

## Conférence de presse

Berne, le 16 juin 2005

# Remarques introductives de Philipp Hildebrand

## 1. Evolution sur les marchés financiers

Ces derniers mois, les marchés financiers ont été marqués par trois évolutions centrales. La première a trait au dollar des Etats-Unis, qui a montré une tendance à la fermeté. Les rendements à long terme sur les marchés des capitaux – deuxième évolution – ont continué à fléchir, quand bien même ils étaient déjà à de bas niveaux. La troisième évolution concerne les primes de risques des diverses catégories de débiteurs, primes qui ont varié d'une manière plus hétérogène qu'au cours des mois précédents.

Depuis le début de l'année, le dollar des Etats-Unis s'est raffermi – il a regagné environ 12% tant face à l'euro que vis-à-vis du franc et quelque 7% par rapport au yen – en dépit de la persistance d'un déficit élevé de la balance américaine des transactions courantes. Le dollar a bénéficié surtout du fait que des investisseurs étrangers ont effectué des placements en actifs financiers américains. En 2004, la forte demande de certaines banques centrales asiatiques avait joué un rôle important dans les achats nets de titres américains. Au cours des premiers mois de 2005, ces achats sont restés substantiels, mais des investisseurs étrangers du secteur privé ont acquis davantage de titres américains. Une des raisons qui expliquent cette demande a trait aux perspectives de croissance. Les marchés ont estimé que celles-ci sont plus prometteuses aux Etats-Unis qu'en Europe et au Japon. Les écarts croissants de rendements en faveur des placements en dollars et l'incertitude qui règne au sujet des développements que connaîtra l'Union européenne ont également contribué à rendre le dollar relativement attrayant.

Actuellement, il n'y a guère de signes indiquant de profonds déséquilibres dans les cours de change réels des monnaies des grands blocs économiques. Si l'on considère l'évolution de ces cours réels (voir graphique 1), on constate qu'ils sont tous proches de leur valeur moyenne à long terme. Cela laisse entendre que le déficit de la balance américaine des transactions courantes n'est pas dû principalement à des distorsions dans les cours de change. Le déficit courant est imputable surtout à une croissance économique plus dynamique et à un taux d'épargne bas aux Etats-Unis.

Les rendements se sont encore repliés sur les marchés des capitaux. C'est aux Etats-Unis que leur baisse a été la plus faible. En Europe continentale, les rendements sont tombés à des niveaux jamais observés jusque-là. En Suisse par exemple, le rendement des obligations fédérales à dix ans a passé au-dessous de 2%, enregistrant ainsi un record historique.

Berne, le 16 juin 2005

2

Le niveau extrêmement bas des rendements obligataires reflète notamment les faibles anticipations inflationnistes des opérateurs sur les marchés. Ces derniers mois, des doutes au sujet du dynamisme de la conjoncture ont engendré une baisse supplémentaire des rendements. En outre, la forte demande d'obligations à long terme dans les pays industrialisés – elle est liée notamment à l'évolution démographique – et l'épargne élevée dans les pays émergents, en particulier en Chine, ont contribué également au niveau général très bas des taux d'intérêt.

L'année 2004 a été caractérisée notamment par une diminution continue et homogène des primes de risques sur les emprunts des diverses catégories de débiteurs. Ces six derniers mois, les primes de risques n'ont plus évolué de manière homogène. Dans le domaine des emprunts d'entreprises, l'attention des opérateurs sur les marchés s'est concentrée sur les deux plus grands constructeurs automobiles des Etats-Unis. La rétrogradation de leurs emprunts – ceux-ci sont devenus ce qu'on appelle des "obligations pourries" ("junk-bonds") – a provoqué une petite onde de choc sur le segment concerné du marché, mais ces effets ne se sont pour le moment guère répercutés sur d'autres segments. Les primes de risques sur les autres débiteurs du secteur "entreprises" n'ont augmenté que légèrement et restent à un niveau historiquement bas (voir graphique 2). Quant aux primes de risques sur les emprunts des pays émergents, elles ont évolué en fonction des données économiques fondamentales de chacun de ces pays.

## **2. Politique de placement - Un point de situation**

Les actifs de la BNS sont constitués en majeure partie de réserves monétaires. En cas de crise, celles-ci servent de moyen de paiement, accepté sur le plan international, et assoient la confiance dans l'économie suisse comme dans le franc. Pour remplir de telles fonctions, ces actifs doivent être détenus sous forme de monnaies étrangères – principalement les monnaies de réserve que sont le dollar des Etats-Unis et l'euro – et d'or. La nouvelle loi sur la Banque nationale, en vigueur depuis mai 2004, a élargi sensiblement nos possibilités de placement. Grâce à cette extension, la BNS peut placer une part de ses réserves monétaires en actions et obligations d'entreprises étrangères. Ainsi, elle a investi dans des obligations d'entreprises dès le mois de juin 2004 et constitué un portefeuille d'actions à partir de la mi-février 2005. Aujourd'hui, elle détient un portefeuille d'actions, diversifié sur le plan international, de plus de 3 milliards de francs. Les actions sont gérées par des établissements spécialisés externes, qui doivent répliquer des indices. La BNS ne prend donc elle-même aucune décision portant sur la pondération des diverses branches ou des divers titres.

Dans sa politique de placement, la BNS exclut fondamentalement l'acquisition d'actions suisses et d'obligations d'entreprises suisses. Ainsi, nous excluons d'emblée d'éventuels conflits d'intérêts qui pourraient finalement compromettre l'indépendance de la BNS. Si la BNS était actionnaire d'entreprises suisses, elle pourrait être confrontée notamment à des requêtes de politique structurelle. Des conflits d'intérêts pourraient aussi surgir entre la politique monétaire et la politique de placement si la BNS, par une hausse des taux d'intérêt, devait peser sur les bénéfices des entreprises suisses. De plus, si la BNS était amenée à vendre rapidement des titres d'entreprises suisses, cela pourrait engendrer des effets négatifs sur les cours. Enfin, on ne saurait non plus exclure que la BNS, du fait de sa tâche dans le domaine de la stabilité systémique, dispose d'informations financières

Berne, le 16 juin 2005

3

privilégiées. Des investissements dans le secteur financier suisse créeraient des problèmes, sous cet angle également.

Les placements en actions et en obligations d'entreprises ont influé modérément sur le profil de risques de la BNS. Mesurés à la "value-at-risk", les risques sur les actifs n'ont dans l'ensemble pas varié sensiblement du fait de ces nouveaux placements. Dans l'ensemble des risques, l'or et les cours de change continuent à jouer un rôle dominant. La contribution des actions à l'ensemble des risques s'élève à moins de 5%, et celle des obligations d'entreprises est quasiment négligeable. Des données sur la structure des placements et sur les performances obtenues sont publiées sur Internet (voir annexe aux directives générales de la BNS sur la politique de placement, annexe qui est mise à jour trimestriellement).

### **3. Mesure et gestion des risques**

Les résultats que la BNS tire du placement de ses actifs, en particulier de ses réserves monétaires, fluctuent fortement d'une année à l'autre. Les pertes, exprimées en francs, peuvent atteindre des montants considérables. La diminution, ces dernières années, des avoirs en or et en dollars et une diversification accrue, tant du côté des monnaies que de celui des catégories de placements, ont permis de réduire les fluctuations des résultats. Mais les risques ne peuvent être abaissés à volonté. Ainsi, il n'est pas possible de couvrir dans une large mesure les risques encourus sur le dollar et sur l'or des réserves monétaires, car celles-ci, avec une telle couverture, ne rempliraient plus leur fonction. Aussi la BNS doit-elle mesurer et gérer les risques avec un grand professionnalisme.

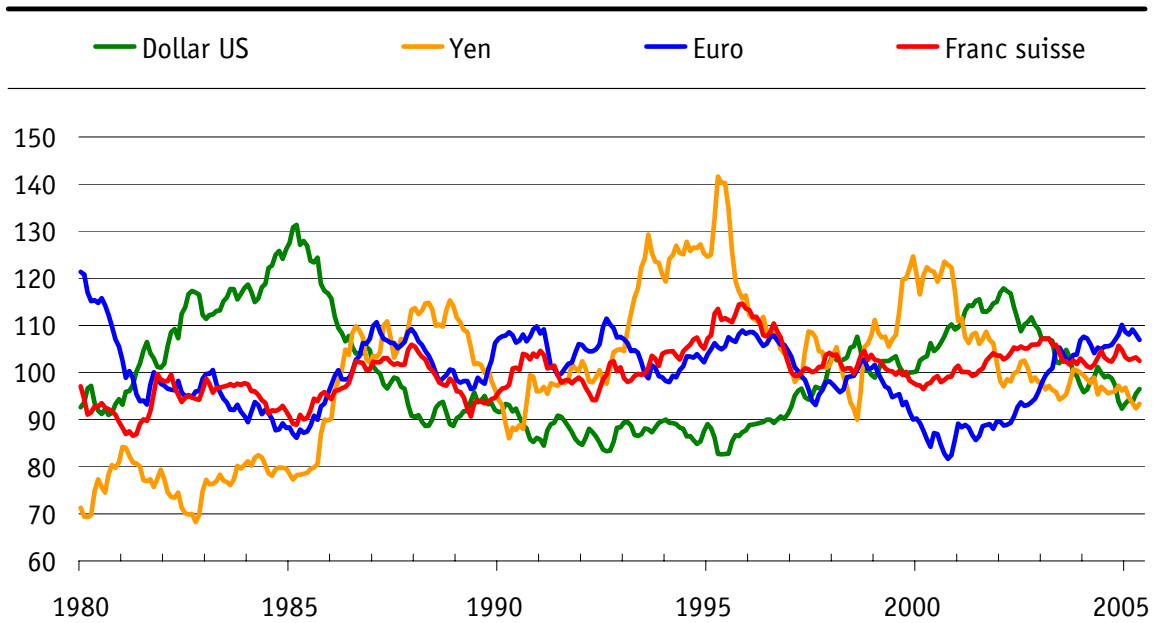
La BNS évalue les risques sur ses actifs en recourant avant tout à ce qu'on appelle la "value-at-risk". Largement répandu, cet indicateur mesure la perte qui, dans un laps de temps donné, a une forte probabilité de ne pas être dépassée. La BNS calcule la "value-at-risk" pour une probabilité de 95% et un horizon d'un an. Elle établit cette donnée pour chacun des portefeuilles et pour l'ensemble des actifs. Actuellement, la "value-at-risk" s'élève à environ 4,5 milliards de francs sur l'ensemble des actifs, soit 100 milliards de francs en chiffre rond.

La "value-at-risk" ne donne aucune information sur l'ampleur de la perte qui serait possible hors de l'intervalle de confiance de 95%. De plus, elle repose sur des structures actuelles de risques et de corrélations, qui ne reflètent pas nécessairement les risques futurs. Cette constatation s'applique en particulier à la situation actuelle, avec une volatilité des marchés qui est faible en comparaison historique. C'est pourquoi la BNS complète ses calculs de "value-at-risk" par des analyses de stress et de scénarios. Concrètement, on simule des fluctuations extrêmes des marchés et examine leurs répercussions sur les actifs. Les scénarios qui affectent tout particulièrement les actifs de la BNS incluent une baisse des cours du dollar des Etats-Unis et de l'euro et un recul du prix de l'or. De tels scénarios montrent que, selon les circonstances, de très lourdes pertes pourraient être enregistrées. La volatilité des résultats de la BNS reste donc élevée, même après l'extension des possibilités de placement. L'expérience montre cependant que de lourdes pertes sont compensées à moyen terme, soit à un horizon de trois à cinq ans.

Berne, le 16 juin 2005

Graphique 1

Indices du cours de change réel de quelques monnaies (moyenne 1980-2005 = 100)



Graphique 2

Obligations d'entreprises - Ecart de rendements aux Etats-Unis (Merrill Lynch Investment Grade Indices)

