, le 14 juin 2001

3

pas traduites dans les faits. En Suisse, la situation est un peu différente. En effet, notre taux d'épargne est traditionnellement élevé et stable. De surcroît, chez nous plus qu'aux Etats-Unis, les actions sont détenues avant tout par des investisseurs institutionnels et des particuliers relativement fortunés (nous ne disposons toutefois pas de données précises sur la ventilation des actions en mains des particuliers selon la fortune de ceux-ci). Ces dernières années, de nombreuses caisses de pensions ont, grâce à des gains de cours considérables, accordé des rabais de cotisations à leurs assurés, ce qui a accru le revenu disponible du travail et, probablement, les dépenses de consommation. Compte tenu des conditions régnant dans notre pays, l'effet de patrimoine que les fluctuations des cours des actions ont sur la conjoncture en Suisse ne devrait néanmoins pas jouer un rôle substantiel. La situation sur le marché du travail influe de manière beaucoup plus décisive sur les dépenses de consommation et la conjoncture.

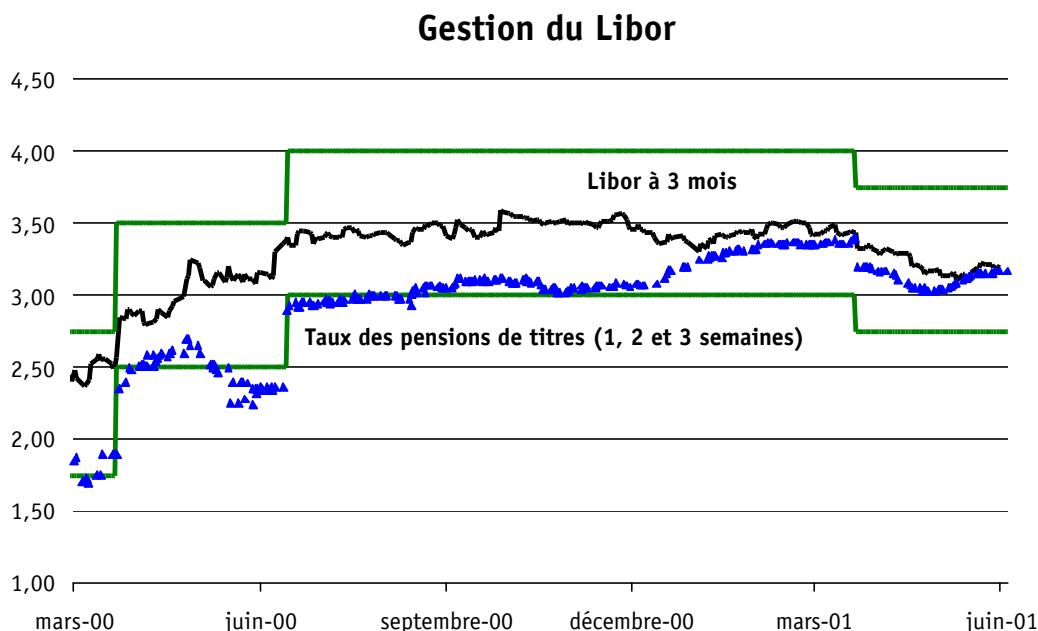
Demander aux banques centrales, comme on l'entend occasionnellement, d'agir préventivement quand des mouvements "irréalistes" des cours des actions se dessinent et d'atténuer ainsi les fluctuations des indices boursiers est utopique et même contre-productif. Utopique, parce qu'une telle demande suppose que les banques centrales ont une meilleure connaissance de l'évaluation "juste". Et contre-productif, parce qu'une telle perspective serait de nature à accroître la propension des investisseurs à prendre des risques et à déclencher ainsi des distorsions dangereuses. De plus, la forte volatilité des indices des actions se répercuterait sur le cours de la politique monétaire, ce qui irait diamétralement à l'opposé du mandat de stabilité.

La gestion monétaire

Au cours des cinq derniers mois, nous avons pu constater que le Libor se laisse assez bien gérer, même quand de fortes anticipations à la baisse des taux d'intérêt, dues à l'environnement international, sont présentes sur le marché. Au deuxième semestre de 2000, le marché s'attendait encore à des taux à court terme relativement stables. Aussi l'écart entre le Libor et les taux appliqués à nos pensions de titres est-il resté assez constant durant cette phase. Dès que les taux à court terme ont commencé à fléchir rapidement aux Etats-Unis, nos taux à court terme ont eux aussi subi des pressions à la baisse. Dans un tel environnement, la gestion du Libor est devenue un peu plus difficile. Pour maintenir le Libor au niveau visé, soit dans la zone médiane de notre marge de fluctuation, nous avons augmenté les taux appliqués aux pensions de titres et, simultanément, réduit les liquidités. L'écart entre le Libor à trois mois et les taux des pensions de titres a par conséquent diminué. Sous un angle purement technique, nous aurions pu maintenir constamment le Libor au centre de la marge de fluctuation. Mais un tel maintien ne correspond pas dans tous les cas à nos intentions. Notre objectif en termes de Libor a été défini délibérément sous la forme d'une marge pour que certaines fluctuations soient possibles. Nous avons toujours indiqué aux marchés qu'ils ne devaient tirer aucun signal de politique monétaire d'une variation des taux de nos pensions de titres. Abstraction faite de nos prises de position publiques, nous nous servons du niveau auquel se situe la marge de fluctuation pour transmettre nos intentions de politique monétaire aux marchés.

Berne, le 14 juin 2001

4



Evolution du recours aux instruments de politique monétaire

Depuis le début de l'an 2000, nous mettons en œuvre notre politique monétaire en recourant exclusivement à des pensions de titres. Les swaps devises contre francs, autrefois notre principal instrument, n'interviennent plus que dans des situations exceptionnelles. Nous ne nous en sommes jamais servis au cours des trois derniers semestres. Les pensions de titres constituent un instrument extrêmement souple. Elles nous permettent de couvrir divers besoins. C'est par cet instrument également que nous mettons, sans intérêt, des liquidités intrajournalières à la disposition des banques. Les pensions de titres, qui se déroulent de manière efficace selon le principe livraison contre paiement, permettent d'éviter dans une large mesure les risques de règlement inhérents aux swaps devises contre francs. Il est aussi important pour nous que de nombreuses banques répondent à nos appels d'offres pour pensions de titres, ce qui n'est pas le cas lorsque nous concluons des swaps devises contre francs. Dans les pensions de titres, nous pouvons - en fonction des besoins et compte tenu des contraintes légales - adapter la palette des titres que nous admettons en garantie. Ainsi, nous acceptons depuis quelques mois un troisième panier d'obligations, à savoir des lettres de gage libellées en euros. Ce troisième panier facilite la participation d'établissements étrangers à nos appels d'offres pour pensions de titres. L'intérêt que manifestent des établissements étrangers pourrait encore augmenter à partir du mois d'octobre, dès que la CLS Bank commencera à offrir ses services. Cette banque gèrera un système multimonnaie pour le règlement des opérations sur devises. En vue du règlement de leurs opérations, les banques internationales ont besoin de liquidités en diverses monnaies, notamment en francs suisses. Des banques étrangères pourraient

Berne, le 14 juin 2001

5

donc avoir intérêt à se procurer directement à la BNS les liquidités en francs dont elles ont besoin.

Instruments de politique monétaire

