

**Zeitschrift:** Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Etudes Economiques et Sociales

**Herausgeber:** Société d'Etudes Economiques et Sociales

**Band:** 55 (1997)

**Heft:** 3: La Banque Nationale Suisse : sous la loupe

**Artikel:** Bases de décision pour une nouvelle loi sur la Banque Nationale

**Autor:** Ungern-Sternberg, Thomas von

**DOI:** <https://doi.org/10.5169/seals-140640>

#### **Nutzungsbedingungen**

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. [Mehr erfahren](#)

#### **Conditions d'utilisation**

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. [En savoir plus](#)

#### **Terms of use**

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. [Find out more](#)

**Download PDF:** 09.01.2026

**ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, <https://www.e-periodica.ch>**

# **BASES DE DÉCISION POUR UNE NOUVELLE LOI SUR LA BANQUE NATIONALE**

Thomas von UNGERN-STERNBERG\*  
*Professeur, Ecole des HEC  
Université de Lausanne*

## **0. Résumé**

Au cours de l'année, les chambres devront débattre d'une nouvelle Loi sur la Banque Nationale (LBN). Dans ce travail nous cherchons à réunir les principaux faits et propositions dont le législateur devrait tenir compte au cours de ses délibérations. Nous tenons à souligner les points suivants:

- La Banque Nationale Suisse (BNS) pratique une politique de distribution des bénéfices qui est en contradiction avec l'esprit (sinon le texte lui-même) de l'article constitutionnel et de la LBN en vigueur. Si on compare la politique de la BNS avec celle d'autres banques centrales européennes similaires (Autriche, Belgique, Pays-Bas, Suède) on constate que les 15 dernières années la BNS a distribué entre 10 et 20 milliards de Frs de moins que ces autres Banques centrales.
- Relativement au nombre d'habitants, la Suisse détient environ 10 fois plus d'or que les autres pays européens. En détenant des réserves d'or pour environ 40 milliards de Frs, le pays se prive chaque année d'environ 2 milliards de Frs de revenus d'intérêts. Il serait temps de vendre au plus vite au moins une partie de ces réserves stériles. Dans le courant de ce siècle, la Suisse n'a jamais eu l'occasion d'utiliser l'important stock d'or qui repose dans les coffres de la BNS au profit du peuple.

\* Avec Robert Bichsel et Patrick Zweifel je dispose actuellement de deux assistants et doctorants particulièrement compétents. Leur soutien dans l'enseignement et dans la recherche est exemplaire. Je voudrais leur exprimer ma gratitude.

- Il est paradoxal que la Suisse, placée sous un régime de taux de change flexibles, et nécessitant par conséquent un volume de devises plutôt faible, détienne 2 fois plus de réserves de devises que les pays qui sont tenus de soutenir le cours de leur monnaie.
- Dans son rôle de gérant de la fortune financière de la Suisse la BNS a pris, durant ces 25 dernières années, des risques de change inutilement élevés et obtenu des rendements peu satisfaisants. Nous songeons en particulier aux placements non couverts de 22 milliards de Frs en dollars américains (2 à 3 fois plus que les montants détenus en dollars par les autres banques centrales). Durant la seule période s'échelonnant entre 1984 et 1994, la BNS a enregistré sur ces placements une perte de plus de 6 milliards de Frs. Par ailleurs, les résultats ne sont guère plus flatteurs si on considère l'ensemble de la période passée sous un régime de taux de change flexibles.
- La gestion du patrimoine national devrait s'appuyer avant tout sur une maximisation du rendement et sur une gestion des risques sérieuse. Les résultats décevants de la BNS par le passé sont dus en grande partie à un **manque de contrôle externe de sa performance**.
- La BNS et le Département Fédéral des Finances proposent d'élargir la marge de manœuvre de la Banque centrale pour lui permettre de prendre des risques non contrôlés dans le domaine des taux d'intérêt. Bien qu'il ne soit pas nécessaire que la BNS détienne 40 milliards de Frs d'emprunts d'Etat à court terme, il semble judicieux d'instaurer un système efficace de contrôle des risques avant de prolonger la durée de ses actifs.
- L'expérience a montré que les établissements privés obtiennent en général un meilleur rapport rendement-risque que les bureaucraties d'Etat. Il serait par conséquent judicieux de leur confier la gestion d'une grande partie de la fortune financière suisse.
- La politique de la BNS est empreinte d'une idéologie mercantiliste. Cette idéologie coûte plusieurs centaines de millions de Frs par an à la Suisse. Le législateur devrait examiner s'il n'est pas temps de songer à des solutions alternatives.

## 1. Introduction

Le faible rendement du portefeuille de la BNS et sa distribution des bénéfices insuffisante sont sujet à des critiques de plus en plus sévères. C'est probablement suite à des interventions au sein du Conseil National que la Banque Nationale Suisse et le Département fédéral des finances ont finalement institué un groupe de travail chargé d'établir si une révision de la loi sur la Banque nationale était nécessaire sur certains points. En décembre 1996, le groupe de travail présenta les résultats de ses analyses dans un rapport intitulé «La politique de placement et la distribution des bénéfices de la BNS».

Nous ne pouvons que regretter que le groupe de travail ne se soit pas donnée la peine de répondre en profondeur ni à l'interpellation du Conseiller national Tschopp ni à l'initiative parlementaire du Conseiller national Ledergeber. Leurs réflexions sur ce sujet étaient pourtant intéressantes et sérieuses. Les deux Conseillers nationaux ont manifestement compris que les problèmes rencontrés par la BNS sont de nature fondamentale et qu'ils ne pourront être résolus par de simples adaptation de la durée des actifs de la BNS (ce que suggère le groupe de travail).

On constate d'ailleurs que le rapport, malgré ses 40 pages, n'offre qu'un point de vue assez restreint. De ce fait il ne peut servir ni au Conseil national ni au Conseil des Etats comme base de décision leur permettant de s'exprimer d'une manière informée sur la nouvelle LBN. Notre travail vise à combler, du moins partiellement, cette lacune. Nous poursuivons en particulier deux objectifs:

- D'une part le rapport du groupe de travail contient des affirmations qui peuvent prêter à confusion. Il est notamment discutable de considérer que la Suisse doit conserver un stock considérable d'or et de devises (faiblement diversifiées), en exposant ainsi la fortune du pays à des risques substantiels. En plus le groupe de travail n'informe pas correctement l'opinion publique sur le rendement réel obtenu par la BNS avec sa politique de placement assez spéculative. Nous souhaitons clarifier ces questions.
- D'autre part le rapport du groupe de travail propose de comparer le comportement de la BNS avec celui des banques centrales d'autres petits pays européens; à savoir la Belgique, les Pays-Bas, l'Autriche et la Suède. Nous souhaitons approfondir ces comparaisons. Nous arrivons en particulier aux

constatations suivantes: En comparaison avec les autres banques centrales, la distribution des bénéfice de la BNS est vraiment très maigre. Sur la période 1984 - 1995, le bénéfice annuel moyen distribué était de<sup>1</sup> :

<b>Suisse:</b>	<b>250 millions de Frs par an</b>
Autriche:	820 millions de Frs par an
Belgique:	900 millions de Frs par an
Pays-Bas:	1'400 millions de Frs par an
Suède:	1'500 millions de Frs par an

**Le bénéfice distribué par les banques centrales de référence était donc de 3 à 6 fois supérieur à celui de la BNS.** Ce résultat est d'autant plus surprenant que la BNS disposait, durant toute la période considérée, de fonds propres beaucoup plus importants que les autres instituts d'émission, suggérant également l'existence de bénéfices beaucoup plus importants.

La politique de distribution des bénéfices hautement restrictive a permis à la BNS (malgré ses investissements peu rentables) d'accumuler des réserves beaucoup plus importantes que les autres banques centrales. Concrètement, entre 1984 en 1994, les réserves des différents instituts monétaires ont augmenté comme suit:<sup>2</sup>

<b>Suisse:</b>	<b>9 milliards de Frs</b>
Suède:	3,5 milliards de Frs
Autriche:	3 milliards de Frs
Belgique:	0,9 milliards de Frs
Pays-Bas:	0,8 milliards de Frs

Au vu de ces chiffres, il est légitime de se demander pour quelles raisons le besoin de la BNS en fonds propres excède à ce point celui des autres banques centrales.

La politique de placement de la BNS a surtout été critiquée en raison du montant extrêmement important d'actifs en dollars (non couverts contre des risques de change) qu'elle détient. Nous constatons que la BNS pratique effectivement une politique de placement beaucoup plus risquée que les autres instituts d'émission. A la fin de 1995, les placements en dollars (sans garantie de change) des différentes banques centrales étaient les suivantes:

<b>Suisse:</b>	<b>22 milliards de Frs</b>
Pays-Bas:	13 milliards de Frs
Autriche:	8 milliards de Frs
Suède:	7 milliards de Frs
Belgique:	7 milliards de Frs

La BNS expose donc la Suisse à des risques de change relatifs au dollar **au moins deux fois plus élevés** que les autres instituts.

On constate également qu'aucun des pays en question n'attribue aux réserves de devises la même importance que la Suisse. Nulle autre nation ne limite la distribution des bénéfices de sa banque centrale dans le but d'augmenter les fonds propres de l'institut d'émission et de permettre ainsi une accumulation des réserves en devises. Du point de vue monétaire, l'acharnement suisse est particulièrement paradoxal: à la différence des autres pays la Suisse se trouve dans un système de taux de change flexibles. La BNS n'a aucune obligation de soutenir le cours de sa monnaie. Autrement dit, elle nécessite des réserves nettement plus faibles que les autres pays. Le cours du franc est déterminé par les forces du marché, et l'argument des interventions sur les marchés de change n'est pas valable. L'évidence historique à ce sujet est d'ailleurs sans équivoque: au cours des 20 dernières années, la BNS n'a jamais utilisé une partie importante de ses réserves de devises pour corriger le cours de la monnaie nationale.

Il faut se demander dans quelle mesure les politiques de placement et de distribution des bénéfices de la BNS sont déterminées par des restrictions légales. Sur la base d'une comparaison entre la BNS et les autres banques centrales, on constate que les différences de comportement sont pour l'essentiel dues à des choix libres de la BNS. Elle dispose d'un grand pouvoir d'appréciation en matière de distribution des bénéfices et de politique de placement. La BNS pourrait remplir son mandat monétaire tout aussi bien, si elle disposait de fonds propres beaucoup moins importants, réduisait considérablement ses risques de change et versait à l'Etat la majeure partie de ses profits (de monopole).

La BNS gère pour la Suisse un patrimoine de plus de 50 milliards de Frs (sans compter l'or). Il est plus que légitime que le législateur soit préoccupé par la manière dont il est possible de tirer le meilleur rendement possible de cette for-

tune. Etant donné les résultats décevants de la politique de placement de la BNS, et sa tendance (peu suisse) à encourir des risques élevés, ne devrait-on pas confier la gestion d'une partie de cette fortune à des entreprises privées disposant de plus amples expériences et présentant des meilleures performances?

Notre étude est structurée de la manière suivante: Le chapitre 1 synthétise les principales contributions au débat public au cours de l'année passée. Le chapitre 2 traite la problématique de distribution des bénéfices. Le chapitre 3 analyse la question des vastes réserves d'or de la BNS. Le chapitre 4 examine la politique de placement de la Banque Nationale et la compare avec ce qui est pratiqué à l'étranger. Dans le chapitre 5, nous nous interrogeons sur la pertinence de la gestion du patrimoine suisse par une institution, qui n'a jusqu'à présent pas démontré beaucoup de professionnalisme dans le domaine de la gestion des risques (et ceci même en comparaison avec d'autres banques centrales). La question est d'actualité puisque le rapport du groupe relève sans aucun doute que la BNS a l'intention de continuer à prendre des risques de change substantiels. Le chapitre 6 conclut avec quelques remarques de synthèse.

## **2. L'évolution récente du débat**

### **2.1 *La critique de la politique de placement de la BNS***

Le monopole d'émission de billets de banque représente, de par sa nature, est une activité extrêmement lucrative. La Banque centrale émet la monnaie en achetant des papiers-valeur aux banques commerciales. Le coût d'émission est pratiquement nul et la Banque centrale ne paie pas d'intérêts sur les billets qu'elle émet. Par contre elle touche des recettes d'intérêt sur les papiers valeurs qu'elle obtient en contrepartie. Son activité génère donc régulièrement des bénéfices importants qu'elle peut utiliser de deux manières différentes: La première consiste à les verser à l'Etat. La deuxième consiste à les retenir pour les investir au nom de l'Etat. En ne distribuant que le strict minimum de ses surplus, la BNS a apparemment choisi la seconde approche. Elle est de ce fait devenue le gérant de la fortune financière suisse. Actuellement, la BNS gère (sans compter l'or) 50 milliards de Frs de fonds pour l'Etat.

En janvier 1996, nous avons publié un cahier de recherches économiques intitulé «The SNB and Seignorage» qui mettait en évidence les faiblesses princi-

pales des stratégies de placement de la BNS. Résumons les principaux points abordés:

- 25 ans après la suppression de la convertibilité-or au niveau international, la BNS continue à thésauriser 2'600 tonnes d'or. Dans la comptabilité de la BNS cet or est évalué à 4'595 Frs/kg. La valeur comptable de ce placement se monte donc à 12 milliards de Frs. Evalué au prix du marché (15'000 Frs/kg), ce placement improductif se monte à près de **40 milliards de Frs**. Est-ce dans l'intérêt de la Suisse de placer une telle somme dans un actif qui par nature ne rapporte aucun revenu d'intérêts, et dont le prix chute presque continuellement depuis 10 ans?
- Le reste du portefeuille de la BNS est surchargé de titres en dollars. A la fin 1994, la BNS détenait des devises américaines couvertes contre les risques de change pour une valeur de 14 milliards de Frs et des actifs en dollars **non** couverts pour une valeur de **24 milliards** de francs. Aucune autre banque centrale européenne ne partage cet enthousiasme pour des placements sans garantie en monnaie américaine. Aucun autre institut monétaire d'Europe ne se livre à des spéculations sur le dollar d'une telle ampleur. Jusqu'à présent, cette stratégie spéculative n'a malheureusement pas connu de succès. Entre 1984 et 1995, elle a au contraire fait essuyer à la BNS une perte d'environ 6 milliards de Frs. Ce montant a été calculé en prenant comme point de référence le rendement que la BNS aurait obtenu en pratiquant une stratégie alternative très simple, à savoir celle consistant à ne conserver, pendant toute la période considérée, **que des titres en Frs à court terme**. La barre n'a donc vraiment pas été placée très haut. En pratiquant une politique d'investissement un peu plus sophistiquée, par exemple en diversifiant le portefeuille par le placement d'une grande partie de la fortune dans les titres en marks allemands à l'instar des autres banques centrales, la BNS aurait pu obtenir des rendements beaucoup moins décevants.
- Nous avions aussi souligné, que la Suisse aurait beaucoup à gagner, si une partie de la fortune du pays était investie dans un fonds de capital-risque suisse. Plusieurs politiciens et économistes sont d'avis que le manque de capital-risque constitue un frein important au développement de l'économie suisse. Du point de vue du rendement, il est invraisemblable que cette option puisse rapporter moins que les investissements actuels en dollars,

pour autant que le fonds soit géré par des professionnels.

- Finalement, nous avions souligné que la contrainte légale qui oblige la BNS à ne détenir que des actifs à court terme devrait être supprimée. Les placements en obligations à plus long terme rapportent en général et en moyenne des intérêts nettement plus élevés. **La restriction à des actifs à court terme permet essentiellement aux Etats Unis un financement bon marché de leur déficits publics.** Pour les dix dernières années, un léger prolongement de la durée des actifs de la Banque nationale aurait facilement permis d'augmenter son bénéfice de 150 millions de Frs par an.

## **2.2 *L'interpellation du Conseiller national Tschopp***

En mars 1996 le Conseiller national Tschopp (Rad, Genève) soumit une interpellation, qui traitait également de la politique de placement de la BNS. Lui aussi se demandait, si les faibles rendements obtenus par la BNS sur ses placements en dollars ne devraient pas la pousser à modifier sa politique de placement. Mais il s'est surtout interrogé sur l'**attitude exagérément mercantiliste** dont semble empreinte la politique de la BNS. La BNS semble croire qu'il est dans l'intérêt de la Suisse d'accumuler d'énormes réserves de devises (non couvertes) et la plus grande réserve d'or du monde. Par ailleurs il s'est également posé la question de la pertinence de l'adoption, par la Suisse, d'une stratégie de placement **productive** pour une partie de sa fortune.

## **2.3 *L'initiative parlementaire du Conseiller national Ledergeber***

En avril 1996, le Conseiller national Ledergeber (PS, Zürich) soumit une initiative parlementaire, réclamant entre autres la suppression du monopole de la BNS dans le domaine de la gestion de fortune suisse. Les maigres résultats obtenus par la Banque nationale justifient à ses yeux l'introduction de plus de concurrence. En outre, il réclamait la suppression de la couverture-or de la monnaie nationale. Si on évalue les réserves d'or de la BNS à leur prix du marché, on constate que le capital total géré par la BNS se monte à près de 90 milliards de Frs. A un taux de rendement de 5%, ce capital devrait rapporter annuellement plus de 4 milliards de Frs. Ce montant, excède largement les quelque 600 millions de Frs par année que la BNS semble être actuellement disposée à verser.

## **2.4 La critique de la politique de distribution des bénéfices**

En mai 1996, nous avons publié un nouveau cahier de recherche sous le titre «La distribution des bénéfices de la Banque Nationale Suisse». Nous y critiquons la distribution extrêmement limitée des bénéfices de la BNS. Tout d'abord, nous constatons que le législateur suisse avait voulu créer une banque centrale avec peu de fonds propres qui ne saurait se soustraire à l'obligation légale de répartir ses bénéfices. Il a été prévu à l'article 39 de la Constitution fédérale, que la Banque centrale doive verser aux cantons les deux tiers de ses bénéfices nets. En outre, l'article 27 de la LBN plafonne le versement au fonds des réserves à 1 million de Frs par an. La BNS se trouve ainsi dans une situation légale semblable à celle d'autres banques centrales européennes. Or, la politique de la BNS est, du moins depuis le début de l'année 1980, contraire à la volonté du législateur, sinon au texte même de la loi lui-même. La BNS utilise des méthodes comptables uniques en Europe pour contourner l'obligation de verser ses bénéfices et créer d'énormes réserves latentes. Au seul compte «Provisions pour risques de change», apparaissent **24 milliards de Frs** de bénéfices non distribués à la fin 1994.

## **2.5 Le rapport du groupe de travail**

En juin 1996, la BNS et le Département fédéral des finances ont formé un groupe de travail censé étudier les problèmes exposés plus haut et proposer des solutions. En décembre 1996, le groupe de travail présenta les résultats de ses analyses. Les changements proposés portent essentiellement sur la durée des actifs de la Banque nationale. Il semble que **le groupe de travail ne trouve rien de problématique ni au sujet des énormes réserves d'or, ni au sujet de la politique de placement peu diversifiée et du faible rendement de son portefeuille, ni à sa distribution des bénéfices très réservée**. Pour le groupe de travail la seule difficulté réelle semble être la contrainte des échéances des actifs de la Banque nationale. Il propose de résoudre ce problème en passant d'une durée maximale de 12 mois actuellement, à une durée de 2 - 3 ans en **moyenne** dans l'avenir. Le groupe de travail semble négliger le fait que ce prolongement de la durée des actifs permettrait à la BNS de prendre des **risques de taux d'intérêt considérables**, une activité dans laquelle elle ne dispose quasiment pas d'expérience. Le législateur devrait bien réfléchir s'il est judicieux d'autoriser une institution qui,

pendant les 25 dernières années, ne s'est que très peu occupée des risques de change, à prendre à présent sans contrôle des risques considérables sur les taux d'intérêt.

## 2.6 *Les lacunes du rapport*

Il existe donc toute une série de questions que le groupe de travail n'a pas, ou très peu, abordées:

- La question du contrôle externe de la performance de la BNS n'est pas abordée.
- La question de la mesure dans laquelle il faudrait déléguer la gestion du patrimoine suisse à des gérants professionnels privés n'est pas traitée. Le groupe de travail a donc omis de traiter un des points centraux de l'initiative parlementaire du Conseiller national Ledergeber.
- La question de l'intérêt que représente pour la Suisse la détention d'un portefeuille à ce point axé sur le dollar et l'or n'est guère mentionnée. Le groupe de travail indique cependant le maintien de la faible priorité accordée à la gestion du risque, au moins en matière les risques de change et des réserves d'or.
- Le groupe de travail a également failli de répondre à la question principale de l'interpellation du Conseiller national Tschopp. En effet, il omet d'analyser la question de la pertinence que représente, pour un pays caractérisé par un excédent chronique de sa balance des transactions courantes, l'accumulation de réserves de devises démesurées.
- Le groupe de travail ne juge pas non plus nécessaire de mieux régler le problème de la distribution des bénéfices de la Banque nationale. Il ne voit aucun inconvénient dans la contradiction flagrante entre le texte de la loi d'une part et le comportement réel de la BNS de l'autre.

Nous sommes d'avis qu'il serait souhaitable que le Conseil national et le Conseil des Etats discutent en profondeur les principes de placement de la fortune financière suisse. Evaluée aux prix du marché, elle représente tout de même un capital de 90 milliards de Frs. (l'or inclus). Nous pensons qu'un contrôle sévère devrait être exercé sur les établissements auxquels seront confiées les responsabi-

lité de la gestion de cette fortune. Ces établissements devraient être chargés de présenter des comptes détaillés et complets. Pour maintenir l'indépendance de la BNS dans la formulation de sa politique monétaire, il faudrait réfléchir s'il ne vaudrait pas mieux confier la gestion du patrimoine à autrui.

Il est surprenant que jusqu'au présent, le destin des profits monopolistiques de la BNS n'ait pas été suivi de plus près. Une des explications principales de ce phénomène réside probablement dans le fait que la BNS a convaincu les Suisses qu'ils ne participeront de toute manière jamais à «ses» bénéfices. La BNS a même réussi à convaincre le public qu'une distribution élevée de ces surplus entraînerait des dangers inflationnistes. **Il est étonnant que la Suisse ait accepté ces idées, malgré le fait que toutes les autres banques centrales européennes versent régulièrement la quasi totalité de leurs bénéfices à l'Etat.** Le prochain chapitre compare la distribution des bénéfices de la BNS avec celle des autres banques centrales européennes.

### **3. La distribution des bénéfices de la BNS**

#### **3.1 *Les dispositions légales***

L'emploi des bénéfices de la banque centrale est réglé en Suisse par l'article 39 alinéa 4 de la Constitution fédérale et par l'article 27 alinéa 1 de la Loi sur la Banque centrale (LBN).

La Constitution prévoit: «Les bénéfices nets de la banque, déduction faite d'un intérêt ou d'un dividende équitable à servir au capital de dotation ou au capital-actions et après prélèvement des versements à opérer au fonds de réserve, reviennent au moins pour les deux tiers aux cantons».

La LBN précise: «Sur le bénéfice net accusé par le compte de profits et pertes, il est fait un premier prélèvement en faveur du fonds de réserve; ce prélèvement ne doit pas dépasser 2 pour cent du capital social».

#### **3.2 *L'application des dispositions légales***

La lecture des dispositions légales citées ci-dessus devrait suggérer à une personne neutre que: Le législateur souhaitait que la BNS distribue la quasi tota-

lité de son bénéfice et que les 2/3 soient versés aux cantons. Ainsi, le groupe de travail écrit lui aussi: «La répartition des bénéfices de la BNS est réglée en détail par la Constitution et par la Loi sur la Banque nationale».<sup>3</sup>

Or, malgré cette réglementation détaillée, la BNS a conservé, pendant des dizaines d'années, la quasi totalité de ses bénéfices. En ne versant aux cantons que le strict minimum de 6 millions de Frs par an, elle a accumulé sur le seul compte «provisions pour risques de change», **plus que 19 milliards de Frs de réserves latentes** jusqu'à la fin 1991. En 1991, elle a choisi de distribuer 600 millions de Frs supplémentaires. Elle conserve cependant toujours la part du lion de ses bénéfices: Entre 1991 et 1994, ses «provisions pour risques de change» sont passées de 19 à 24 milliards de Frs. Une approximation de la valeur que représente le bénéfice annuel total retenu peut être donnée par la réflexion suivante: La Suisse met à la disposition de la BNS un capital de 50 milliards de Frs (sans l'or) sur lequel celle-ci ne paie pas le moindre intérêt. Etant donné qu'elle devrait facilement pouvoir atteindre un rendement annuel moyen de 5%, son bénéfice devrait donc être d'environ **2'500 mios. de Frs par an**. Ce montant excède considérablement les 6 millions de Frs que la BNS distribuait jusqu'en 1991 ainsi que les 600 mios. de Frs qu'elle verse depuis l'entrée en vigueur de la nouvelle convention.

Comment peut-on arriver à une telle divergence entre le texte de la loi et sa mise en pratique? Le commentaire laconique du groupe de travail à ce sujet est le suivant: «La loi ne précise toutefois pas comment la BNS doit établir son bénéfice».<sup>4</sup> Cette affirmation est étonnante. En fixant explicitement le montant annuel maximal qui peut être attribué aux réserves, le législateur a clairement exprimé son intention de vouloir **limiter** la liberté d'interprétation dans le domaine de l'établissement des bénéfices. Il voulait **empêcher** la Banque nationale de conserver ses profits comme bon lui semble. Il croyait que les possibilités d'interprétation de la BNS au sujet de l'établissement de ses bénéfices seraient assez limitées. Ainsi le Rapporteur du groupe de travail du Conseil national a affirmé en 1891: «On trouve dans la Constitution une définition explicite de la notion 'bénéfice': Il s'agit précisément de tous les surplus qui restent après le paiement des intérêts respectivement des dividendes.»<sup>5</sup>

Le Parlement n'avait au fond pas de raison d'édicter une loi distincte pour établir en détail les modalités du calcul des bénéfices de la BNS. Cette manière de

légiférer est d'ailleurs répandue dans les autres pays européens. La spécificité suisse réside dans l'interprétation choisie par la Banque centrale: Tandis que les autres banques centrales ont toutes adopté des principes comptables semblables à ceux utilisés par les banques commerciales, la BNS a inventé des méthodes comptables uniques au monde pour dissimuler ses profits et se soustraire à l'obligation de les distribuer. En particulier elle a accumulé 24 milliards de Frs de bénéfices non distribués dans le poste «provisions pour risques de change», qu'elle aurait du distribuer à la Confédération et aux Cantons. Ses réserves de devises non assurées (env. 30 milliards de Frs) se trouvent ainsi amorties à 20 % de leur valeur courante. Dans la comptabilité de la BNS un dollar vaut juste 20 centimes. Cette manière de procéder n'a qu'un rapport lointain avec ce qu'on entend par «comptabilité ».<sup>6</sup>

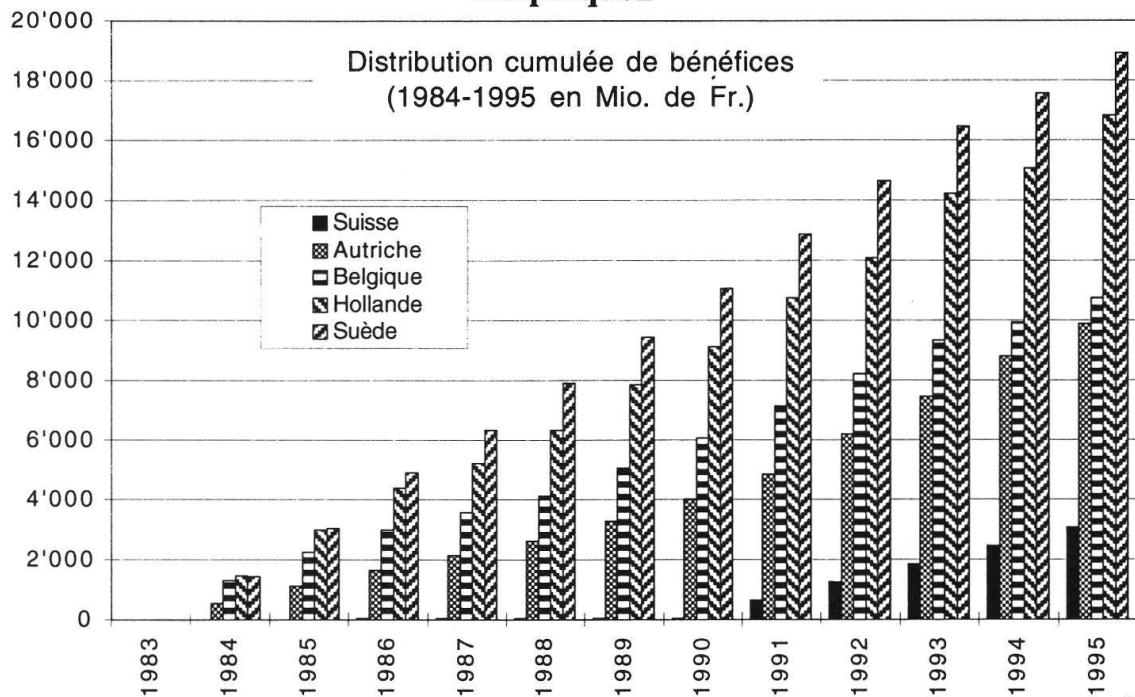
### **3.3    *Une comparaison internationale***

Dans le cadre du rapport intitulé «The Swiss National Bank and Seignorage», nous avions signalé qu'il existe des différences de comportement fondamentales entre la BNS et la Deutsche Bundesbank (Buba). En particulier, à la différence de la BNS, la Buba verse régulièrement à l'Etat la quasi totalité de ses profits, ne détient qu'une faible partie de ses actifs sous forme de dollars, et a un stock d'or qui est (proportionnellement au nombre d'habitants) 10 fois moins important que celui de la BNS.

Dans son rapport, le groupe de travail affirme à plusieurs reprises qu'il n'y a pas beaucoup de différence entre la BNS et les banques centrales des autres petits pays européens. Il se réfère explicitement à la Belgique, aux Pays-Bas, à l'Autriche et à la Suède. Cependant, les banques centrales de **tous ces états** appliquent les principes comptables généralement admis, et distribuent régulièrement la majeure partie de leurs surplus.

Le graphique 1 représente les bénéfices distribués par la BNS et les banques centrales de référence pour la période 1984 - 1995. **Il apparaît clairement, que la BNS est la banque centrale qui distribue de loin les montants les plus faibles.**

**Graphique1**



Le bénéfice moyen distribué par année (concept peu rigoureux d'un point de vue économique) calculé sur les 12 années considérées est reporté dans le tableau 1.

**Tableau 1<sup>7</sup>**

<i>Pays</i>	<i>Distribution moyenne (1984-1995)</i>
<b>Suisse</b>	<b>250 Mio. Fr.</b>
Autriche	820 Mio. Fr.
Belgique	900 Mio. Fr.
Pays-Bas	1'400 Mio. Fr.
Suède	1'500 Mio. Fr.

Il est plus correct de calculer les valeurs présentes des bénéfices distribués. En effet les banques centrales peuvent gagner des intérêts sur les bénéfices retenus dans le passé. Avec un taux d'actualisation de 5%, le tableau 1 change comme suit:

**Tableau 2<sup>8</sup>**

<i>Pays</i>	<i>Valeur présente des versements (1984-1995)</i>
<b>Suisse</b>	<b>3'400 Mio. Fr.</b>
Autriche	12'400 Mio. Fr.
Belgique	14'300 Mio. Fr.
Pays-Bas	22'100 Mio. Fr.
Suède	24'600 Mio. Fr.

En 12 ans, les banques centrales d'Autriche et de Belgique ont donc versé à l'Etat environ 10 milliards de Frs de plus que la BNS. La différence se monte à près de 20 milliards de Frs si on considère les banques centrales des Pays-Bas et de Suède. Si la BNS avait observé les mêmes règles de répartition que les autres instituts d'émission, la dette publique actuelle de la Suisse se trouverait réduite des montants qu'on vient de calculer. Il s'agit de sommes importantes.

Les différences entre la BNS et les autres instituts monétaires ne s'arrêtent pas là: Pour éliminer l'influence de leurs pertes de change sur le bénéfice distribué à l'Etat, toutes ces autres Banques centrales les absorbent dans un compte «différences d'évaluation sur or et devises». Ces pertes n'ont donc aucune influence sur le bénéfice distribué. La BNS est la seule des banques centrales considérées, qui réduit la distribution de ses bénéfices lorsqu'elle subit des pertes sur ses placements de devises.

Cette politique de distribution des bénéfices très réduite permet à la BNS (et ce malgré sa politique de placement peu rentable), d'accumuler considérablement plus de réserves que les autres banques centrales. Elle dispose ainsi de beaucoup plus de fonds propres. Le tableau 3 montre l'évolution des fonds propres de différentes banques centrales.

**Tableau 3<sup>9</sup>**

<i>Pays</i>	<i>Augmentation des réserves (1984-1995)</i>
<b>Suisse</b>	<b>9 Mia. Fr.</b>
Autriche	3 Mia. Fr.
Belgique	0,9 Mia. Fr.
Pays-Bas	0,8 Mia. Fr.
Suède <sup>10</sup>	0

### 3.4 *La justification de la BNS*

Nous étudions à présent la manière dont la BNS justifie sa définition assez personnelle du terme «bénéfice» et comment elle explique le fait de n'avoir distribué, avant 1991, pratiquement aucun bénéfice, alors que ses bénéfices économiques se montaient à des milliards. Le groupe de travail écrit à ce sujet: «Dans la détermination du bénéfice, il y a lieu de prendre en compte les particularités de la BNS. Cette dernière doit être en mesure de remplir ses tâches constitutionnelles, sans obligation d'atteindre un certain volume de recettes, et de constituer les réserves nécessaires sur le plan de l'exploitation ou pour des raisons macro-économiques.»

A ce propos deux remarques: Tout d'abord, il convient de noter qu'il n'a jamais été question, ni au sein du Conseil national, ni au sein du Conseil des Etats, de permettre à la BNS de constituer des réserves lorsqu'elle juge «nécessaires pour des raisons macro-économiques ». La Constitution ne connaît pas non plus la notion de «réserves nécessaires pour des raisons macro-économiques ». Bien au contraire, la LBN prévoit explicitement que l'attribution annuelle aux réserves ne peut pas dépasser 1 million de Frs par an. Il serait paradoxal de conclure après la lecture de cette disposition, que le législateur souhaitait que la BNS crée des réserves de plus de 1'000 millions de francs par an. La BNS s'accorde à ce sujet une liberté d'interprétation remarquable.

Il est en outre surprenant, que la BNS soit la seule banque centrale en Europe qui juge nécessaire de restreindre la distribution de ces bénéfices pour alimenter des réserves «nécessaires pour des raisons macro-économiques». Dans les autres pays, on ne juge **pas** indispensable de créer de telles réserves. Quelles sont les spécificités de la Suisse qui justifient cette différence fondamentale? Les autres banques centrales versent leurs bénéfices à l'Etat sans manipuler au préalable les méthodes comptables en vue de réduire la part due. Pourquoi est-ce précisément la BNS qui doit disposer de fonds propres beaucoup plus importants?

Les réflexions précédentes nous amènent à mieux comprendre la phrase «En ce qui concerne la distribution des bénéfices, les particularités de la BNS sont à prendre en considération». Il ne s'agit pas de spécificités des **banques nationales en général**, mais bien de spécificités de la Banque nationale **suisse**. La BNS semble croire qu'elle a besoin de réserves élevées pour «se pourvoir d'un volume

suffisant de devises non couvertes».<sup>11</sup> Aucun autre pays n'autorise sa banque centrale à limiter la distribution des bénéfices pour accumuler des réserves de devises non couvertes. Pourquoi la Suisse doit-elle être une exception. En principe le besoin en réserves de la Suisse devrait être plutôt bas. D'après la théorie économique, ce sont les pays intégrés dans un système des taux de change fixes qui ont (éventuellement) besoin de stocks de devises importantes. **La Suisse se trouve dans un régime de taux de change flexibles. Elle n'a donc aucune obligation de soutenir sa monnaie, et ses besoins des devises devraient être d'autant plus faibles.**

### **3.5 *La formule convenue avec le Conseil fédéral***

En 1991, la BNS et le Conseil fédéral semblent avoir conclu un accord qui donne une certaine légitimité politique aux méthodes comptables particulières de la BNS et à sa politique de distribution des bénéfices fortement restrictive. La BNS promettait d'augmenter ses bénéfices distribués de 600 millions de Frs par an. En contrepartie Conseil fédéral accepta le principe selon lequel les réserves en devises non couvertes de la BNS croissent au rythme de la croissance du PNB nominal.

Vu le montant très élevé des réserves en devises, cette convention permet de facto à la BNS d'augmenter ses avoirs en devises (non couvertes) d'au moins 1'000 millions de Frs par an<sup>12</sup>. Elle est donc en désaccord flagrant avec l'article 27 de la LBN qui fixe le montant maximal d'attribution aux réserves à 1 million de Frs par an. La convention entre la BNS et le Conseil fédéral parle de «provisions», mais il ne s'agit en fait de rien d'autre que de «réserves». **La BNS et le Conseil fédéral ont donc conclu une convention qui contredit le sens de l'article 27 alinéa 1 de la LBN. Cette même convention est par ailleurs difficilement compatible avec la Constitution fédérale.** Du point de vue du droit public, il s'agit là d'un développement inquiétant. Il aurait certainement été préférable que la BNS cherche au préalable un débat au sein du Parlement pour apporter les modifications nécessaires dans les textes législatifs correspondants.

L'accord entre la BNS et le Conseil fédéral est tout aussi problématique du point de vue économique. La BNS dispose déjà de fonds propres largement supérieurs à ceux des autres banques centrales européennes. L'accord que le Conseil

fédéral et la BNS ont conclu, permet à cette dernière de continuer à multiplier ses avoirs beaucoup plus vite que ne le peuvent les autres instituts d'émission. Etant donné les problèmes économiques que la Suisse rencontre en ce moment, il serait judicieux que la BNS consulte le Conseil national et le Conseil des Etats et redéfinisse ses priorités de manière à ce qu'elles répondent mieux aux intérêts réels du pays.

Le groupe de travail ne donne qu'un seul argument pour justifier le volume élevé des provisions de la Banque centrale: La BNS semble persuadée qu'il est nécessaire d'accumuler chaque année des **réserves de devises non couvertes** supplémentaires de l'ordre de 1 milliard de francs par an. **Le Conseiller national Tschopp avait raison de souligner dans son interpellation que la politique de la BNS est trop marquée par une idéologie mercantiliste.** Dans aucun autre pays d'Europe, l'accumulation de réserves de devises a priorité devant l'obligation légale de la Banque centrale de verser ses bénéfices à l'Etat. Cela n'est d'ailleurs pas surprenant. D'une part, l'utilité de doter une banque centrale de réserves importantes de devises (non couvertes) est discutable. D'autre part, si une banque centrale juge nonobstant utile de les détenir, elle a toujours la possibilité de les **emprunter** sur le marché des capitaux. En d'autres termes, un institut monétaire qui souhaite disposer de réserves de devises importantes, ne doit pas nécessairement disposer de fonds propres élevés. Nous reviendrons sur ce point à la section 4.3.

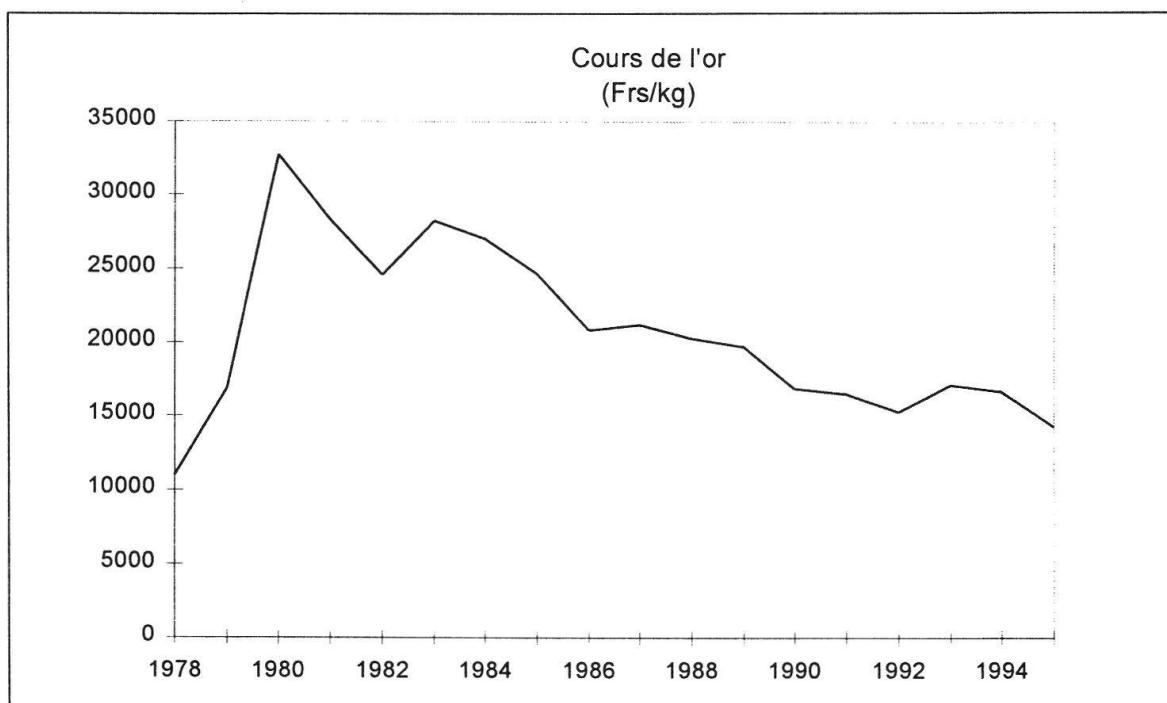
Le législateur devrait saisir l'occasion de la révision de la LBN pour s'exprimer clairement sur le sens de la politique de distribution des bénéfices unique en Europe adoptée par la BNS. S'il l'estime nécessaire, l'article 27 alinéa 1 de la LBN devra être adapté. **Il serait souhaitable qu'il existe une certaine harmonie entre le texte de la loi et le comportement effectif de la BNS.** Il nous est difficile de comprendre pourquoi le groupe de travail ne juge pas utile de traiter cette question.

## 4. Les réserves d'or

### 4.1 La situation en Suisse

La Suisse détient le record mondial de la détention d'or. Elle a accumulé 2'600 tonnes du métal jaune. Soit environ dix fois plus par habitant que dans les autres pays d'Europe. Dans le bilan de la BNS ce stock d'or est évalué à 4'595 Frs/ kg. Il représente donc une valeur comptable de 12 Mia. de Frs. Evalué à un prix de marché d'environ 15'000 Frs/ kg, elle représente une fortune impressionnante de 40 milliards de Frs. L'aspect regrettable de ce gigantesque stock d'or, est qu'il ne rapporte absolument rien en termes d'intérêt. Investie dans les obligations d'Etat à 5 %, il pourrait rapporter chaque année **2 milliards de Frs de revenu**. Versé à l'Etat, ce gain d'intérêts permettrait de réduire les déficits publics chaque année du même montant. Des espoirs éventuels que l'or compense l'absence de recettes d'intérêt par des gains de cours ont été systématiquement déçus. Durant les 10 dernières années, l'or a progressivement perdu la moitié de sa valeur.

**Graphique 2**

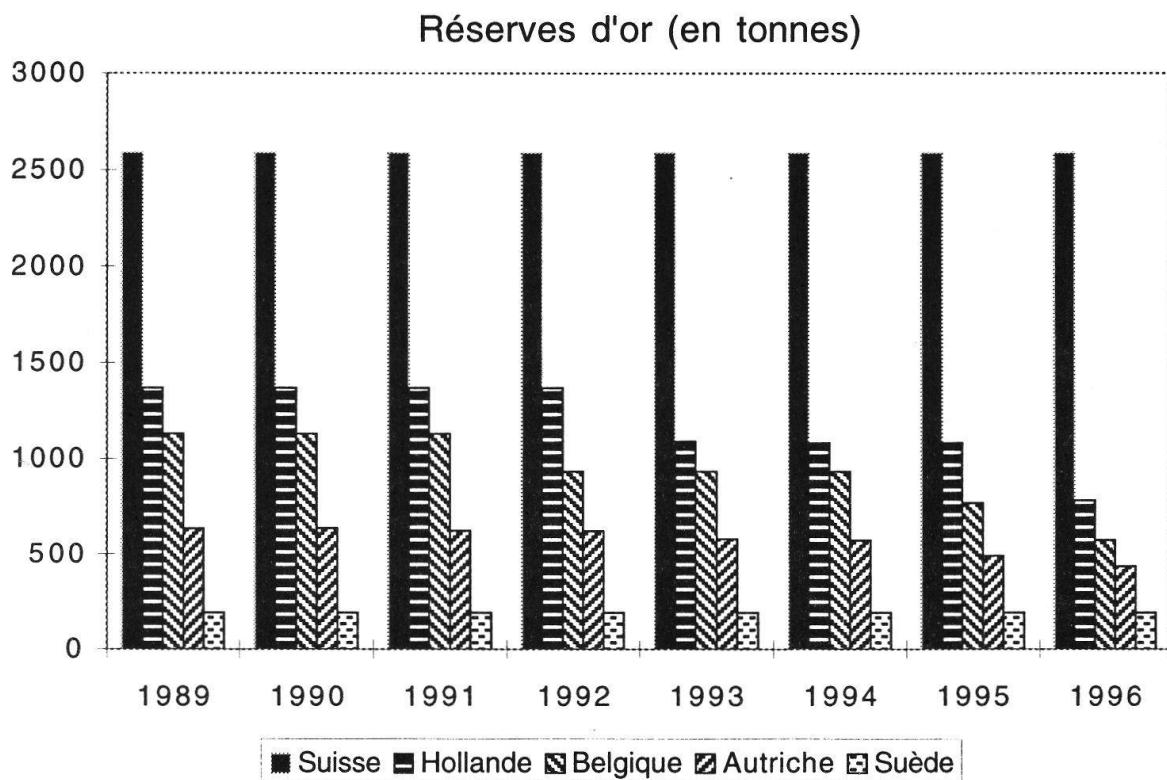


On voit que la thésaurisation de l'or est un **luxe extrêmement coûteux**. La Suisse veut-elle continuer à s'offrir ce luxe? Le groupe de travail n'a même pas jugé nécessaire d'examiner cette question. Elle prétend que «la Constitution et la loi imposent à la BNS des limites sévères dans la gestion de l'or». Cette affirmation peut aisément être mal interprétée: En réalité, la Suisse peut à tout moment vendre la majeure partie de ses réserves d'or sans entrer en contradiction avec la Constitution ; une légère modification de la loi est suffisante. L'attitude passive en ce qui concerne l'or a coûté des dizaines de milliards de francs à la Suisse ces 10 dernières années. Le législateur devrait dès lors se poser la question, si une intervention d'urgence à ce niveau ne serait pas souhaitable.

#### 4.2 *La réalité internationale*

Les banques centrales des autres petits pays européens sont évidemment confrontées au même type de question. Ils ont adopté une politique qui diffère

**Graphique 3**



sensiblement de celle de la BNS. Premièrement, les réserves d'or accumulées à l'étranger n'atteignent de loin pas les dimensions suisses. Deuxièmement, toutes ces autres banques centrales ont compris que l'or ne sera plus jamais utilisé comme moyen de paiement et se sont par conséquent dessaisis de grandes quantités du métal jaune. Sur le graphique 3<sup>13</sup>, on observe que la Belgique, les Pays-Bas et l'Autriche ont, sans grands remous, procédé à la vente de 1/3 à 1/2 de leurs stocks d'or. Les revenus des ventes (qui atteignent des milliards de francs) ont été investis dans les titres d'Etat nationaux ou étrangers et sont désormais porteurs d'intérêts.

#### 4.3 *Vendre l'or suisse ?*

Posons nous à présent la question si, et dans quelle mesure, il est possible que la Suisse suive l'exemple des autres petits pays européens. Remarquons tout d'abord que la Constitution ne dit nulle part que la BNS devrait évaluer son or à **1/3 de sa valeur de marché**. Un premier pas logique serait donc que la BNS évalue son stock d'or à un prix proche du prix du marché. Cela ne nécessite même pas de modification de loi. Un simple arrêté du Conseil fédéral suffirait. Dès lors, il apparaîtra clairement que la couverture or effective du franc est actuellement de 120%. Même si le législateur décidait de maintenir la couverture or du franc à 40%, la BNS pourrait toujours vendre les 2/3 de ses réserves stériles. Si, comme le groupe de travail le propose, le taux de couverture devait s'abaisser à 25 %, il serait possible de vendre les 3/4 des réserves d'or de la BNS tout en respectant scrupuleusement la loi.

Il serait désirable de s'assurer que l'or soit effectivement vendu. La procédure la plus simple consisterait à fixer la parité officielle à environ 80 % du prix du marché et à contraindre la BNS à vendre chaque année et à ce prix, une quantité déterminée d'or à la Confédération et aux Cantons. Ce faisant, elle garderait les mêmes relations qui sont déterminantes pour la distribution des bénéfices. Dans ce cas, même si le prix de vente est inférieur au prix du marché, la BNS ne pourrait être accusée de «dilapider le patrimoine national»<sup>14</sup>. En effet, la différence découlant de la sous-estimation du prix d'or reviendrait précisément à la Confédération et aux Cantons. Ceux-ci pourront à leur tour vendre l'or au prix du marché. La réglementation relative à ce sujet pourrait être complétée par des dispositions concernant la possibilité de distribuer des quantités supplémentaires dans

le cas d'une évolution favorable du prix de l'or.

La vente annuelle de 50 tonnes d'or rapporterait à l'Etat environ 750 millions de francs par an. **De plus, après 40 ans de ventes, la Suisse détiendrait toujours 600 tonnes d'or et resterait, relativement à sa taille, le plus important détenteur d'or en Europe.**

La solution que nous venons d'esquisser n'est pas difficile à réaliser. Il existe par ailleurs d'excellentes raisons de s'attaquer à ce problème le plus rapidement possibles: Les banques centrales du monde détiennent environ 30'000 tonnes d'or. Elles choisissent de plus en plus fréquemment de s'en débarrasser. Cette politique constitue d'ailleurs l'une des raisons principales de la baisse continue des cours. Plus les banques centrales vendent, plus la pression à la baisse sur les prix sera importante. Il est dès lors et déjà clair que la future Banque centrale européenne n'a pas l'intention de grever son bilan avec la totalité du stock d'or des pays membres. La Suisse ne devrait pas laisser filer l'occasion qui lui reste de vendre au moins une partie de son stock d'or à des conditions acceptables.

#### **4.4 *L'or comme réserve de secours***

Pourquoi la Suisse continue-t-elle à conserver ses stocks d'or. Quelle utilité croit-elle pouvoir en tirer? Depuis plus de 25 ans, l'or ne sert plus de moyen de paiement international. Il doit donc exister d'autres arguments pour ne pas toucher aux réserves du métal jaune. La BNS affirme qu'en cas de nouvelle guerre, le stock d'or constitue une réserve utile. Le groupe de travail écrit: «En situation de détresse provoquée par une guerre ou par une grave crise économique, les réserves d'or pourraient même de nos jours jouer une rôle important en tant que réserve utilisable pour acquérir, par du troc, des biens de première nécessité.»<sup>15</sup>

Trois commentaires à ce sujet: Premièrement, il ne faut jamais oublier que la thésaurisation des réserves d'or a un prix : elle coûte environ 2 milliards de Frs par an à la Suisse. Le pays est-il vraiment prêt à payer un prix si élevé en prévision d'un conflit armé plutôt hypothétique? La réponse à cette question d'ordre politique est sûrement de la compétence du législateur et non pas de celle de la BNS. Le Conseil national et le Conseil des Etats devraient saisir l'occasion de la révision de la LBN pour prendre position à cet égard.

Deuxièmement, l'argument d'une réserve pour parer à l'éventualité d'une guerre n'est pas convaincant. Comme nous l'avons déjà mentionné, les banques centrales du monde disposent de plus de 30'000 tonnes du métal jaune. En cas de guerre, elles essayeront d'échanger massivement leurs réserves contre des «biens de première nécessité». Il ne sera probablement pas facile de trouver un partenaire qui consent à céder ses «biens de première nécessité» en échange de milliers de tonnes d'un métal stérile. En cas de guerre, l'or devrait donc perdre massivement de sa valeur. L'or n'est pas un moyen approprié pour se préparer à un conflit armé.

Finalement, il n'existe aucune évidence historique qui puisse appuyer l'argument d'une réserve de secours en cas de guerre. **Au contraire, les réserves d'or suisses ne furent utilisées pour acheter des «biens de première nécessité» ni pendant la guerre de 1914 - 1918, ni durant celle de 1939 - 1945.** A l'inverse, la Suisse a accumulé des quantités importantes d'or supplémentaires.<sup>16</sup> durant chacune des guerres mondiales. Durant les 100 dernières années, la Suisse ne s'est jamais servie de ses importantes réserves d'or pour pourvoir le pays en biens de première nécessité. Ne pourrait-on dès lors pas tirer une leçon de ces expériences, et remplacer au moins une partie de l'or par des investissements plus productifs?

## 5. La politique de placement de la BNS

### 5.1 *Structure et rendement du portefeuille*

Pour un investisseur traditionnel, le portefeuille de la BNS frappe par son déséquilibre important. En plus des énormes réserves d'or mentionné ci-dessus, la BNS détient d'importants placements en dollars, dont la majeure partie n'est pas assurée contre les risques de change. Fin 1994, ces placements représentaient une valeur de 40 milliards de Frs dont seulement 17 milliards étaient munis d'une garantie de change. La Suisse prend donc d'importants risques de change en investissant massivement (23 milliards de Frs à la fin de 1994) dans la monnaie américaine sans se couvrir contre ce risque spécifique. Aucune banque centrale européenne à l'exception de la BNS n'expose le patrimoine national à des risques de change d'une telle envergure. Les chiffres figurant dans le tableau 4, indiquent que la BNS comptabilise 2 voire 3 fois plus de réserves de dollars non couverts

que les autres instituts monétaires. Le risque de change encouru par la Suisse est donc naturellement d'autant plus grand.

**Tableau 4<sup>17</sup>**

<i>Pays</i>	<i>Réserves de dollars non couverts (1995)</i>
<b>Suisse</b>	<b>23 Mia. Fr.</b>
Pays-Bas	13 Mia. Fr.
Autriche	8 Mia. Fr.
Suède	7 Mia. Fr.
Belgique	7 Mia. Fr.

Dans le travail «The Swiss National Bank and Seignorage», nous avions critiqué la faible diversification des réserves de devises de la BNS et le fait que la Banque centrale n'investisse pas plus dans les actifs en francs suisses. Un investisseur qui détient un portefeuille de devises peu diversifié, se soumet à des risques de taux de change considérables. Il peut évidemment espérer des rendements nettement supérieurs à la moyenne. A l'inverse, il peut également essuyer des pertes considérables. Le deuxième scénario s'est malheureusement réalisé pour les placements en dollars de la BNS. **Une estimation conservatrice chiffre à environ 6 milliards de Frs les pertes que l'économie suisse a subies entre 1984 - 1994 sur les placements en dollars de la BNS.** Ce montant a été calculé en prenant comme point de référence la plus simple stratégie d'investissement qu'on puisse imaginer, à savoir celle qui consiste à détenir un portefeuille composé uniquement d'actifs à court terme en francs suisses. Les détails de cette comparaison sont reportés dans le tableau 5.

Sur la période considérée, la perte de change cumulée se monte à 8'3 milliards de Frs (bas de la 3e colonne). Sur la même période, le différentiel d'intérêts n'est que d'environ 2 milliards de Frs (bas de la 6e colonne). En raison de ces placements en dollars, le manque à gagner de la BNS se monte donc à environ 6,2 milliards de Frs (différence entre ces deux chiffres).

Il est intéressant d'étudier la réponse du groupe de travail à notre critique.

**Tableau 5**

Année	Placements en \$ non couverts (estimation)	Gains de change officiel sur \$	Gains de change estimé sur \$	Gains de change estimé sur DM	Différentiel de taux d'intérêts sur placements en \$ $(i_s - i_{Fr})$ (Ass)	Différentiel de taux d'intérêts sur placements en DM $(i_s - i_{DM})$ (Ass)
1984	13'775	2'600	2'265	439	880	693
1985	18'324	-3'600	-3'247	258	618	564
1986	17'480	-3'700	-3'632	6	437	385
1987	16'963	-3'500	-3'431	-486	558	531
1988	17'037	1'970	1'897	567	814	624
1989	17'216	1'090	1'060	1'117	382	379
1990	20'152	-3'980	-3'732	-1'062	-137	-46
1991	17'941	1'697	1'564	620	-405	-590
1992	20'654	693	510	308	-841	-1'171
1993	22'134	764	653	-1'101	-363	-881
1994	24'223	-2'339	-2'235	-318	138	-150
<b>Total</b>	<b>-8'304</b>	<b>-8'345</b>	<b>-347</b>	<b>2'081</b>	<b>336</b>	

## 5.2 *L'argument de spéculation*

Dans le résumé du rapport du groupe de travail, qui a été distribué à la presse, on peut lire: «Dans une étude consacrée à la gestion des réserves de devises de la Suisse, le professeur lausannois Thomas von Ungern-Sternberg défend la thèse que la BNS aurait pu, avec une stratégie de placement plus habile, obtenir des bénéfices supplémentaires de plusieurs milliards de francs. Cette affirmation n'est pas correcte. Des recettes supplémentaires de cette grandeur n'auraient été possible que si la BNS avait essayé de faire des gains spéculatifs sur les fortes fluctuations du cours du dollar. Il est toujours facile après coup de développer des stratégies de portefeuille qui auraient pu rapporter des milliards des francs.»

Ces affirmations constituent une fausse présentation délibérée de notre travail. Nous avons en effet démontré qu'un portefeuille contenant **durant toute la période en question que des actifs en francs suisses** aurait rapporté des recettes supplémentaires d'environ 6 milliards de Frs. L'hypothèse d'un portefeuille composé uniquement des titres en monnaie nationale **exclut** la prise de tout risque de

change. Il est de ce fait absolument insensé, de qualifier ces recettes supplémentaires de «gains spéculatifs».

Nous avions par ailleurs signalé que la BNS aurait gagné encore nettement plus, si elle avait inclus dans son portefeuille une plus grande proportion de titres en marks allemands. Ils avaient dans la période examinée un rendement supérieur aux titres en Frs. Comme 80% des importations suisses proviennent des pays européens, il m'a paru logique de proposer un tel point de référence. Il est difficile de comprendre, pourquoi la proportion des devises européennes dans le portefeuille de la BNS se situe en dessous de 10%.

Pour calculer le manque à gagner par rapport aux investissements en DM, nous avons à nouveau considéré un portefeuille homogène composé **durant toute la période considérée** exclusivement de titres en DM. Cet élément apparaît d'ailleurs clairement dans le tableau 5. Dans ce cas, il n'est pas non plus question de «gains spéculatifs sur les fortes fluctuations du cours dollar» dont parle le groupe de travail.

Un portefeuille composé d'un petit nombre d'actifs dont la valeur est sujette à de fortes fluctuations, est un portefeuille normalement qualifié de **portefeuille spéculatif risqué**. Vu les grandes proportions de réserves d'or et de dollars dans le portefeuille de la BNS, ce dernier peut sans autre être désigné comme spéculatif. Si la BNS diversifiait mieux ses avoirs en devises et si elle assurait ses actifs contre les fluctuations des cours, sa stratégie d'investissement deviendrait **plus sûre**. La Suisse devrait se poser la question s'il est raisonnable de permettre à la BNS d'investir le patrimoine national sans se préoccuper de la gestion des risques. Les plus grands risques encourus par la BNS sont le risque sur le cours de l'or et le risque sur le dollar. La Banque nationale n'a pour ainsi dire rien entrepris pour s'assurer contre ces risques. La manière dont le groupe de travail essaye de détourner ces évidences est tout à fait remarquable: '**Von Ungern-Sternberg défend la thèse que la BNS aurait pu obtenir des bénéfices supplémentaires considérables par des spéculations habiles.**'

Le groupe de travail essaye par ailleurs de convaincre le lecteur que la BNS s'était efforcée de «progressivement convertir ses réserves de devises en marks allemands et en Yens (part globale de ces monnaies: 6,3% 1985 et 13% en 1995).»<sup>18</sup> En réalité, ce changement de pourcentages n'est que très peu attribuable à des

efforts délibérés de la BNS. Il est principalement dû à la chute massive de la valeur du dollar qui a entraîné un accroissement de la proportion (en valeur) de marks allemands et de Yens dans le portefeuille de la Banque nationale. En effet, **les avoirs en dollars (exprimés en dollars), ont presque doublé durant la période concerné** (1985: 10 milliards \$; 1995: 19 milliards \$). Exprimée en francs suisses, cette augmentation ne se traduit que par une augmentation de 20 milliards de Frs en 1985 à 22 milliards de Frs en 1995.<sup>19</sup>

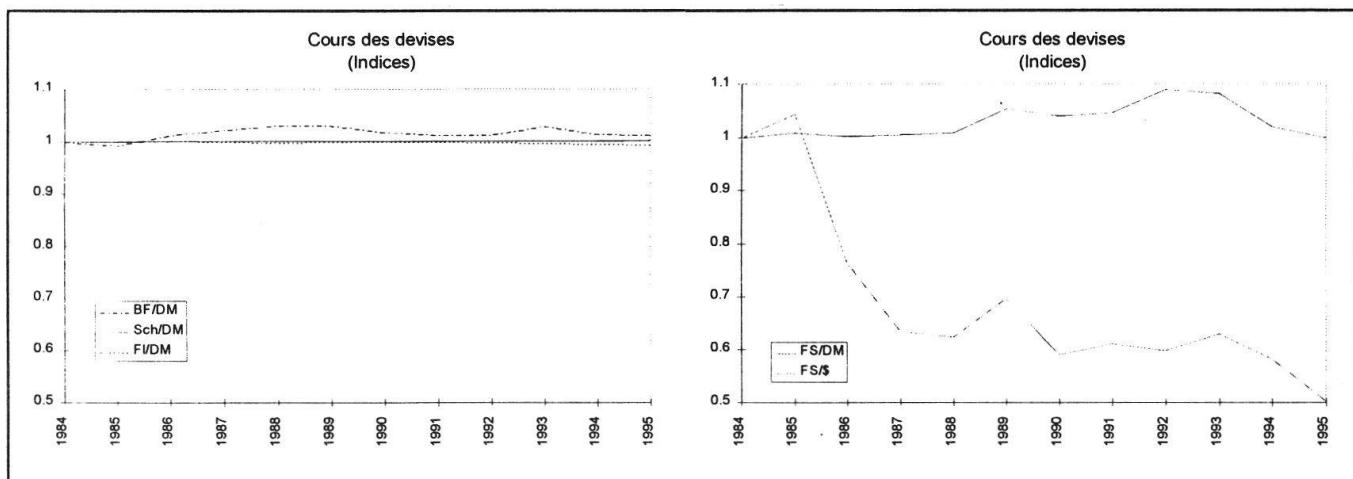
Le groupe de travail tente aussi de justifier la faible diversification du portefeuille de la BNS par des contraintes externes. La Banque nationale «a renoncé à un remaniement plus prononcé de son portefeuille car plusieurs dispositions de la LBN rendent difficile une bonne gestion des placements en marks allemands»<sup>20</sup>. Cette affirmation n'est guère convaincante. La BNS possède pour environ 14 milliards de Frs de titres en dollars, qu'elle a vendu sur le marché à terme contre des francs suisses. Du point de vue du risque de change comme du point de vue du rendement ces placements sont en fait des placements en Frs. Rien n'empêche la BNS de vendre sur le marché à terme un pareil montant d'actifs en dollars contre des marks allemands. Elle détiendrait alors des titres de l'Etat américain, mais le risque de change et le rendement seraient celui d'actifs en DM. Sous l'ancienne législation déjà, la BNS aurait facilement pu détenir une proportion élevée d'actifs en marks allemands. Si elle ne l'a pas fait, c'est qu'il manquait la volonté de le faire.

En comparaison avec la politique de placement des autres Banques centrales, la politique adoptée par la BNS est nettement plus risquée.

- En vendant une bonne partie de leurs réserves d'or, les autres banques centrales ont réduit le risque découlant de la baisse du prix du métal jaune. Sous le prétexte de restrictions légales, la BNS n'a pris aucune mesure dans cette direction.
- En raison d'un stock d'avoirs en dollars au moins deux fois plus grand, la BNS s'expose à un risque de change au moins deux fois plus important que les autres instituts d'émission.
- Finalement, il ne faut pas oublier qu'une bonne partie des réserves en devises «non couvertes» des autres banques centrales sont en réalité sujettes à un risque proche de zéro. Depuis 10 ans, la Belgique, les Pays-Bas et l'Autri-

che mènent avec succès une politique monétaire qui cherche à rattacher leur monnaie nationale au DM (voir graphique 4). Ces pays détiennent une partie importante de leurs réserves de devises «non couvertes» en DM. Le risque de change encouru est donc quasiment nul. En détenant des réserves de devises composées principalement de dollars et dans une faible mesure (à peine 10%) de marks allemands et de Yens, la BNS expose la Suisse à des risques beaucoup plus élevés. A titre de comparaison, l'évolution des cours Frs/\$ et Frs/DM montre clairement qu'en augmentant la part des monnaies européennes dans son portefeuille, la BNS réduirait sensiblement son exposition aux risques de change.

**Graphique 4**

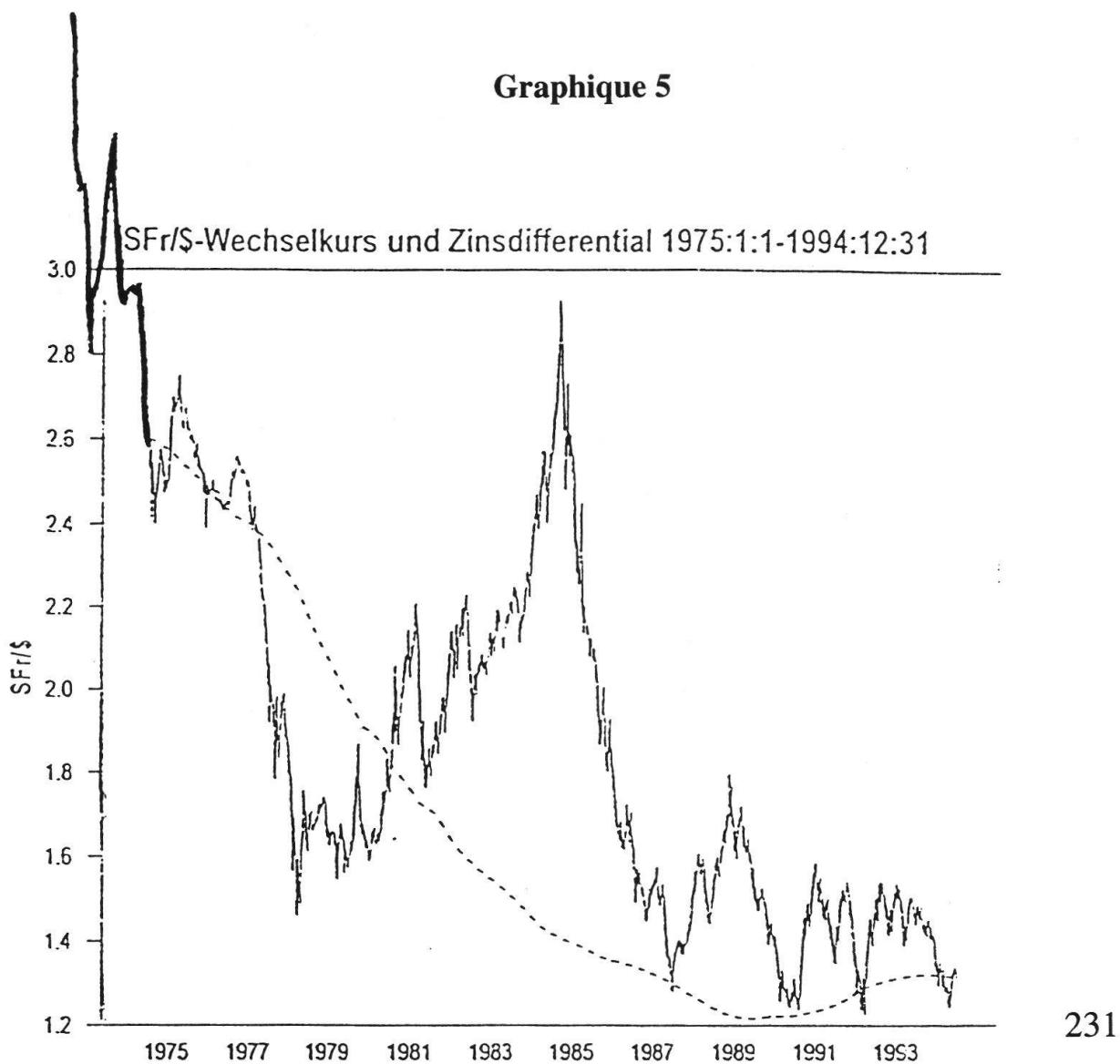


### 5.3 *Le choix de la période de référence*

Le groupe de travail tente également de remettre en question la pertinence de notre calcul du manque à gagner de 6 milliards en affirmant, que nous avons choisi une période de référence particulièrement défavorable à la BNS. Le groupe de travail ponctue son texte par l'affirmation audacieuse suivante: «... les rendements des placements libellés dans les principales monnaies tendent à s'égaliser sur des périodes de dix ans ou plus». <sup>21</sup> Les chiffres empiriques figurant dans le tableau 5 montrent clairement que cette affirmation doit être fausse pour des périodes de 10 ans. Si elle était valable, les placements en dollars de la BNS n'auraient pas rapporté 6 milliards de Frs de moins qu'un simple portefeuille de francs suisses.

Il est vrai que le choix de la période de référence joue un rôle important dans des comparaisons comme la nôtre. **C'est pourquoi nous nous sommes efforcés de choisir la période de référence la plus représentative possible.** Nous avons notamment exclu de notre analyse l'année 1995, année où la BNS a fait une perte record de 3,5 milliards de Frs sur ses avoirs en dollars. Malgré cela, le groupe de travail essaye de faire croire qu'une analyse plus sérieuse basée sur une période de temps plus représentative aboutirait à d'autres résultats. Pour ce faire, elle utilise en particulier le graphique 5.<sup>22</sup> La ligne continue représente le développement effectif du cours du dollar. La ligne en traitillé donne une évolution théorique du cours, qui aurait dû se réaliser pour que les rendements d'investissements en \$ et en Frs soient identiques. On voit que les deux lignes commencent et se terminent à peu près aux mêmes endroits.

**Graphique 5**



Ce graphique suggère quelques commentaires:

Premièrement, on constate que le cours du dollar en 1984 était largement au dessus de la ligne en traitillé. Il est clair que pour la période 1984-1994 la forte dépréciation du dollar n'a de loin pas pu être compensée par des différentiels de taux d'intérêts. Le graphique donne donc une représentation visuelle remarquable de l'importance des pertes subies sur les placements en dollars entre 1984 et 1994.

Deuxièmement, le graphique démontre que nous n'avons pas essayé de commencer notre analyse à un moment où le dollar avait atteint son sommet. En décembre 1983, qui est notre point de départ, le cours de 2,20 Fr./\$ était nettement inférieur à son maximum local de 2,80 Frs/\$ en 1985.

Troisièmement, il est étonnant que l'analyse du groupe de travail ne commence qu'au premier janvier 1975. **En effet, le régime des taux de change fixes est arrivé à sa fin en janvier 1973 et non pas en janvier 1975.** Il aurait été plus logique de commencer la comparaison en début d'année 1973. Le cours du dollar était alors de 3,60 Frs/\$. En un mois, il est ensuite tombé à 3,20 Frs/\$ et deux années plus tard, c'est à dire en janvier 1975, il ne se montait plus qu'à 2,60 Frs/\$. En deux ans seulement, la monnaie américaine a perdu près de 25 % de sa valeur. Le groupe de travail a «oublié» dans son analyse cette période, où la BNS a fait d'énormes pertes sur ses dollars. Les résultats de la politique de placement de la BNS apparaissent ainsi sous une lumière particulièrement favorable. Nous avons rajouté l'évolution du cours du dollar entre 31. 1. 1973 et 31. 12. 1974 au graphique. **Le lecteur reconnaîtra facilement que ni dans la période 1973 - 1983 ni dans la période 1984 - 1994, les placements en dollars ne représentaient de bons investissements.**

Deux raisons principales nous ont amenés à choisir pour nos calculs la période 1984 - 1994: Premièrement, la BNS n'a pas publié les chiffres qui permettraient d'estimer les pertes subies entre le 31/1/1973 et le 31/12/1983. Deuxièmement, vu l'évolution des cours, on peut cependant admettre que la période comprise entre le 1/1/84 et le 31/1/94 à laquelle nous nous référons donne **une image représentative de toute la période** 31/1/1973 - 31/12/1994.

La BNS dispose de toutes les données nécessaires pour calculer, année par année, les pertes de cours et les différentiels d'intérêt. Pour obtenir la perte totale, il suffit de calculer la valeur présente de ces pertes en utilisant un taux d'escompte

convenable. **Une institution, qui gère environ 50 milliards de Frs (abstraction faite de l'or) pour le pays, devrait automatiquement prendre l'initiative d'informer le public et les autorités de ses performances.** La BNS n'a jusqu'à présent fait aucun effort dans cette direction, et ne semble toujours pas prête à informer correctement le Conseil national et le Conseil des Etats. **Il serait souhaitable que le Conseil fédéral charge la BNS de présenter une analyse complète des résultats de sa politique de placement;** et ce, idéalement, depuis l'adoption du système de taux de change flexibles en 1973. **Le législateur ne peut prendre des décisions fondées que si les institutions publiques lui fournissent toutes les informations nécessaires.**

#### **5.4 *Les critères de placements de la BNS***

La politique de placement de la BNS semble se baser principalement sur l'idée (fausse) qu'en matière d'investissement, le choix de la monnaie n'importe pas. Le groupe de travail écrit à ce sujet: «... pour des périodes de dix ans ou plus les rendements des placements libellés dans les principales monnaies tendent à s'égaliser. Cette observation vaut aussi pour les placements en dollars non couverts et couverts. ... A long terme, les écarts de taux d'intérêt entre les pays sont compensés, dans une large mesure, par les variations des taux de change.»<sup>23</sup>

- Aucune théorie économique ne suggère, à notre connaissance, de telles affirmations. Notre comparaison des rendements des titres en Frs et en \$ sur les 11 ans 1984 - 1994 prouve d'ailleurs clairement, que cette affirmation ne peut être vraie.
- L'affirmation du groupe de travail est d'ailleurs dépourvue de toute plausibilité. Le faible rendement des placements en dollars par rapport aux placements en marks allemands dans la période 1984 - 1994 permettrait d'après eux de conclure que dans les 10 ans à venir, les rendements sur le dollar seront considérablement plus élevés. La réalisation de profits sur les marchés de capitaux internationaux s'annonce donc particulièrement aisée!
- Rappelons en outre qu'un investisseur qui aurait placé la majeure partie de sa fortune dans les obligations d'Etat allemandes, aurait par deux fois **tout** perdu au cours de notre siècle. Il n'est donc pas difficile de trouver des exemples historiques qui démontrent clairement à quel point leur affirmation peut être fausse.

- Les mauvaises expériences de ce type sont d'ailleurs probablement à l'origine des réglementations imposant aux caisses des pensions suisses la restriction de pouvoir investir au maximum 20 % de leurs actifs dans des titres exposés aux risques de change. (En réalité, ces dernières détiennent dans leur portefeuille une proportion de placements en monnaies étrangères bien inférieure à la limite légale<sup>24</sup>). Le législateur semble percevoir de manière beaucoup plus claire que la BNS les risques encourus en réalisant des placements à long terme en devises.

Dans un passé plus récent, d'autres analyses ont abouti à des résultats qui sont en forte contradiction avec les déclarations du groupe de travail citées ci-dessus. En 1996, le Centre d'études de Gerzensee (une fondation de la BNS) a publié la thèse de doctorat de M. Scherer. Elle étudie en particulier les rendements qu'un Suisse aurait pu obtenir sur des titres étrangers de courte échéance pour une période de 20 ans (janvier 1970 à décembre 1990).

Le tableau 6 reproduit les résultats de son analyse<sup>25</sup>. Ceux-ci ne soutiennent en rien l'hypothèse de l'égalisation tendancielle des rendements. **Les placements à court terme en francs suisses ont rapporté quasiment le triple de ce qui a pu être réalisé avec les placements en dollars américains à court terme, les investissements en marks allemands de même.**

**Tableau 6**

Markt	Mittelwert (SFr.)	Mittelwert (Lokalwährung)	Standard- abweichung	Maximum	Minimum	Jarque/Bera- Statistik
Australien	0.2334	0.8643**	4.0683	11.624	-18.208	171.06**
BRD	<u>0.3903**</u>	0.5159**	1.7381	7.459	-6.352	63.72**
Frankreich	<u>0.3577**</u>	0.8078**	2.0942	5.948	-6.810	23.62**
Japan	0.4687**	0.5685**	2.9321	8.987	-8.754	5.80*
Kanada	0.2639	0.7791**	3.6253	15.899	-13.714	33.76**
Niederlande	0.3612**	0.5418**	1.8531	7.588	-7.301	49.78**
Schweden	0.2552*	0.7735**	2.5004	7.974	-13.680	779.44**
Schweiz	<u>0.3507**</u>	0.3507**	0.2057	0.972	0.000	19.26**
UK	<u>0.2880*</u>	0.8588**	3.0765	10.029	-9.577	13.62**
USA	<u>0.1263</u>	0.6105**	3.6413	16.166	-14.277	40.78**

**Legende:**

Bei allen Werten (ausser Jarque/Bera-Statistik) handelt es sich um Prozente pro Monat.

\*\* Mittelwert: Auf dem 97.5%-Niveau signifikant von Null verschieden.

Jarque-Bera: Auf dem 97.5%-Signifikanzniveau von einer Normalverteilung verschieden.

\* Mittelwert: Auf dem 90%-Niveau signifikant von Null verschieden.

Jarque-Bera: Auf dem 90%-Signifikanzniveau von einer Normalverteilung verschieden.

Tabelle 4.9: Stetige Monatsrenditen auf Geldmärkten, Januar 1970–Dezember 1990.

Pour les obligations d'Etat de plus longue échéance, les différences de rendement sont un peu moins importantes. Les placements en Frs n'ont rapporté «que» 1,5 fois plus que les placements en dollars, et les placements en marks allemands «que» deux fois plus.<sup>26</sup> Etant donné la courte échéance de la majorité des titres détenus par la BNS, c'est pourtant la comparaison sur le marché monétaire qui importe.

La formulation du groupe de travail «Durant les dix à vingt dernières années, le rendement des placements en marks allemands, exprimé en francs suisses, a en moyenne été légèrement supérieur à celui des placements en dollars d'une durée comparable»,<sup>27</sup> est donc plutôt conservatrice. Il n'est pas commun de désigner des rendements 2 à 3 fois plus élevés comme «légèrement supérieurs».

Au moins l'un des représentants de la BNS dans le groupe de travail (M. Rich) devait connaître les résultats de la thèse qu'on vient d'évoquer. Nous les lui avons présentés à l'occasion d'un séminaire de recherche à l'Université de Zurich. Le groupe de travail devait donc savoir que ses affirmations concernant les risques à long terme associés aux placements en devises n'avaient pas de base solide; et ce, ni d'un point de vue théorique ni d'un point de vue empirique. Il aurait été souhaitable que le groupe le signale au législateur. Il est dès lors légitime de se demander s'il est raisonnable que la Suisse confie la gestion d'une fortune de 50 milliards de Frs à une institution qui se contente d'analyses si superficielles.

Il n'existe certainement aucune solution miracle pour résoudre le problème des fluctuations des cours des devises. Cependant, il existe des moyens qui permettent de diminuer les risques. Une première possibilité consiste à assurer une plus grande partie du portefeuille sur le marché à terme, c'est à dire à procéder *de facto* à une transformation des actifs en Frs. Sans aboutir à des résultats spectaculaires, cette stratégie s'avérerait certainement plus sûre. Une autre stratégie pour réduire les possibilités de perte consiste à diversifier le risque de devises. A ce jour, aucune de ces alternatives n'a été considérée par la BNS. Et d'après le rapport, **elle n'a nullement l'intention de modifier son comportement dans l'avenir**. Le législateur devrait examiner si ses priorités dans ce domaine correspondent à celles de la BNS. Il est intéressant dans ce contexte d'analyser les raisons avancées par le groupe de travail pour expliquer les prises de risque de la BNS. Ils sont loin d'être convaincants.

## 5.5 *Le désir de détenir des réserves de devises non couvertes*

Le rapport du groupe de travail identifie clairement les vraies priorités de la BNS: **Elle veut accumuler des réserves de devises non couvertes.** Tout l'exposé du rapport tourne autour de ce sujet central. Dans le chapitre 2, le groupe de travail tente de démontrer que la Suisse a besoin des réserves importantes de devises disponibles à tout moment. Dans le chapitre 3 et 4, elle en déduit que la BNS se trouve «obligée» de prendre des risques de change élevés et de limiter la distribution de ses bénéfices. M. Tschopp, Conseiller national, avait raison de désigner l'idéologie de la BNS comme **mercantiliste**: Pour la BNS, plus la Suisse possède de réserves d'or et de devises, mieux elle se porte.

Le fait que chaque milliard de bénéfice non distribué pour constituer des réserves de dollars manque dans le budget public et oblige l'Etat à s'endetter pour un milliard supplémentaire ne semble pas préoccuper la BNS. Nous ne parvenons pas à comprendre cette attitude: **Comment la position d'un pays ou d'une monnaie pourrait-elle se renforcer, lorsque l'Etat s'endette pour financer le déficit public d'un autre pays?** Autrement dit, comment la politique adoptée par la BNS pourrait-elle renforcer la position de la Suisse ou de sa monnaie?

Si le rendement obtenu par la BNS sur l'investissement de ses bénéfices excédait le taux d'intérêt que l'Etat doit payer sur sa dette, on pourrait accorder un peu plus de sympathie à sa stratégie. Mais la BNS n'a pratiquement jamais rien fait pour améliorer ses performances<sup>28</sup> et ses résultats ont toujours été très modestes. L'obsession de la BNS en matière de réserves de devises liquides coûte chaque année plusieurs centaines de millions de francs à la Suisse. **Pour la période 1984 - 1994, la Suisse a payé sur sa dette au moins 6 milliards de Frs d'intérêts de plus que ne lui ont versé les Etats-Unis sur leur dette d'Etat. Il est tout à fait exclu que ce manque à gagner ait renforcé l'économie suisse.**

En admettant que la détention de certains actifs dans une monnaie étrangère soit dans l'intérêt d'un pays, il faut toujours se demander quel est le coût d'opportunité qu'on est prêt à accepter. Le groupe de travail ne semble pas trop s'intéresser à cette question. Il écrit: «Si l'on accepte qu'une banque centrale doit à tout moment être en mesure d'intervenir efficacement sur le marché des devises, on doit aussi accepter que cette dernière prenne des risques de change considérables.»<sup>29</sup>

Le comportement des autres banques centrales montre clairement que cette affirmation est fausse. Aucune autre banque centrale européenne ne prend des risques de change aussi importants que ne le fait la BNS. L'attitude de cette dernière n'est pas dictée par des contraintes mais plutôt par des choix politiques délibérés. Il est dans la compétence du législateur d'étudier si ces choix politiques correspondent vraiment aux intérêts de la Suisse.

Si le législateur décide que dans l'avenir, la fortune nationale doit être investie dans l'avenir du pays plutôt que dans les obligations d'Etat américain, il faudra trouver les moyens pour mettre en application cette volonté politique. Même si la conclusion de la discussion devait être que la Suisse est effectivement prête à se payer le luxe de disposer des plus grandes réserves d'or et de dollars d'Europe, le débat aura été utile. **La politique de placement actuelle de la BNS avec sa grande prise de risque (et les éventuelles pertes qui peuvent suivre) trouverait ainsi une légitimation politique.**

## 5.6 Les arguments du groupe de travail

### 5.6.1 *Le besoin en devises*

Voyons à présent les raisons qui poussent la BNS à croire que la Suisse a besoin des réserves de devises tellement élevées. A la page 5 du rapport, on trouve notamment le passage suivant: «Si des taux de change sont soumis à des turbulences, la partie non couverte (des réserves de devises) permet à la BNS d'intervenir sur le marché des changes et de veiller au rétablissement des conditions ordonnées.»

La BNS veut donc détenir des réserves en devises pour influencer les taux de change. Si cette raison constitue le principal argument justifiant la détention de devises, on devrait pouvoir en déduire que la BNS a besoin de réserves considérablement moins élevées que les autres banques centrales auxquelles se réfère le groupe de travail. En effet, ces dernières sont, à la différence de la BNS, contraintes d'intervenir pour stabiliser les taux de change dans le cadre de l'union monétaire européenne. Un des grands avantages d'un système des taux de change flexibles est justement l'absence d'obligation d'intervenir sur les marchés. Il en résulte un besoin de détention de réserves de devises fortement réduit. Le groupe de tra-

vail est conscient de cela: «La probabilité que la BNS doive intervenir sur le marché des changes dépend essentiellement du système de change en vigueur. Etant donné que le franc suisse flotte depuis 1973, le besoin d'intervention est généralement modeste.»<sup>30</sup>

Malgré cela, le groupe de travail essaye de persuader le lecteur que la BNS a besoin d'autant de réserves de devises que les banques centrales des pays qui prennent part à un système des taux de change fixes. Elle écrit: «Cela signifie que la BNS devrait - par rapport au produit national brut - disposer de réserves de devises au moins aussi importants que les instituts d'émission de ces pays. **En l'occurrence, le fait que tous les pays pris en compte pour la comparaison soient, à une exception près, associés au mécanisme de change du SME et - à la différence de la Suisse - aient des taux de change fixes au moins avec une partie de leurs partenaires commerciaux ne joue aucun rôle.** Nous avons déjà mentionné plus haut que la BNS doit, dans la détermination du volume de ses réserves de devises non couvertes, tenir compte de l'éventualité d'un retour à des taux de change fixes.»<sup>31</sup>

Ceci revient à affirmer qu'un pays qui souhaiterait éventuellement, un jour, dans un futur lointain, retourner à un système de changes fixes, devrait dès à présent accumuler des réserves de devises comparables à celles de pays qui s'y trouvent déjà! La défense de tels propos semble ardue. Les arguments avancés par le groupe sont d'ailleurs peu convaincants:

«Si la Suisse décidait de revenir à des changes fixes, la BNS devrait toutefois reconstituer rapidement des réserves de devises, aux dépens de ses avoirs en francs. Sous l'angle monétaire, un tel remaniement ne serait opportun que si le franc n'affichait pas de tendance à la baisse dans cette phase.»<sup>32</sup>

Cette argumentation est incomplète. Le groupe semble oublier qu'il existe une autre possibilité très simple pour se procurer des devises: **Il suffit de contracter un prêt étranger et de mettre les moyens ainsi acquis à la disposition de la banque centrale.** Le coût d'une telle opération est plutôt faible. La banque centrale peut placer ces avoirs en devises de manière à gagner des intérêts, et ceux ci compensent (en grande partie) les intérêts dus sur la dette. Le grand avantage de cette manière de se procurer des devises réside dans le fait que le pays ne court **aucun risque de change.** En effet, les réserves de devises du côté actif sont équi-

librées par les emprunts dans la même monnaie du côté passif. Le groupe de travail évoque d'ailleurs elle-même cette manière de se procurer des réserves en devises en citant le cas de la Suède.<sup>33</sup> Tant que les finances de la Suisse seront en bonne santé, la Confédération n'aura jamais de difficultés de se munir rapidement de volumes de devises considérables. Il n'y a par conséquent aucune raison d'accumuler dès maintenant des réserves en devises, dans le seul but de satisfaire un besoin éventuel dans un avenir lointain.

Pour le moment, la Suisse n'a aucune obligation d'intervenir sur le marché des changes. Durant les 25 dernières années, la BNS ne l'a d'ailleurs que très rarement fait; et ce, toujours pour des montants très faibles. La Suisse a tout intérêt à essayer d'obtenir sur sa fortune financière le meilleur rendement possible!

Les déficits publics seraient plus faibles et la Suisse jouirait d'une crédibilité accrue, si elle profitait des avantages procurés par sa situation actuelle, autrement dit de son absence d'obligation d'intervention dans le domaine monétaire, pour atteindre sur ses avoirs le meilleur rendement possible. Si la Confédération considère sérieusement un retour aux changes fixes, elle devrait donc accorder une grande priorité à la rentabilité de son capital. **Jusqu'à présent, c'étaient toujours les pays avec des finances publiques saines, une balance de paiements positive et un taux d'inflation bas qui jouissaient d'une monnaie forte. En comparaison avec ces «fundamentals», la BNS surestime considérablement l'importance de ses réserves de devises pour la stabilité du franc.**

### *5.6.2 Quel volume de réserves de devises ?*

Regardons à présent comment le groupe de travail essaye de justifier le volume de devises détenu par la BNS. Le premier argument stipule qu'en comparaison avec les autres pays européens, les réserves de la BNS n'ont rien d'exceptionnel. A la page 8 du rapport, on lit que: «On ne peut donc pas affirmer que les réserves des devises non couvertes de la BNS atteignaient, à la fin 1990, un volume élevé par rapport à ce qui est observé dans d'autres pays.» Cette déclaration peut surprendre. Les statistiques officielles du Fond monétaire international (FMI) donnent en effet une autre impression. Le tableau 7 reproduit les statistiques officielles du FMI<sup>34</sup> ainsi que le PIB des pays auxquels se réfère le groupe pour l'année 1990.<sup>35</sup>

**Tableau 7**

<i>Pays</i>	<i>Réserves de devises (en milliards de \$)</i>	<i>Produit Intérieur Brut (en milliards de \$)</i>	<i>Rapport</i>
<b>Suisse</b>	<b>29.2</b>	<b>226,0</b>	<b>13%</b>
Suède	18.0	229.8	8%
Pays-Bas	17.5	283.7	6%
Belgique	12.2	192.0	6%
Autriche	9.4	158.4	6%

Il ressort de ce tableau que, compte tenu de l'importance économique des différents pays, la Suisse possède un volume de devises deux fois plus élevé (sans l'or) que les autres pays. Le groupe de travail a donc du corriger ces statistiques. Il l'a fait en excluant les devises couvertes contre les risques de change de la Suisse. On lit à la page 7 du rapport: «Pour cette comparaison, nous avons pris en compte uniquement les réserves **non couvertes** sur le marché à terme, puisque les réserves de devises couvertes ne sont pas disponibles - comme nous l'avons déjà précisé - pour des interventions sur le marché des changes.»<sup>36</sup>

Le groupe de travail adopte une démarche intéressante. On peut se demander ce qui pousse malgré tout le FMI à **inclure** les réserves couvertes dans ses statistiques. Supposons pour commencer que la manière de procéder du groupe soit correcte (nous démontrerons plus tard pourquoi ce n'est pas le cas). Dans ce cas, quelle est la bonne correction des statistiques à adopter? Pour le groupe de travail la réponse est claire: Rien ne doit changer pour les autres pays; pour la Suisse par contre, les 11,5 milliards de dollars couverts doivent être soustraits. On arrive ainsi à un rapport de 8 %<sup>37</sup> qui est semblable à celui de la Suède et qui est de 1/4 plus grand que celui de la Belgique, des Pays-Bas et de l'Autriche.

La raison qui justifie la soustraction des réserves couvertes pour la Suisse doit se trouver dans le fait qu'il a été promis par des swaps de livrer ces devises à une date future<sup>38</sup>. La BNS n'est pourtant de loin pas la seule banque centrale qui se trouve liée par de tels engagements. Bien au contraire, les obligations de la plupart des autres instituts monétaires sont à ce sujet beaucoup plus importantes. **Comme le groupe de travail l'écrit lui même, les réserves de devises de la**

**Banque royale de Suède ne sont rien d'autre qu'un dépôt d'un emprunt étranger contracté par le gouvernement suédois.**<sup>39</sup> Cet emprunt doit naturellement lui aussi être remboursé à l'échéance.

La situation est semblable dans plusieurs autres pays: Pour pourvoir la banque centrale de réserves en devises, l'Etat s'est, à l'instar de la Suède, endetté en monnaie étrangère pour mettre les moyens acquis à disposition de l'institut monétaire. Dans le rapport de gestion de la Banque nationale de Belgique, par exemple, on explique régulièrement une augmentation des réserves de devises par un nouvel emprunt d'Etat à l'étranger, et une diminution par le remboursement d'un tel emprunt.

Il est difficile de comprendre, pourquoi les devises qui sont la contrepartie d'engagements à terme sont soustraites dans le cas de la Suisse, et pas dans le cas des autres pays. Nous expliquerons plus bas que pour les interventions sur le marché des devises, la couverture ou la non couverture des devises n'importe pas. Mais même si cet élément avait de l'importance, les comparaisons internationales devraient se baser sur les mêmes mesures pour tous les pays. Autrement dit, la comparaison doit se faire, soit sur la base des montants bruts de réserves pour tous les pays, soit sur la base des montants nets pour tous les pays. Le groupe de travail mélange ces deux agrégats dans son analyse: les **réserves nettes de la Suisse** sont comparés aux **réserves brutes des autres pays**. Une telle comparaison n'a pas de sens.

L'exposé du rapport concernant l'origine des réserves de devises suédoises est intéressant pour d'autres raisons encore: Nous avons relevé plus haut que la méthode adoptée par les Suédois pour se procurer des devises présente un avantage majeur par rapport à la stratégie de la BNS: **La banque centrale se trouve ainsi en possession d'un montant important de devises sans s'exposer au moindre risque de change. Les réserves en monnaie étrangère à l'actif sont balancées au passif par les emprunts dans la même monnaie.**

Il est dès lors difficile de comprendre comment le groupe peut écrire: «Il est donc clair qu'une Banque nationale doit par sa nature prendre des risques de change importants, car elle doit à tout moment pouvoir intervenir sur les marchés de change»<sup>40</sup> **Il montre lui même comment une banque nationale peut se procurer des montants importants de devises, sans courir le moindre risque de**

**change.** Elle emprunte les devises sur le marché des capitaux, et garde ces devises dans la monnaie dans laquelle elle a contracté l'emprunt. (Pour éviter les malentendus, soulignons encore qu'une telle opération ne provoque **pas** une augmentation de la dette publique. En effet, la dette du côté passif est compensé par les placements du côté actif du bilan.)

### **5.6.3 Les réserves couvertes et non couvertes**

Le groupe de travail prétend, tout comme la BNS, que les réserves en devises couvertes ne se prêtent pas aux interventions sur les marchés de change. Elle écrit:

«Il va de soi que seules les réserves de devises non couvertes sont utilisables pour les interventions sur le marché des changes. Si la BNS désire se prémunir contre les risques de change, elle doit vendre à terme les devises qu'elle détient. Elle s'engage ainsi à livrer ces devises à un cours et à une date convenus à l'avance. En cas de faiblesse du franc, elle ne peut pas vendre une nouvelle fois, au comptant et à des fins d'intervention, les devises qu'elle a déjà cédées à terme. Il serait certes possible de vendre avant l'échéance les devises couvertes contre le risque de change. Ce faisant, la BNS prendrait toutefois de très graves risques.»

«Si la BNS, en cas de faiblesse du franc, vendait des devises couvertes, une telle intervention ne permettrait guère d'enrayer la tendance à la baisse du taux de change. Les opérateurs sur les marchés sauraient que la BNS devrait racheter le même montant de devises à l'échéance des contrats à terme. Une intervention dont on sait dès le départ que les effets seront annulés à bref délai par une opération inverse n'est pas de nature à influencer notamment le comportement des opérateurs sur le marché.»<sup>41</sup>

Ces arguments ne sont pas dépourvus d'une certaine plausibilité superficielle. Nous montrerons dans les deux sections suivantes qu'ils ne résistent pas à une analyse un peu plus poussée.

#### **5.6.3.1 L'argument d'efficacité**

Etudions tout d'abord d'où la BNS détient ses devises couvertes contre les risques de change: Les banques commerciales déposent des dollars américains

auprès de la Banque centrale en échange de monnaie de la banque centrale. Pour que le risque de change repose chez les banques commerciales, la BNS leur revend immédiatement les dollars sur le marché à terme. La BNS s'est ainsi engagée à livrer à une date prédéterminée (par exemple à 3 mois) les montants correspondants de monnaie américaine tandis que les banques commerciales ont promis de restituer la monnaie de banque centrale à la BNS. L'opération qu'on vient de décrire porte le nom de «swap de devises».

La monnaie de la banque centrale (le billet de banque) ne rapporte aucun intérêt, et les banques commerciales le délivrent donc en grande partie à leurs clients. **Ce faisant, elles se basent sur le fait que la BNS va automatiquement et régulièrement renouveler la grande majorité des swaps de devises.** Si la BNS décidait de ne pas renouveler ses contrats à terme (il s'agit d'une valeur de 14 milliards de Frs), elle provoquerait en Suisse une diminution de la base monétaire d'environ 50 % et laisserait pratiquement toutes les banques commerciales devant des problèmes de liquidité fatals. Un tel scénario est complètement exclu.

Ce même raisonnement permet à la BNS de conclure catégoriquement, qu'elle ne devra **jamais** rembourser les dollars fournis par les banques commerciales en contrepartie de la monnaie de banque centrale (il s'agit d'une contre-valeur de 14 milliards de Frs). Ces montants peuvent donc **sans autre** être utilisés à d'autres fins. L'affirmation «Les opérateurs sur les marchés sauront que la BNS devrait racheter le même montant de devises à l'échéance des contrats à terme» est totalement fausse. **Les opérateurs sur les marchés savent au contraire avec certitude que la BNS ne devra pas racheter à terme les devises en question. Ils savent que le contrat sera tout simplement renouvelé.** Les agents n'ont aucune raison de penser que l'intervention sera «annulée à bref délai par une opération inverse».

La BNS dispose à tout moment de la quasi totalité des 14 milliards de Frs de réserve en devises couvertes pour intervenir sur le marché des devises. Les interventions avec ces devises couvertes sont tout aussi efficaces et crédibles que celles utilisant les devises non couvertes. Nous supposons que le FMI se base sur ces mêmes réflexions pour incorporer les réserves de devises couvertes dans ses statistiques.

### 5.6.3.2 *L'argument du risque*

Examinons à présent les «très graves risques» que prendrait la BNS, si elle vendait sur le marché au comptant des devises déjà vendues à terme. **Ces «très graves risques» ne sont rien d'autre qu'un simple risque de change: le risque que le franc continue à se déprécier et que la BNS doive (un jour) racheter les devises à un prix plus élevé qu'au moment de l'intervention.**

Le fait de détenir d'importantes réserves de devises non couvertes expose la Suisse à des risques de change considérables, et ce, de façon permanente. Cette situation n'est pas problématique aux yeux de la BNS. Si la Banque centrale assurait la majeure partie de ses avoirs en devises sur les marchés à terme, la Suisse ne courrait un risque de change qu'aux rares occasions, dans lesquelles la BNS aurait effectivement à intervenir sur le marché des devises. Les risques de pertes s'en trouveraient fortement réduits. **Comment la BNS peut-elle considérer le risque de cours permanent auquel elle soumet l'économie suisse comme tout à fait acceptable, mais le risque couru en intervenant avec des devises couvertes comme «très grave»?**

Si, durant la période 1984-1994, la BNS avait couvert la totalité de ses réserves de devises contre les risques de change, sa fortune serait plus grande d'au moins 6 milliards de Frs. Plusieurs catastrophes seraient nécessaires au cours d'interventions sur les marchés de change, pour ne perdre rien qu'une fraction d'une telle somme.

### 5.6.3.3 *Conclusion*

La BNS dispose à tout moment du total de ses réserves de devises couvertes et non couvertes pour des interventions sur le marché des devises (fin 1994 environ 40 milliards de Frs). En dépit du fait qu'elle n'a aucune obligation d'effectuer de telles interventions, elle détient deux fois plus des réserves de devises que les autres banques centrales. Est-ce bien nécessaire?!

## 5.7 Les turbulences des taux de change

La BNS justifie ses besoins de réserves de devises par la nécessité d'intervenir sur les marchés de change. Le volume de ses réserves devrait donc dépendre

de l'utilité que l'on peut espérer tirer de telles interventions. Il est par conséquent utile d'examiner les différentes possibilités pour la Suisse de réagir aux turbulences sur le marché des changes.

### **5.7.1 Ne rien faire**

Une première alternative évidente consiste à ne rien faire. La Suisse connaît officiellement un régime de changes flottants, et le cours de la monnaie nationale est en principe déterminé par les forces du marché. Durant les 25 dernières années, les interventions de la BNS ont d'ailleurs été rares; et ceci en dépit du fait que l'évolution du cours du franc n'a pas toujours été dans l'intérêt de l'économie suisse. Il ne faut jamais perdre de vue cette option simple. Si le coût d'une détenion permanente d'un stock de devises important s'avère élevé, et que son unique but est de faire face à une peu probable intervention en cas d'une sous-évaluation du franc, la meilleur solution pourrait très bien être d'accepter cette sous-évaluation (temporaire).

On a parfois l'impression que la Suisse considère une sous-évaluation ou une «faiblesse» du franc un peu comme une **agression militaire** contre le pays, et qu'il faut disposer de tout un **arsenal** pour pouvoir riposter à cette **catastrophe**. Cette manière de percevoir les choses est complètement erronée. Durant les 5 dernières années, la population et les politiciens suisses ont pu se rendre compte, qu'une surévaluation du franc est bien plus préjudiciable qu'une période limitée de sous-évaluation. Pendant plusieurs années, la BNS a très peu fait pour pousser le cours de la monnaie vers le bas. Ce n'est pas un drame, si le franc se trouve au contraire sous-évalué pendant plusieurs jours ou semaines. Il est par conséquent tout à fait exagéré d'accumuler des réserves de devises par milliards de francs rien que pour intervenir dans un tel cas.

### **5.7.2 Adapter la politique monétaire**

La stratégie la plus simple et **de loin la plus efficace** pour renforcer le franc consiste à mener une politique monétaire restrictive. Dans ce cas, les taux d'intérêt plus élevés pousseront le taux de change vers le haut. Une telle stratégie n'est pourtant pas toujours souhaitable, notamment lorsque du point de vue économique, une politique monétaire expansive serait préférable. Cet argument est certes

important, mais son poids ne doit cependant pas être surestimé. En effet, on souhaite une politique monétaire expansive surtout en situation de sous-emploi; et c'est exactement dans ce cas là qu'une sous-évaluation de la monnaie est elle aussi plutôt souhaitable car elle favorise les exportations.

### **5.7.3 *Intervenir sur le marché des devises***

Finalement, la stabilisation du cours de la monnaie nationale peut se faire par la vente de grandes quantités d'actifs libellés en monnaies étrangères contre les titres en francs suisses. L'analyse du groupe de travail met fortement l'accent sur cette alternative. Pourtant, la BNS est certainement consciente des limites de ce procédé, qui n'offre qu'une faible probabilité d'arriver au but souhaité. Le groupe de travail a d'ailleurs soigneusement choisi ses mots, lorsqu'il écrit: «Si les taux de change sont soumis à des turbulences, la partie non couverte des devises permet à la BNS d'intervenir sur le marché des changes.» Dans le cas d'une véritable faiblesse du franc, de telles interventions ne sont pas un moyen très approprié pour renforcer la monnaie.

Les marchés de devises internationaux présentent de nos jours un degré de liquidité et de mobilité des capitaux tel, que même une banque centrale munie d'importants volumes de réserves de devises, ne peut intervenir d'une manière efficace que si elle est prête (et si elle est en mesure) de s'endetter considérablement. La citation suivante du financier George Soros illustre bien la réalité sur les marchés de devises actuels: «When Norman Lamont<sup>42</sup> said he would borrow nearly \$15 billion to defend the sterling, we were amused, because that was about how much we wanted to sell.»<sup>43</sup> Si un seul spéculateur est à même «d'attaquer» une monnaie avec de tels montants, il est clair, que l'ordre de grandeur des réserves de devises de la BNS ne peuvent guère impressionner les marchés financiers d'aujourd'hui.

L'importance des opérations nécessaires pour stabiliser une monnaie peut également être illustrée par l'exemple de la crise du Franc français en 1993. Durant le seul mois de juillet de cette année, la Banque de France a mis en jeu environ **350 milliards de FF** pour stabiliser le cours de sa monnaie. A cette occasion, elle a utilisé 30 milliards de FF de ses propres réserves (sur les 120 milliards qu'elle détenait). Les 320 milliards restants furent empruntés.<sup>44</sup>

L'efficacité des interventions sur le marché des changes à l'aide des réserves de devises est limitée. Cet élément doit être présent à l'esprit dans une discussion traitant de l'importance qui doit être attribuée à cet instrument.

## 6. Changement institutionnel

Nous avons déjà mentionné dans l'introduction, que le groupe de travail ne propose qu'un seul changement important, à savoir celui consistant à lever la contrainte sur la maturité des actifs de la BNS. Celle-ci doit passer d'un maximum de 12 mois à une moyenne de 2 à 3 ans.

Il n'est certainement pas nécessaire que le pays détienne pour 40 milliards de Frs de titres d'Etat étrangers de courte durée. Une adaptation des textes législatifs s'impose donc. **Le législateur devrait cependant être conscient du fait, qu'en suivant la proposition du groupe de travail, il permet de facto à la BNS de prendre des risques considérables dans une dimension supplémentaire.** Supposons par exemple, que la BNS place d'importantes sommes dans des titres en dollars d'une échéance de 6 ans (ce cas est tout à fait concevable si on considère que la durée moyenne des placements doit être de 3 ans). Supposons par ailleurs que les Etats-Unis entrent ensuite dans une période caractérisée par une plus forte inflation. Dans ce cas, les pertes record de 3,5 milliards de Frs enregistrées en 1995 seraient aisément dépassées. Le danger encouru est d'autant plus grand que la BNS ne dispose d'aucune expérience dans le domaine des investissements à plus de 12 mois.

Nous sommes actuellement dans la situation suivante: Une institution (la BNS) gère une fortune de 50 milliards de Frs. Elle n'obtient que des résultats bien décevants et prend des risques de change considérables. **Pour résoudre ce problème, le groupe propose un changement législatif accordant à cette même institution la possibilité de courir des risques encore beaucoup plus élevés.**

**Nous sommes d'avis que la première priorité du législateur devrait être d'imposer au gérant de cette fortune un sévère contrôle des performances et du risque.** Le mandat du gérant (ou des gérants) du capital suisse qui atteint une valeur excédant nettement 50 milliards de Frs devrait tout naturellement comporter l'obligation de rendre régulièrement des comptes détaillés. **Ce problème n'est**

**même pas mentionné dans le rapport du groupe de travail.**

Dans le choix des candidats pour le mandat en question, plusieurs faits parlent en défaveur de la BNS:

Premièrement, la BNS semble être décidée à continuer à accumuler des gros volumes de réserves de devises non couvertes. L'utilité de ces réserves est douteuse et les coûts induits pour le pays sont élevés. Malgré le fait que la Suisse se trouve dans un système de taux de change flexible, et qu'elle n'est donc liée par aucune obligation internationale de soutenir sa monnaie, son institut monétaire attribue aux réserves de dollars non couvertes une importance plus grande que n'importe quelle autre Banque centrale européenne. Alors que la Banque nationale des Pays-Bas se contente d'alimenter ses réserves d'à peine 100 millions de Frs par an, la BNS y verse annuellement plus de **1'000 millions de Frs**. **Le législateur devrait fixer, dans le cadre de l'article 27 de la LBN, le maximum annuel que la BNS peut attribuer aux fonds propres, que ce soit sous la forme de «réserves» ou sous la forme de «provisions».** Moins la Banque centrale dispose de fonds, moins elle peut courir de risques.

Deuxièmement, la mesure dans laquelle la BNS est prête à se soumettre aux critères de gestion pour répondre à la volonté du législateur n'est pas claire. Le rapport du groupe ne donne à ce sujet aucune raison d'être optimiste.

- En écrivant: «Si l'on accepte qu'une banque centrale doit à tout moment être en mesure d'intervenir efficacement sur le marché des devises, on doit aussi accepter que cette dernière prenne des risques de cours considérables»,<sup>45</sup> le groupe indique clairement, que la BNS n'est guère prête à réexaminer sa politique de placement.
- En exposant les avantages qu'apporterait un prolongement de la durée des actifs de la Banque centrale, le groupe se réfère **exclusivement** à la *courbe des rendements* (yield-curve) du dollar<sup>46</sup>. Dans le cas de l'Allemagne et de la Suisse, les différentiels de taux d'intérêt sont beaucoup moins importants et les gains qu'un investisseur obtient en détenant des titres de longue échéance moins grands. Le fait que l'analyse du groupe se concentre unilatéralement sur le dollar indique que la BNS souhaite continuer à détenir ses réserves principalement en monnaie américaine.

- A peine 50% des actifs de la Banque nationale hollandaise sont libellés en dollars. La BNS arrive à environ 90%. Le groupe de travail écrit: «Du point de vue monétaire, une part élevée des réserves de devises de la BNS devrait continuer à rester libellée en dollars américains.»<sup>47</sup> L'idée qu'un pays dont la monnaie se classe parmi les plus fortes du monde pourrait détenir une grande partie de ses actifs dans sa propre monnaie, ne semble pas intéresser la BNS. L'argument qu'une diversification des risques de devises serait souhaitable ne semble pas non plus la préoccuper.
- Au sujet de l'Euro, le groupe écrit: «Toutefois, avant qu'on en arrive là, la Banque centrale européenne, qui émettra l'Euro, devra d'abord fournir des preuves de stabilité.»<sup>48</sup> On voit qu'une diversification en Euro n'est pas projetée à moyen terme.

Le rapport indique donc clairement quelle sera l'évolution suivie si le législateur continue à confier la gestion de la fortune financière de la Suisse à la BNS, sans définir des critères de placement très précis et sans surveiller de près le respect de ces critères.

La BNS s'élèvera contre une surveillance trop sévère en insistant sur l'importance que représente l'indépendance de la banque centrale dans le domaine monétaire. Cet argument doit certainement être pris au sérieux. Même si, en menant la politique monétaire, les banques centrales commettent parfois des erreurs, il existe une certaine évidence empirique qui démontre que l'ingérence du gouvernement conduit souvent à des résultats pires encore.

**Tant que la Suisse se trouvera dans un régime de changes flottants, il devrait être relativement facile de séparer clairement le mandat de politique monétaire et le mandat de gestionnaire de la fortune du pays.** La solution consisterait à mettre à disposition de la BNS un montant plutôt modeste (par exemple 10 milliards de Frs) à utiliser librement à des buts monétaires, le reste des avoirs étant investi d'après des critères précis de la gestion de fortune.

La BNS écrit au sujet de ses réserves de devises couvertes: «Le volume actuel « (env. 14 milliards de Frs) «devrait suffire pour assurer une gestion efficace de la monnaie centrale.»<sup>49</sup> **En fait, une fraction de ce montant suffirait pour assurer une gestion efficace de la masse monétaire.** Ce n'est que dans des

circonstances tout à fait exceptionnelles, qu'une banque centrale peut être contrainte de réduire la monnaie de banque centrale de 10 %. En choisissant un moyen simple de gérer sa masse monétaire, elle devrait pouvoir se satisfaire de moins de 4 milliards de Frs d'actifs.

Les expériences passées montrent que les institutions publiques (la BNS mais également les banques cantonales) obtiennent des performances plutôt décevantes dans le domaine de la gestion de fortune et de la gestion des risques. Les établissements privés font souvent mieux dans ces domaines. **La proposition du Conseiller national Ledergeber dans son initiative parlementaire de privatiser la gestion de la fortune suisse, repose sur des fondements économiques solides. Une application conséquente de ce principe aurait d'ailleurs l'avantage de donner plus d'indépendance à la BNS dans la formulation de sa politique monétaire.**

Pour observer en pratique les avantages et les désavantages d'une telle option, il serait raisonnable de ne confier dans un premier temps qu'une petite partie des fonds de la BNS (par exemple 30%) à des gestionnaires de fortune privés. En comparant les résultats obtenus par la BNS aux performances des établissements privés, on procéderait ensuite, tous les 2 à 3 ans, à des privatisations supplémentaires plus ou moins importantes. Cette politique est à nos yeux l'unique manière permettant de convaincre la BNS de renoncer à ses idées mercantilistes, et de s'intéresser de plus près à l'amélioration de ses rendements pour le bien du peuple.

## 7. Conclusion

En élaborant leurs recommandations au sujet de la nouvelle LBN, le Conseil national et le Conseil des Etats ne devraient pas se laisser presser par le temps. Les rendements décevants que la BNS réalise avec le patrimoine suisse tirent leur origine d'un mauvais arrangement institutionnel. La présence d'intérêts particuliers conflictuels rendra difficile l'élaboration d'une solution satisfaisante.

Pour conclure mon exposé, je résume brièvement les principaux problèmes à traiter:

- La Banque Nationale Suisse (BNS) pratique une politique de distribution

des bénéfices qui est en contradiction avec l'esprit (sinon le texte lui-même) de l'article constitutionnel et de la LBN en vigueur. Si on compare la politique de la BNS avec celle d'autres banques centrales européennes similaires on constate que les 15 dernières années la BNS a distribué entre 10 et 20 milliards de Frs de moins que ces autres Banques centrales.

Avec un patrimoine d'environ 50 milliards de Frs (sans compter l'or), la Suisse devrait pouvoir obtenir environ 2,5 milliards de Frs de revenu d'intérêts par an. Ce montant pourrait être utilisé pour réduire le déficit public ou la charge fiscale ou encore pour financer des projets d'investissement.

- Relativement au nombre d'habitants, la Suisse possède 10 fois plus d'or que les autres pays européens. En détenant des réserves d'or d'une valeur d'environ 40 milliards de Frs, **le pays se prive chaque année d'environ 2 milliards de Frs de revenu d'intérêts**. Il serait temps de vendre au plus vite, et à un prix encore raisonnable, au moins une partie de ces réserves stériles.
- **Durant les 100 dernières années, les quantités d'or reposant dans les coffres de la BNS n'ont jamais servi au peuple suisse.** Cette période semble suffisamment longue pour pouvoir en tirer des enseignements.
- Il est paradoxal que la Suisse, placée sous un régime des changes flexibles, et nécessitant par conséquent un volume de devises plutôt faible, détienne **deux fois plus** de réserves en devises que les pays qui ont l'obligation de soutenir le cours de leur monnaie.
- Dans son rôle de gérant de la fortune financière de la Suisse la BNS a pris, durant ces 25 dernières années, des risques de change inutilement élevés et obtenu des rendements peu satisfaisants. Nous songeons en particulier aux placements non couverts de 23 milliards de Frs en dollars américains (2 à 3 fois plus que les montants détenus en dollars par les autres banques centrales). Durant la seule période s'échelonnant entre 1984 et 1994, la BNS a enregistré sur ces placements une perte de plus de 6 milliards de Frs. Par ailleurs, les résultats ne sont guère plus flatteurs si on considère l'ensemble de la période passée sous un régime de taux de change flexibles.

Le Conseil fédéral devrait charger la BNS de fournir au Conseil national et

au Conseil des Etats une présentation détaillée des performances réalisées depuis l'adoption du régime des taux de change flottants en janvier 1973.

- La gestion du patrimoine national devrait s'appuyer avant tout sur une maximisation du rendement et sur une gestion des risques sérieuse. Les résultats décevants de la BNS par le passé sont dus en grande partie à un **manque de contrôle externe de sa performance**.
- La BNS et le Département Fédéral des Finances proposent d'élargir la marge de manœuvre de la Banque centrale pour lui permettre de prendre **des risques non contrôlés dans le domaine des taux d'intérêt**. Bien qu'il ne soit pas nécessaire que la BNS détienne 40 milliards de Frs d'emprunts d'Etat à court terme, il semble judicieux d'instaurer un **système efficace de contrôle** des risques avant de prolonger la durée de ces actifs.
- L'expérience a montré que les **établissements privés** obtiennent en général un meilleur rapport rendement-risque que les bureaucraties d'Etat. Il serait par conséquent judicieux de leur confier la gestion d'une grande partie de la fortune financière suisse.
- La politique de la BNS est empreinte d'une **idéologie mercantiliste**. Cette idéologie coûte plusieurs centaines de millions de Frs par an à la Suisse. Le législateur devrait examiner s'il n'est pas temps de songer à des solutions alternatives.

#### Notes :

- 1 Tous les montants en monnaie étrangère sont convertis en francs suisses sur la base du cours moyen de l'année.
- 2 La grandeur d'un pays est souvent approximée par son PIB. Si on fixe le PIB de la Suisse à 100 %, on obtient les valeurs suivantes pour les autres pays: Pays-Bas 125 %, Suède 100 %, Belgique 85 %, Autriche 70 %
- 3 Rapport du groupe, page 19.
- 4 Rapport du groupe, page 19.
- 5 Bulletin sténographique officiel de l'Assemblée fédérale suisse (1891), pages 144-145.
- 6 La plupart des actifs figurant dans le bilan de la BNS n'est pas évaluée à la valeur courante. Les réserves latentes ne peuvent donc pas être établies avec précision pour l'instant. Le rapport du groupe promet cependant un changement à ce sujet à partir de 1996. Nous sommes curieux de voir quels éléments apparaîtront à la lumière du jour à cette occasion.

- 7 Source: Rapports annuels des différentes banques nationales des années 1984-1995 et propres calculs.
- 8 Source: Rapports annuels des différentes banques nationales des années 1984-1995 et propres calculs.
- 9 Source: Rapports annuels des différentes banques nationales des années 1984-1995 et propres calculs.
- 10 Evaluées en couronnes suédoises, les réserves ont augmenté de 36 milliards à 56 milliards de couronnes. Comme d'autre part, la couronne s'est dépréciée de 0,26 Frs/C à 0,16 Frs/Cr, les réserves exprimées en francs suisses (et également en DM) sont restées constantes.
- 11 Rapport, page 19.
- 12 Voir le rapport du groupe, page 22.
- 13 Source: IMF Financial Statistics et propres calculs. Les statistiques du FMI ne prennent pas en considération les volumes d'or que les pays européens ont échangé, par des swaps, contre l'ECU.
- 14 Voir le rapport du groupe, page 8.
- 15 Rapport, page 8.
- 16 Dans les années 1914-1918, les réserves d'or ont crû de 57 à 110 tonnes et dans les années 1939-1945 de 545 à 963 tonnes.
- 17 Source: Rapports annuels des différentes banques nationales et propres calculs. Dans le cas de la Suisse et des Pays-Bas, les chiffres peuvent être repris directement. Les autres pays ne donnent par contre pas de renseignements sur la composition de leurs réserves de devises. On peut cependant estimer leurs avoirs en dollar en considérant leurs affectations en ECU. Ceux ci correspondent à 20% de leurs avoirs en or et 20% de leurs avoirs en dollars. On connaît leurs avoirs en or. Dans le cas de la Belgique il faut faire attention de ne considérer que les ECU affectés et pas les Ecu achetés.
- 18 Rapport, page 16.
- 19 Source: Rapports de gestion de la BNS et propres calculs.
- 20 Rapport, page 13.
- 21 Rapport, page 10.
- 22 Rapport, page 43.
- 23 Rapport, page 10.
- 24 Voir Scherer (1996), pages 58 et 45.
- 25 Scherer (1996), page 70.
- 26 Scherer (1996), page 74.
- 27 Rapport, page 12.
- 28 Dans son Rapport de gestion du 1982, la BNS dit même explicitement que les taux de rendement sont pour elle d'une importance secondaire.
- 29 Rapport, page 29.
- 30 Rapport, page 6.
- 31 Rapport, page 7.

- 32 Rapport, page 9.
- 33 Rapport, page 9.
- 34 Source: International Financial Statistics (1996).
- 35 Source: OECD, Main Economic Indicators (1996).
- 36 Rapport, page 7.
- 37 Le groupe de travail arrive à 7 %. Nous ne sommes pas en mesure d'expliquer ce fait.
- 38 «En cas de faiblesse du franc, la BNS ne peut pas vendre (les devises) une nouvelle fois, au comptant et à des fins d'intervention, les devises qu'elle a déjà cédées à terme.» (Rapport, page 5).
- 39 Rapport, page 9.
- 40 Rapport, page 29.
- 41 Rapport, page 5.
- 42 Directeur de la «Bank of England».
- 43 The Times, 26 octobre 1992.
- 44 Burda et Wyplosz (1993), page 511.
- 45 Rapport, page 29.
- 46 Voir le rapport du groupe de travail, figure 3.
- 47 Rapport, page 12.
- 48 Rapport, page 14.
- 49 Rapport, page 10.

## Bibliographie

- Banque Nationale de Belgique, „Rapport« différentes années.
- Banque Nationale Suisse, «Rapport de gestion» différentes années.
- Burda, M. and Wyplosz, C. (1993) «Macroéconomie, une perspective européenne» Bruxelles.
- International Monetary Fund, «International Financial Statistics» Novembre 1996.
- Nederlandse Bank, «Annual Report» différentes années.
- OECD, «Main Economic Indicators» 1996
- Österreichische Nationalbank, «Geschäftsbericht» différentes années.
- Scherer, H., (1996) «Anlagestrategien für Schweizer Pensionskassen» Studienzentrum Gerzensee.
- Schweizerische Nationalbank (1996), Bericht der Arbeitsgruppe «Anlagepolitik und Gewinnausschüttung der Schweizerischen Nationalbank». Zürich und Bern, 18. November 1996.
- Sveriges Riksbank, «Annual Report» différentes années.
- von Ungern-Sternberg, T. (1996a) «The Swiss National Bank and Seignorage» Cahiers de recherches économiques, No. 9601, DEEP, Université de Lausanne.
- von Ungern-Sternberg, T. (1996b) «Die Gewinnausschüttung der Schweizerischen Nationalbank» Cahiers de recherches économiques, No. 9610, DEEP, Université de Lausanne.