

Conférence de presse

Zurich, le 12 décembre 2003

Remarques introductives de Philipp Hildebrand

Les marchés financiers internationaux sortent d'une année très mouvementée. Les évolutions aux Etats-Unis ont joué un rôle dominant. Au premier semestre, les marchés ont été marqués par des craintes au sujet de la conjoncture et d'une possible déflation, mais aussi par la guerre en Irak. Dans un tel environnement, les marchés des actions ont enregistré, en mars, leur niveau le plus bas de l'année. Sur les marchés obligataires, les rendements ont atteint leur niveau le plus bas en juin. La reprise de la conjoncture aux Etats-Unis a constitué le fait saillant de la seconde moitié de l'année. Elle s'étend maintenant à d'autres zones économiques.

Marchés des capitaux

Après la mi-juin, où ils étaient à leur niveau le plus bas, les rendements à long terme sur le marché suisse des capitaux ont augmenté d'environ 60 points de base pour s'inscrire à 2,7%. Ils ont évolué à peu près parallèlement aux rendements dans la zone euro. Les rendements suisses et européens ont ainsi suivi très étroitement l'évolution du marché américain, mais avec des fluctuations d'une moindre amplitude (voir graphique 1). Compte tenu de la situation conjoncturelle qui règne actuellement en Suisse, les consommateurs estiment toujours que le niveau des taux d'intérêt est attrayant, comme en témoigne la part élevée des contrats à terme fixe dans les nouveaux prêts hypothécaires. La hausse des rendements en Suisse s'explique par l'amélioration des perspectives conjoncturelles et non par des anticipations inflationnistes; celles-ci restent faibles, car les capacités de production ne sont pas encore pleinement utilisées. Contrairement aux rendements à long terme, les taux d'intérêt à court terme ont fait preuve d'une grande stabilité. En effet, le Libor à trois mois est resté presque constant autour de 0,25%.

Sur les marchés des capitaux, les taux d'intérêt ont en général évolué dans le sillage des rendements à long terme aux Etats-Unis, rendements qui ont été marqués par la reprise de la conjoncture américaine. Au début de l'été, le rendement des emprunts d'Etat à dix ans était tombé à 3,1%, aux Etats-Unis, à cause de la crainte d'une déflation; un tel niveau n'avait plus été observé depuis la fin des années cinquante. En juillet et en août, la publication de données économiques favorables a déclenché une vive hausse de ce rendement, qui a ainsi passé à 4,6%. Le "Convexity Hedging" a contribué à ce revirement d'une ampleur inhabituelle. La possibilité que les débiteurs ont, aux Etats-Unis, de dénoncer en tout temps leurs hypothèques pour obtenir des conditions plus avantageuses avait conduit à d'importants achats d'obligations d'Etat, dans la phase de baisse des taux d'intérêt du début de l'été. Les investisseurs américains disposant de gros portefeuilles d'hypothèques avaient dû effectuer ces achats pour maintenir constante la durée

Zurich, le 12 décembre 2003

2

résiduelle de leur portefeuille. C'est pourquoi, dans la phase de hausse des taux d'intérêt, il s'en est suivi immédiatement une correction d'une ampleur tout aussi forte. En septembre, les doutes au sujet de la longévité de la reprise aux Etats-Unis se sont renforcés, parce que, contrairement aux cycles précédents, on n'observait pas un élément essentiel, à savoir une amélioration sur le marché du travail. Il en a découlé une consolidation des marchés des capitaux, bien que les indicateurs économiques soient restés en majorité bien orientés. Les premiers signes, à fin septembre, d'un redressement sur le marché américain du travail et la croissance de 8,2% du PIB au troisième trimestre ont confirmé la vigueur de la reprise économique américaine. Les mois prochains montreront si cette reprise est durable une fois que les impulsions d'origine fiscale et monétaire se seront affaiblies.

Marchés des changes

Sur les marchés des changes, les fluctuations du cours du dollar ont occupé le devant de la scène. Après avoir beaucoup fléchi dans la première moitié de l'année, le dollar a pu se redresser quelque peu jusqu'en octobre, grâce aux signaux de plus en plus nombreux qui annonçaient une accélération de la croissance. Ces derniers temps, la pérennité de la reprise aux Etats-Unis et le déficit de plus en plus lourd de la balance américaine des transactions courantes ont de nouveau focalisé l'attention des opérateurs sur les marchés, ce qui a entraîné un nouvel affaiblissement du dollar (voir graphique 2).

Le franc suisse est resté stable face à l'euro à partir du milieu de l'année. Il a par contre fluctué fortement vis-à-vis du dollar. Du fait des données favorables, publiées à partir de juin, sur la conjoncture aux Etats-Unis, le franc a faibli dans un premier temps; dès septembre, il s'est raffermi dans le cadre de la consolidation générale du dollar. Dans l'ensemble, le franc n'a guère marqué de mouvements autonomes. Il a faibli sensiblement au premier semestre, après notre baisse du Libor, puis est resté stable. En termes réels, l'indice du cours du franc est aujourd'hui légèrement inférieur à son niveau du début de 1999, date du lancement de la monnaie européenne, tant vis-à-vis des monnaies de nos 24 plus importants partenaires commerciaux que face à l'euro.

Marché de l'or

Grâce à la conjoncture plus favorable, les prix des matières ont poursuivi leur mouvement de hausse, amorcé en 2001. Début décembre, l'once d'or valait plus de 400 dollars, un niveau qui n'avait plus été observé depuis sept ans. Exprimé en francs, le prix de l'or n'a pas augmenté autant en raison de l'affaiblissement du dollar. Il s'établissait cependant à environ 17'000 francs le kilo, soit son niveau le plus élevé depuis des années. La hausse du prix de l'or s'explique principalement par le fait que les producteurs ont réduit leurs activités de hedging.

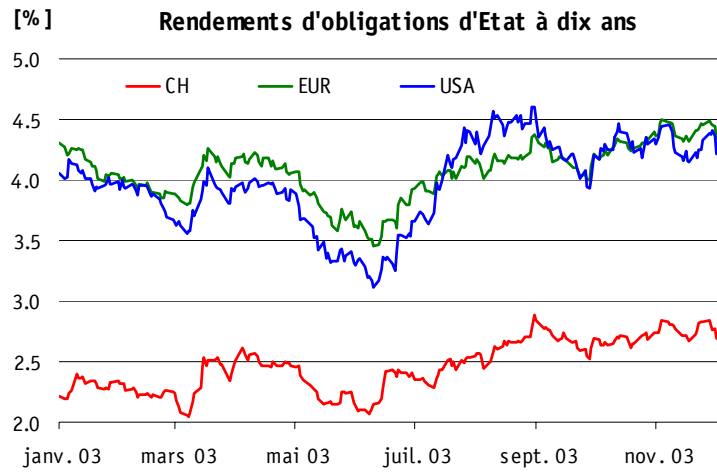
Marchés des actions

Dans l'ensemble, les marchés internationaux des actions ont évolué favorablement; après leur creux de mars, ils n'ont pas cessé de se redresser (voir graphique 3). L'environnement en nette amélioration sur ces marchés a conduit également à une reprise des chiffres d'affaires, ce qui, conjugué à une diminution de l'incertitude des investisseurs, a réduit la volatilité. Les perspectives bénéficiaires élevées, qui se reflètent dans les cours des

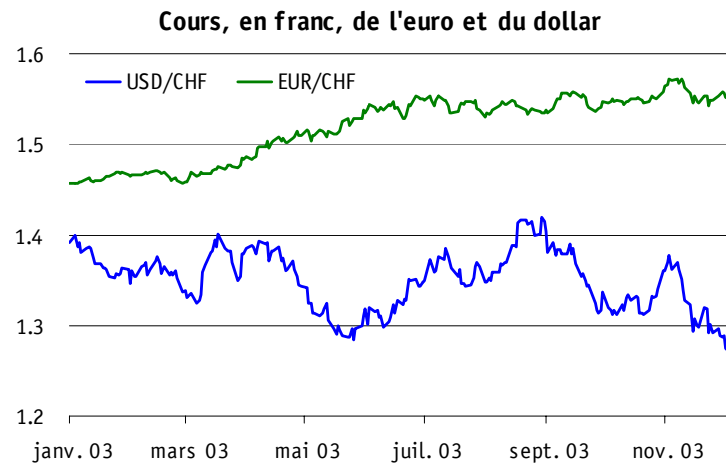
Zurich, le 12 décembre 2003

3

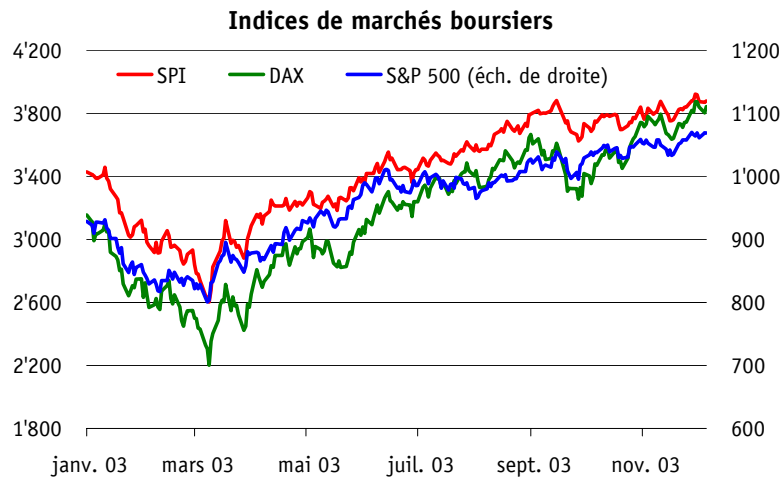
Graphique 1



Graphique 2



Graphique 3



Zurich, le 12 décembre 2003

4

actions, montrent que les opérateurs sur les marchés sont confiants dans l'évolution de la conjoncture et de l'environnement des entreprises.

En conclusion, je voudrais souligner que les marchés financiers sont actuellement dans une situation complexe qui se caractérise, d'un côté, par une reprise de la conjoncture, synchronisée sur le plan mondial, et, de l'autre, par d'importants déséquilibres extérieurs. Une reprise autonome de la conjoncture hors des Etats-Unis, appuyée notamment par des réformes dans le domaine de l'offre apporterait une contribution précieuse à une correction graduelle de ces déséquilibres.

Grandes lignes du futur processus en matière de placements et de contrôle des risques à la BNS

Les placements de la BNS, qui n'ont pas la priorité sur la politique monétaire, sont faits en fonction de critères de liquidité, de sécurité et de rendement. La nouvelle loi sur l'institut d'émission prévoit un élargissement de la marge de manœuvre de la BNS dans le domaine des placements. La loi actuelle sur la Banque nationale (LBN) limite les possibilités de placements à l'or et aux titres de créance; quant aux débiteurs, ils ne peuvent être que des Etats, des organisations internationales ou des banques. A son article 9, la nouvelle LBN définit les opérations d'une manière plus ouverte. La Banque nationale aura ainsi la possibilité d'optimiser davantage la structure de ses placements tout en tenant compte des besoins d'une banque centrale. Dans le cadre des travaux préparatifs, nous étudions notamment une extension de notre palette de placements. Une telle extension soulève toutefois des questions fondamentales qui doivent faire l'objet d'un examen. Jusqu'à l'entrée en vigueur de la nouvelle loi, nous établirons et publierons des lignes directrices sur notre stratégie de placement; ces lignes directrices préciseront comment la Direction générale utilisera cette marge de manoeuvre élargie.

En matière de placements, nous avons déjà appliqué largement les principes d'une gestion moderne des actifs. Néanmoins, des améliorations s'imposaient. Il était notamment indispensable d'adapter le processus en matière de placements et de contrôle des risques aux nouvelles conditions-cadres légales. Une plus grande diversification, obtenue grâce au recours à des instruments supplémentaires, réduirait en principe les risques de marché sur nos placements. Mais la BNS s'exposerait ainsi à de nouveaux risques, notamment à des risques de crédit accrus. Une amélioration doit aussi intervenir sur le plan du gouvernement d'entreprise ("corporate governance"). Il s'agit avant tout d'assurer une séparation des pouvoirs, aussi étendue que possible, primo entre les opérations de politique monétaire et de politique de placement, secundo entre la stratégie de placement et sa mise en oeuvre dans la gestion des actifs et, tertio, entre la prise de risques et le contrôle des risques. L'application du principe de la séparation des pouvoirs est limitée dans la mesure où la Direction générale est compétente aussi bien pour la politique monétaire que pour la politique en matière de placements.

Permettez-moi de vous présenter brièvement nos réflexions sur le nouveau processus de placement:

- Le Conseil de banque approuve les principes de la politique en matière de risques et du processus de placement.

Zurich, le 12 décembre 2003

5

- La Direction générale décide annuellement de la stratégie de placement en tenant compte des critères, déjà évoqués, de liquidité, de sécurité et de rendement.
- La Gestion des actifs, une unité d'organisation du 3^e département, est chargée de la mise en œuvre, sur le marché, de cette stratégie de placement. Sous la direction du chef de la Gestion des actifs, un comité de placement prend les décisions tactiques en matière de placements et fixe le cadre au sein duquel chacun des gestionnaires de portefeuille peut opérer.
- Un processus éprouvé de contrôle des risques assure la surveillance de la prise de risques aux divers niveaux.

Les responsabilités et les compétences sont clairement définies à tous les niveaux du processus en matière de placements. Les performances obtenues aux divers niveaux de ce processus sont mesurées et jugées à l'aide de portefeuilles de référence.

Le processus que je viens de décrire s'applique à la gestion des réserves monétaires, mais aussi à celle du produit tiré des ventes d'or, soit de la part du stock d'or qui n'est plus nécessaire à des fins monétaires. L'affectation finale de ces réserves libres est une affaire politique. La gestion de ce patrimoine n'entre pas dans la mission que la loi assigne à la BNS. Celle-ci est cependant en mesure d'assumer cette gestion, grâce à la nouvelle LBN et aux capacités dont elle dispose sur le plan interne.