

Conférence de presse semestrielle, Genève, 15 juin 2000

Remarques introductives de Bruno Gehrig, Membre de la Direction générale de la Banque nationale suisse

Au premier semestre, le franc a enregistré sur les marchés des changes deux mouvements opposés. Il a encore faibli légèrement face au dollar, mais s'est raffermi vis-à-vis de l'euro, après avoir évolué dans le sillage de cette monnaie à partir du début de 1999 (voir évolution du cours du franc, annexe 1). A la suite de ces mouvements, la tendance au repli du cours du franc, en données pondérées par les exportations, a cessé et fait place à une légère hausse. Les impulsions que notre économie reçoit du commerce extérieur, grâce au cours du franc, ont par conséquent perdu de leur vigueur. Une telle évolution est tout à fait souhaitable eu égard à la robuste dynamique que la reprise de la conjoncture a développée en Suisse.

De nombreux opérateurs sur les marchés ont été déçus, voire inquiets de l'évolution de l'euro. Depuis son introduction, la monnaie européenne a perdu plus de 25% de sa valeur face au dollar, puis s'est quelque peu redressée dans la période récente. Des facteurs économiques, mais aussi politiques ont joué un rôle dans cette évolution. Manifestement, la confiance dans une monnaie ne se forge pas aussi rapidement que les optimistes l'avaient cru avant le passage à l'euro.

Si l'on considère une longue période, de tels mouvements de cours n'ont rien d'exceptionnel. Ainsi, pendant les années 1982 à 1985, une phase de raffermissement du dollar, des variations de cours tout aussi fortes par leur ampleur et leur rapidité avaient été observées. En trois ans, le mark allemand avait alors chuté de 35% face au dollar. En mars 1985, il était tombé à son niveau le plus bas, soit à un cours qui, rapporté à l'euro, aurait correspondu à 0,55 dollar pour un euro. Cette distorsion n'avait cependant pas duré longtemps (voir évolution de l'euro par rapport au dollar, annexe 1).

Les forts mouvements des cours de change observés dans les années quatre-vingt et aujourd'hui se sont déroulés avec, en toile de fond, de substantielles divergences macroéconomiques. La hausse du dollar dans les années quatre-vingt avait été accompagnée, comme celle d'aujourd'hui, d'un déficit structurel, en rapide expansion, de la balance américaine des transactions courantes. Une telle évolution suppose que les investisseurs étrangers sont constamment disposés à opérer de nouveaux investissements directs aux Etats-Unis et à accroître leurs portefeuilles de titres en dollars. Les flux de capitaux vers les Etats-Unis reflètent la confiance élevée dans l'économie et les marchés financiers d'outre-Atlantique.

Un autre point commun avec les années quatre-vingt est remarquable: à l'époque également, la hausse du dollar avait été précédée d'une vive poussée de croissance aux Etats-Unis. Mais - et je passe ainsi aux principales différences - l'écart de croissance entre les Etats-Unis et l'Europe n'était pas aussi marqué qu'aujourd'hui. En outre, une part importante de la croissance américaine avait découlé d'impulsions massives, à caractère fiscal, du gouvernement Reagan, impulsions qui avaient entraîné un gonflement rapide de la dette publique et des vagues de pressions à la hausse sur les taux d'intérêt. En revanche, la croissance dont l'économie américaine a bénéficié ces dernières années a reposé sur le secteur privé; simultanément, les finances publiques ont été assainies, et l'inflation est restée modérée. Il n'est pas étonnant que les marchés financiers aient salué de telles performances.

Depuis peu, des changements positifs se dessinent également en Europe, quand bien même ils viennent avec un certain décalage et dans une mesure moindre. Après être tombé à des niveaux bas, l'euro est parvenu ces dernières semaines à se redresser. Il ne fait aucun doute que la situation économique est actuellement meilleure, de part et d'autre de l'Atlantique, qu'elle ne l'était dans les années quatre-vingt.

Sur le plan structurel, les opérations de change subissent un processus de profondes mutations. Les chiffres d'affaires records appartiennent au passé. De nombreux opérateurs importants ont quitté le marché, tandis que d'autres ont fortement réduit les ressources engagées dans ce domaine. Une telle évolution n'est pas inquiétante. Si le volume des opérations a diminué dans le négoce interbancaire, les marchés et la formation des cours sont aujourd'hui nettement plus transparents, ce qui constitue un avantage pour les utilisateurs des marchés. La transparence repose avant tout sur les équipements électroniques de négoce, qui indiquent en permanence les meilleurs cours. Sous l'angle économique, cette modification représente un gain de productivité, puisque les ressources engagées dans ce domaine ont diminué et que le marché remplit néanmoins sa fonction.

La Banque nationale dispose d'un volume considérable d'actifs (voir schéma du bilan, annexe 2). Les réserves monétaires suisses en constituent la majeure partie. Elles sont formées des réserves de devises, soit l'équivalent

d'environ 50 milliards de francs, et des réserves d'or, lesquelles ont actuellement une valeur de marché de près de 40 milliards de francs. Il faut encore y ajouter des actifs nets (donc après déduction des engagements à court terme envers la Confédération) pour un montant d'environ 10 milliards de francs. Ces actifs servent avant tout à la gestion du marché monétaire.

Après la vente de la moitié de l'encaisse-or et le transfert du produit de la vente aux futurs bénéficiaires, les réserves de métal jaune, évaluées au prix actuel, auront diminué de 20 milliards de francs. En outre, à la suite des gains de change qui se sont accumulés ces dernières années, les réserves de devises excèdent de plus de 10 milliards de francs le niveau visé en accord avec le Conseil fédéral. Pour autant que cet excédent reste durable et ne fonde pas du fait de pertes de change, il pourra être réduit graduellement, à partir de l'année 2003, dans le cadre de la distribution des bénéfices. Ainsi, la Banque nationale devrait conserver à moyen ou long terme des réserves monétaires pour un montant d'environ 60 milliards de francs.

Dans la gestion des réserves monétaires, nous sommes liés par des contraintes dues à notre rôle de banque centrale et aux dispositions légales. Compte tenu de ces contraintes, nous plaçons les réserves monétaires selon des critères de risques et de rendements, en mettant à profit l'extension que la révision, en 1997, de la loi sur la Banque nationale a apportée à notre marge de manœuvre. Nous nous efforçons de limiter autant que possible les risques de change, grâce à une diversification. A cette fin, nous détenons des actifs non seulement dans les principales monnaies que sont le dollar (40% de nos réserves actuelles de devises) et l'euro (44%), mais aussi en livres sterling, en yens japonais, en dollars canadiens et en couronnes danoises. D'un autre côté, nous choisissons, pour les durées de nos placements, une structure telle que nous pouvons profiter des taux à long terme qui sont tendanciellement plus élevés, tout en évitant des pertes de cours trop fortes en cas de hausses inattendues des taux d'intérêt. C'est pourquoi nous avons fixé entre 2 et 4 ans la durée moyenne de nos placements.

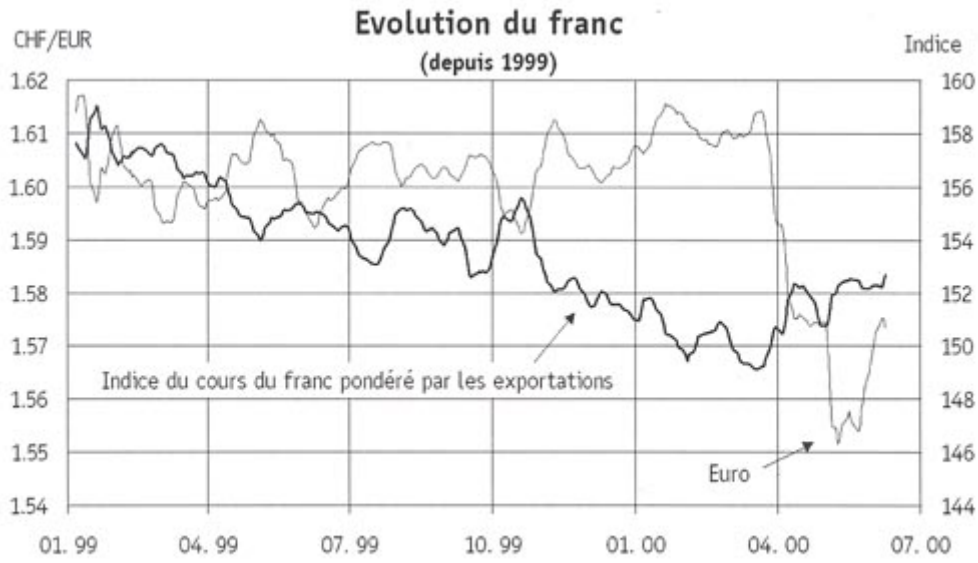
Nous comparons le résultat de notre stratégie globale de placement et celui de chacun de nos portefeuilles à des indices représentatifs du marché. En outre, depuis environ vingt ans, nous confions la gestion d'une petite partie des réserves de devises à un gestionnaire américain de fortune. Récemment, nous avons donné trois autres mandats à des entreprises externes spécialisées. Ainsi, 7% de nos réserves actuelles de devises sont gérés par des entreprises externes. Grâce aux mandats confiés à des tiers, nous avons élargi la palette de nos placements en y ajoutant des segments pour lesquels une gestion interne n'aurait pas été appropriée. Il s'agit de titres américains qui sont assortis d'une garantie hypothécaire ("mortgage-backed securities") et de portefeuilles multidevises ("global bonds"). Bien évidemment, les gestionnaires externes sont soumis à des contraintes détaillées, et nous surveillons systématiquement le respect de ces contraintes.

Quel est le potentiel de rendement sur les actifs de la Banque nationale? Il convient d'abord de relever que les réserves d'or ne donnent aucun intérêt, abstraction faite du produit des prêts d'or. En outre, nos actifs en francs suisses découlent avant tout de pensions de titres à court terme et de placements en titres, de sorte que le produit moyen qui peut en être tiré devrait s'inscrire à environ 3% ou 300 millions de francs par an.

Du côté des réserves de devises, le potentiel de rendement est plus élevé. Avec la stratégie que nous pouvons mettre en œuvre depuis la révision, en 1997, de la loi sur la Banque nationale, nous aurions obtenu, ces quinze dernières années, un rendement annuel moyen de près de 6% sur nos réserves de devises. En moyenne toujours, les placements auraient rapporté 7,5%, mais des pertes de change de plus de 1,5% par an auraient été enregistrées. D'une année à l'autre, les résultats auraient fortement fluctué, puisqu'ils se seraient inscrits entre -7% (1994) et +16% (1996).

Les réserves de devises étant investies en obligations, nous aurions obtenu un résultat relativement bon avec notre rendement de près de 6% sur une longue période. L'expérience montre toutefois que les rendements atteints dans le passé ne se renouvellent pas automatiquement. Etant donné que nous avons aujourd'hui un niveau élevé du dollar et des taux d'intérêt relativement bas sur le plan international, les perspectives de rendement sur les réserves de devises sont à moyen terme plutôt moroses, et les risques sur les placements sont considérables. A moyen ou long terme, on peut tabler sur un rendement de plus de 5% sur nos placements de devises, ce qui correspondrait, pour un volume d'actifs d'environ 40 milliards de francs, à un produit annuel légèrement supérieur à 2 milliards de francs.

Annexe 1



Annexe 2

Schéma du bilan de la BNS en milliards de francs (mai 2000)

Actif		Passif	
Or	40	Monnaie centrale	34
Réserves de devises (y compris position de réserve au FMI)	50		
Actifs en franc suisses (y compris pensions de titres)	20	Engagements envers la Confédération	10
		Autres passifs	66
Somme du bilan	110		110