

Conférence de presse de fin d'année, Zurich, le 8 décembre 2000

Remarques introductives de Jean-Pierre Roth,
Vice-président de la Direction générale de la Banque nationale suisse

Situation sur les marchés des capitaux

Depuis notre conférence de presse de juin dernier, les marchés financiers ont été placés sous les effets conjugués de la hausse des prix du pétrole et du ralentissement progressif de la croissance économique. En dépit de l'accélération générale de l'inflation, les taux d'intérêt à long terme pour les débiteurs de première qualité sont restés relativement stables, voire se sont légèrement repliés. Cette évolution indique que les marchés ne s'attendent pas à ce que le choc pétrolier se transforme en phénomène inflationniste durable. En Suisse, le rendement des obligations à dix ans de la Confédération est ainsi passé de 4 %, en juin, à 3,75 % actuellement. D'un marché à l'autre, la tendance des rendements des obligations d'Etat a aussi été influencée par des circonstances particulières. Aux Etats-Unis, la baisse du rendement des emprunts fédéraux a été accélérée par le surplus du budget fédéral; la stagnation des taux longs dans la zone euro a vraisemblablement été provoquée par le manque de confiance manifesté par les marchés à l'égard de la monnaie européenne.

La faible volatilité des marchés de la dette publique à long terme donne toutefois une image biaisée de l'impact, sur les marchés financiers, du ralentissement attendu de la conjoncture. En effet, on observe, aujourd'hui, que la dégradation des perspectives économiques incite les placeurs à adopter une attitude plus réservée à l'égard du risque. En bourse, l'engouement pour les valeurs technologiques a disparu. Ce phénomène est général. Aux Etats-Unis, où les signes de ralentissement sont maintenant évidents au terme d'une période de forte croissance, l'indice Nasdaq a chuté de plus d'un tiers depuis son sommet de cet été, retrouvant son niveau d'automne 1999. Sur les autres places, les indices des nouveaux marchés ont réagi de manière analogue. Quant aux bourses traditionnelles, leur réaction a largement dépendu du poids relatif des valeurs technologiques dans leurs indices. Au Japon, la baisse continue de l'indice Nikkei reflète avant tout les difficultés liées à l'assainissement de l'économie du pays.

La retenue des placeurs à l'égard des risques s'est aussi manifestée par un élargissement substantiel des *spreads* entre le rendement des titres d'Etat et celui des obligations de débiteurs privés. Outre-Atlantique, on note en particulier une dégradation nette des conditions de financement des entreprises disposant d'un faible *rating*. Le *spread* en leur défaveur atteint un niveau record dépassant celui de la crise financière de 1998.

Aux yeux des investisseurs, une plus grande prudence s'impose aussi dans l'appréciation des risques-pays. Certaines économies émergentes, aux fondements économiques non encore assainis, souffrent davantage de la perspective d'un ralentissement de la croissance mondiale et de la hausse des prix pétroliers. Les plus fragiles sont confrontées à une dégradation de leurs conditions de financement et éveillent une attention internationale accrue.

Par rapport aux épisodes passés, les marchés financiers semblent donc réagir de manière plus rapide et de manière plus différenciée aux modifications du paysage conjoncturel. L'ampleur des ajustements observés est révélatrice à cet égard. Le fait que les investisseurs n'aient pas été déstabilisés par cette volatilité indique que des exagérations antérieures ont ainsi pu être corrigées et que les conditions du marché sont justifiées par la nouvelle appréciation des risques.

Ventes d'or et gestion des actifs libres

L'entrée en vigueur, au début mai, de la loi sur l'unité monétaire et les moyens de paiement nous a permis de démarrer notre programme de ventes de 1300 tonnes d'or. A ce jour, 160 tonnes ont été écoulées sur le marché et nous prévoyons de vendre une quantité équivalente d'ici la fin septembre 2001. Nos actions sont coordonnées avec celles des banques centrales qui font partie de l'accord du 26 septembre 1999.

La Banque des règlements internationaux a été chargée d'effectuer la vente des 220 premières tonnes. Comme en témoignent nos situations périodiques, l'or est vendu régulièrement, à petites doses, afin d'éviter d'influencer indûment les cours. Cette manière d'opérer a porté ses fruits: le marché a pu absorber sans problème l'offre supplémentaire. Le prix moyen de nos ventes s'est élevé à 275,9 \$/oz, se situant ainsi légèrement au-dessus du cours du fixing de Londres de la période, cours qui fait référence sur le marché de l'or.

Les dollars reçus des ventes d'or sont placés dans différents instruments financiers autorisés par la loi sur la Banque nationale. Ainsi se constitue peu à peu le portefeuille qui pourra être affecté ultérieurement aux objectifs qui seront fixés par le Parlement. L'importance finale du portefeuille dépendra de deux paramètres principaux, à savoir (1) l'évolution du cours de l'or en francs suisses, et (2) le rendement des placements effectués. Au terme de nos ventes, et sur la base du cours actuel de l'or, le portefeuille d'actifs libres devrait se monter à 20 milliards de francs environ.

Nos possibilités de nous protéger contre une évolution défavorable du cours de l'or en francs suisses sont limitées par l'accord du 26 septembre 1999 qui nous interdit de procéder à des opérations de couverture à l'égard du prix futur de l'or sur le marché, un prix formulé en dollars. En revanche, nous pouvons limiter les incertitudes liées aux fluctuations du dollar par rapport au franc suisse. A cet égard, une couverture totale ne se justifie pas car l'expérience a montré qu'il existe une corrélation négative entre l'évolution du cours du dollar en francs suisses et celle de l'or en dollars; une baisse du prix de l'or en dollars est généralement associée à une hausse du dollar par rapport au franc. L'existence de ce "natural hedge" nous a conduit à adopter une stratégie de couverture partielle du risque dollar, en procédant à des ventes à terme de dollars contre francs suisses pour un montant correspondant à un tiers environ du produit des ventes d'or. Par ce moyen, nous limitons les effets négatifs qu'une dépréciation du dollar aurait sur les recettes futures générées par les ventes d'or.

Le produit des ventes d'or est investi dans un portefeuille obligataire dont la composition diffère sensiblement de celle de nos réserves en devises pour deux raisons principales. D'abord, si nous ne connaissons pas encore les futurs bénéficiaires des actifs libres, nous pouvons d'ores et déjà supposer qu'ils seront avant tout intéressés à disposer d'un portefeuille générant des flux réguliers de revenus exprimés en francs suisses. Ensuite, ces futurs bénéficiaires prendront possession de leur patrimoine au plus tôt d'ici deux à trois ans et il importe que, au moment du transfert, la valeur du portefeuille accumulé permette de couvrir le montant que la BNS devra céder. Ce dernier point découle du fait que jusqu'à ce moment-là, la BNS assume l'intégralité des risques du placement du produit des ventes d'or. La préservation de l'intérêt des récipiendaires des bénéfices ordinaires de la BNS - la Confédération et les cantons - demande donc que nous adoptions une stratégie de placement peu agressive. Environ 60% du portefeuille est assuré contre le risque de change et correspond donc à un investissement obligataire en francs suisses. Le solde est investi en obligations en euros (20%), en dollars (10%) et en obligations libellées en d'autres monnaies (10%). La durée moyenne du portefeuille est d'environ trois ans.

Le profil de placement des actifs libres a ainsi été défini de manière à tenir compte, dans la mesure du possible, des besoins des futurs bénéficiaires et de la date probable de prise de possession de leurs actifs. Par ailleurs, nous avons pris toutes les dispositions administratives nécessaires pour assurer l'efficacité de notre gestion :

- Les actifs libres sont gérés comme un portefeuille séparé, dont nous connaissons en tout temps la valeur de marché, le rendement et le profil de risque. Toutefois, comme ce portefeuille ne constitue pas encore un patrimoine particulier sur le plan légal, il n'apparaît pas en tant que tel dans notre bilan. Les investissements réalisés figurent dans les différentes rubriques de notre actif.
- Pour chaque forme d'investissement des actifs libres, nous avons défini des portefeuilles de référence avec leur indice de référence. La performance de gestion peut donc être périodiquement évaluée sur la base de critères objectifs.

Par ces mesures, nous assurons une gestion transparente des actifs non nécessaires à la conduite de la politique monétaire, ce qui facilitera, une fois le cadre légal mis en place, leur transfert aux futurs bénéficiaires.