

Conférence de presse

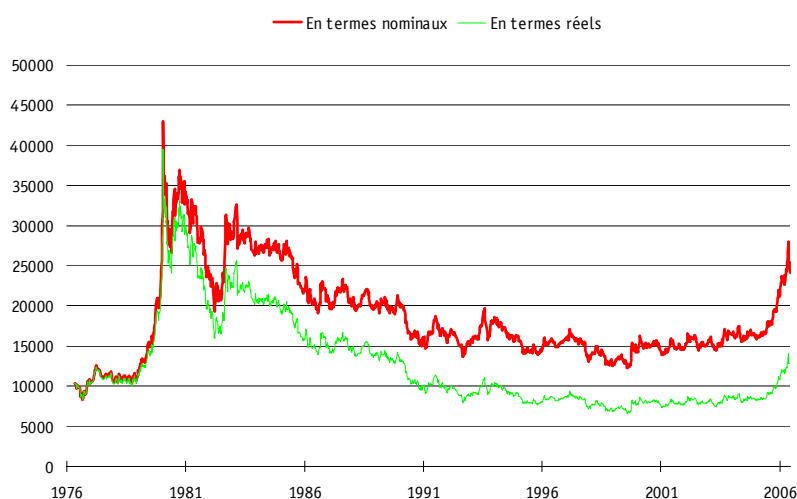
Genève, le 15 juin 2006

Remarques introductives de Philipp Hildebrand

Evolution sur le marché de l'or

Etant donné l'évolution récente sur le marché de l'or, je voudrais vous présenter une brève rétrospective et une analyse des particularités de ce marché. En janvier 1980, le prix de l'or en francs a atteint son niveau record, soit plus de 40'000 francs le kilogramme. Par la suite, il a marqué une tendance continue à la baisse jusqu'en mai 1999. Depuis, il a doublé. La hausse s'est accélérée ces derniers trimestres; même compte tenu de la récente correction, l'or a gagné environ 50% au cours des seuls douze derniers mois. En termes tant réels que nominaux, le prix actuel de l'or en francs est cependant toujours nettement inférieur à son niveau record de 1980.

Graphique 1: Prix de l'or en francs, en termes nominaux et réels (aux prix de 1976)

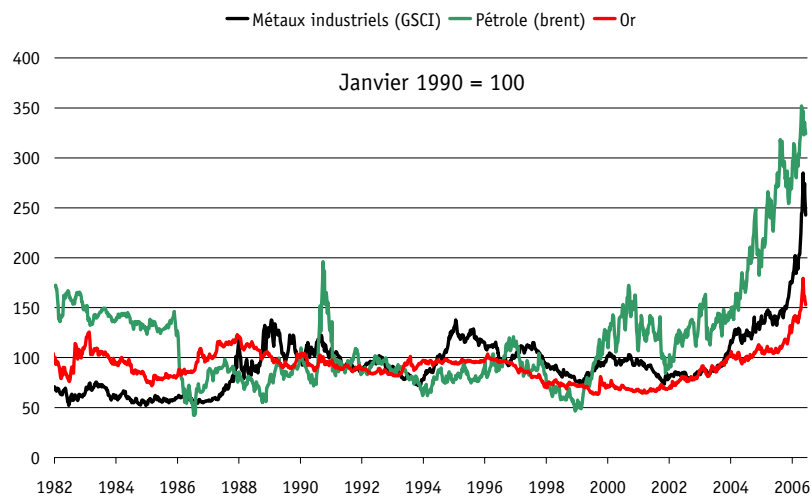


Les marchés des autres matières premières ont eux aussi connu un boom ces dernières années. Ainsi, le prix du pétrole en dollars des Etats-Unis a septuplé depuis le début de 1999, et les prix des métaux pour l'industrie ont triplé au cours des cinq dernières années. Un parallélisme entre l'or et d'autres matières premières avait déjà été observé à la fin des années septante, lors de la précédente hausse du prix de l'or.

Genève, le 15 juin 2006

2

Graphique 2: Prix de l'or, des métaux et du pétrole en USD



En dépit de certaines similitudes, le marché de l'or n'est pas directement comparable aux marchés d'autres matières premières. Une différence importante vient du fait que, par rapport à la production annuelle, l'offre mobilisable est beaucoup plus élevée du côté de l'or que de celui d'autres matières premières. L'or qui est détenu dans le monde sous diverses formes – bijoux, lingots et pièces notamment – atteint, selon des estimations, 160'000 tonnes, soit 60 fois la production minière annuelle; une grande part de cet or pourrait être mobilisée sans coûts élevés. Sur le marché de l'or, la formation du prix dépend par conséquent non seulement de la production minière actuelle et de la demande industrielle, comme cela est le cas pour d'autres matières premières, mais aussi de l'offre et de la demande des détenteurs actuels et potentiels de ce métal précieux. Des facteurs ayant trait aussi bien à l'offre qu'à la demande ont contribué à la hausse que le prix de l'or a enregistrée ces dernières années.

Du côté de l'offre, les capacités de production n'ont guère été accrues – cette constatation s'applique également à d'autres matières premières – depuis un certain temps déjà. Ces dernières années, la production minière a stagné à environ 2'500 tonnes par an. Dans l'évolution du prix de l'or, les effets procycliques de la politique de couverture des sociétés minières ont joué un rôle encore plus important que cette stagnation. Dans la seconde moitié des années nonante, les sociétés minières ont de plus en plus conclu des contrats de vente à terme portant sur leur production future. Elles ont ainsi augmenté de plus de 10% l'offre, d'où un renforcement de la tendance à la baisse que marquait alors le prix du métal jaune. A partir de 2001, les sociétés minières ont progressivement abandonné cette politique de couverture, ce qui a de facto conduit à une diminution de l'offre et contribué à la hausse du prix.

Dans la période récente, d'autres composantes de l'offre d'or ont eu des effets plutôt anticycliques. Les ventes des banques centrales ont augmenté légèrement, mais l'accord qui les contingente – cet accord liant quinze banques centrales européennes a été reconduit en 2004 – a limité les possibilités d'accroître ainsi l'offre. D'autres détenteurs d'or ont en revanche mis des quantités nettement plus fortes de métal jaune sur le marché

Genève, le 15 juin 2006

3

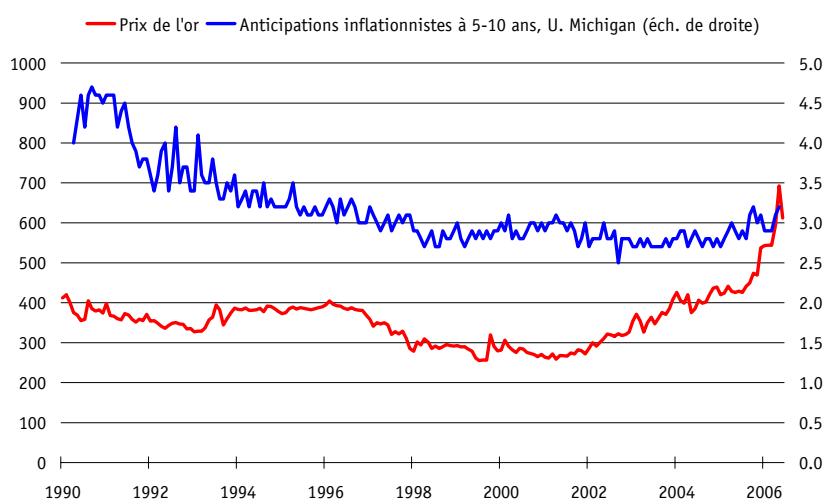
du fait de la hausse du prix. Il semble que ces quantités n'aient toutefois pas encore atteint leur niveau record de 1998. A l'époque, la crise asiatique avait amené nombre de détenteurs d'or à écouler plus de 1'000 tonnes sur le marché. Dans l'ensemble, l'offre d'or n'a ainsi guère augmenté sensiblement jusqu'ici, en dépit de la hausse du prix.

Du côté de la demande, un facteur a sans doute contribué pour beaucoup à la récente hausse du prix de l'or. La demande des particuliers à des fins de placement a en effet retrouvé de la vigueur. Les spécialistes du marché estiment que cette demande a porté sur plus de 700 tonnes en 2005. Pour les placements en or, un nouvel instrument, les *exchange traded funds* (ETF), est particulièrement apprécié, étant donné qu'il permet une bonne négociabilité de l'or, même en petites quantités. A fin 2003, les placements en ETF sur or étaient inférieurs à 20 tonnes. Aujourd'hui, ils sont probablement supérieurs à 500 tonnes.

Les raisons de cette augmentation de la demande d'or à des fins de placement ne sont pas très claires. La prospérité grandissante dans les économies émergentes joue sans doute un certain rôle. Dans les pays asiatiques en particulier, l'or est un important instrument de placement. En outre, le penchant des investisseurs à prendre le train en marche y a probablement contribué. Un tel comportement renforce la tendance, surtout sur des marchés étroits comme celui de l'or.

Il n'y a guère d'indices laissant penser que la forte demande d'or est liée à la crainte d'une accélération mondiale de l'inflation. Les indicateurs spécifiques au domaine des anticipations inflationnistes – emprunts indexés sur l'inflation, enquêtes auprès des consommateurs – ne laissent percevoir aucun signe de craintes inflationnistes significatives.

Graphique 3: Prix de l'or (USD) et anticipations inflationnistes (USA)



Il n'est guère possible de prévoir l'évolution des facteurs jouant un rôle déterminant dans la formation du prix de l'or. Par conséquent, l'évolution du prix du métal jaune ne peut faire l'objet de prévisions fiables. La seule chose que nous savons avec certitude, c'est qu'il

Genève, le 15 juin 2006

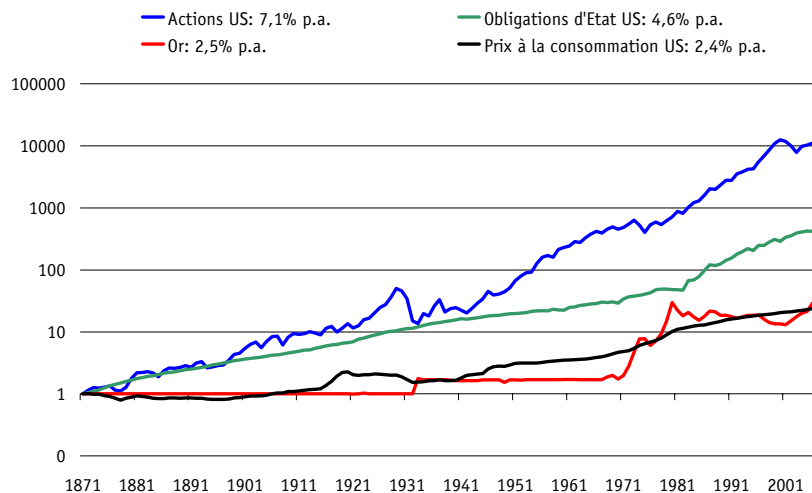
4

faut s'attendre à des fluctuations du prix de l'or, à la hausse et à la baisse, et que ces fluctuations pourront être fortes et durables.

Influence du prix de l'or sur les résultats de la BNS

Pour la BNS en tant que banque centrale, l'or revêt une importance particulière. Sa valeur, contrairement à celle d'une monnaie, ne dépend pas de la souveraineté d'un Etat. De plus, les paiements en or se déroulent entièrement sous le contrôle de la BNS. Ces raisons expliquent que l'or se prête mieux que d'autres placements au maintien d'une marge de manœuvre dans les situations de crise extrêmes. L'or remplit d'importantes fonctions sur le plan monétaire et a parfaitement sa place au sein de nos réserves monétaires. Sous l'angle des placements, le prix de l'or évolue souvent, lors de situations exceptionnelles, dans un sens contraire à celui d'autres actifs, en particulier du dollar des Etats-Unis. Cette «assurance» a un prix, le rendement de l'or étant inférieur, sur une longue période, aux rendements des actifs financiers. L'évolution à long terme des rendements sur l'or et sur les actifs financiers aux Etats-Unis illustre bien mon propos.

Graphique 4: Rendements cumulés sur or, obligations et actions, en USD



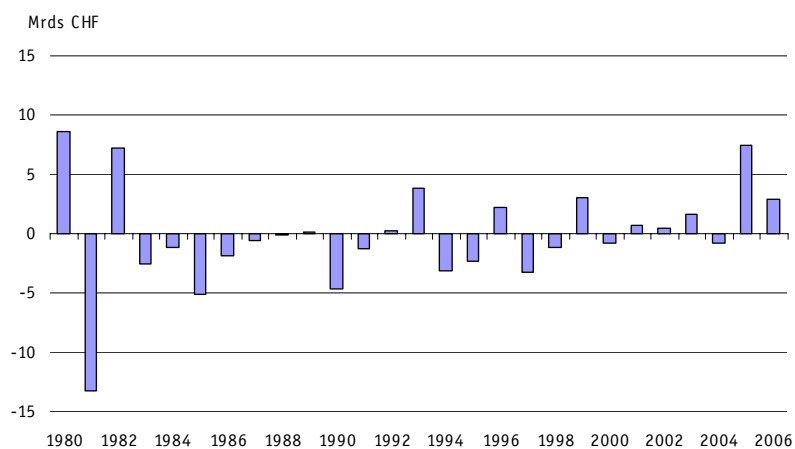
La BNS détient 1'290 tonnes d'or. La contre-valeur de cet or représente actuellement 30% environ des actifs de la BNS. Jusqu'au début des ventes d'or, en 2000, l'encaisse-or atteignait 2'590 tonnes. Sans les ventes d'or des dernières années, la part de métal jaune dans le bilan serait sensiblement plus forte. Les réserves d'or qui n'étaient plus nécessaires à des fins monétaires ont été vendues pour des raisons stratégiques. En outre, les prévisions de prix sur l'or sont forcément toujours entachées de lourdes incertitudes.

Du fait de la part élevée de l'or, les fortes fluctuations du prix du métal jaune influent sensiblement sur le bilan et sur le compte de résultat de la BNS. Pour s'en rendre compte, il suffit de rappeler que le prix de l'or a subi, depuis 1980, des variations annuelles comprises entre -31% et +36%. Exprimées en francs et sur la base de l'encaisse-or actuelle, soit 1'290 tonnes, ces fluctuations du prix auraient engendré des gains et des pertes annuels oscillant entre +8 milliards et -13 milliards de francs.

Genève, le 15 juin 2006

5

Graphique 5: Variations annuelles de la valeur de 1'290 tonnes d'or



En dépit de ces vives fluctuations, le prix de l'or en francs a retrouvé aujourd'hui son niveau de 1985. Globalement, les placements en or ont donc produit un rendement nul, en termes nominaux, au cours des vingt dernières années. L'expérience montre que les fluctuations de prix exceptionnelles sur les marchés ont tendance à s'équilibrer à long terme. On peut en tirer deux conclusions essentielles pour la stratégie en matière de distribution des bénéfices et pour l'estimation de la capacité bénéficiaire de la BNS.

- Premièrement, la BNS ne pourrait procéder à la distribution à court terme de plus-values substantielles sur l'or que si elle était prête à vendre de l'or ou des devises pour des montants équivalents, c'est-à-dire si elle réduisait ses réserves monétaires. Si le prix de l'or devait ensuite fléchir ou qu'une moins-value devait être enregistrée sur les réserves de devises, nous risquerions de voir les réserves monétaires passer au-dessous du niveau requis. Le lissage à moyen terme de la distribution, tel qu'il est assuré par la convention qui régit actuellement la distribution des bénéfices, permet au moins d'atténuer les effets d'évolutions de ce genre.
- Deuxièmement, les attentes à long terme en matière de rendements ne devraient pas fondamentalement reposer sur des bénéfices ou des pertes extraordinaires enregistrés dans le passé. Sur la base de ses calculs, la BNS estime toujours entre 2% et 3% par an, en moyenne, le potentiel de rendement à long terme sur l'ensemble de son patrimoine.

Il serait donc imprudent de se laisser aveugler par de récentes fluctuations de prix lorsqu'il s'agit d'estimer le potentiel à long terme de capacité bénéficiaire et de distribution de la BNS. La tendance à de fortes fluctuations, qui caractérise notamment l'or et le dollar des Etats-Unis, peut conduire aussi à de lourdes pertes sur les réserves monétaires.

Comme M. Roth l'a déjà souligné, l'initiative «Bénéfices de la Banque nationale pour l'AVS» (initiative COSA) part, en ce qui concerne le potentiel de distribution de la BNS, d'attentes irréalistes à long terme quant à la capacité bénéficiaire de la Banque. Si ces attentes sont déçues, la politique de placement et la politique de distribution de la BNS pourraient faire

Genève, le 15 juin 2006

6

l'objet de pressions de la part des milieux politiques. L'objectif de la stabilité des prix pourrait entrer en conflit avec l'attente de rendements aussi élevés que possible sur les actifs. Ainsi, l'indépendance de la BNS serait fortement menacée, et sa crédibilité compromise. Dans un tel environnement, il serait encore plus difficile pour la BNS de conduire une politique monétaire axée sur la stabilité.