

# La lettre

G R O U P E M E N T   D E S   B A N Q U I E R S   P R I V É S   G E N E V O I S

## INITIATIVE « COSA »

# NE PAS JOUER AVEC LE FEU !

LE 24 SEPTEMBRE 2006, LE PEUPLE ET LES CANTONS SUISSES SERONT APPELÉS À SE DÉTERMINER SUR UNE INITIATIVE INTITULÉE « BÉNÉFICES DE LA BANQUE NATIONALE POUR L'AVS » (INITIATIVE COSA). LE CONSEIL FÉDÉRAL ET LE PARLEMENT LA REJETTENT, JUGÉANT QU'EN PLAÇANT LA BANQUE NATIONALE SOUS L'EMPRISE DU POUVOIR POLITIQUE, ELLE MENACERAIT LA MONNAIE ET LA PROSPÉRITÉ DU PAYS. LES MILIEUX ÉCONOMIQUES – Y COMPRIS LA PLACE FINANCIÈRE SUISSE – ESTIMENT AUSSI QUE CETTE INITIATIVE EST DANGEREUSE. SON ACCEPTATION METTRAIT EN PÉRIL LA STABILITÉ DES PRIX ET LA CONFIANCE DANS LE FRANC SUISSE. MAIS LES QUESTIONS POSÉES PAR CETTE INITIATIVE SONT COMPLEXES. IL N'EST PAS AISÉ, POUR LE COMMUN DES MORTELS, D'EN MESURER TOUS LES ENJEUX. LES PAGES QUI SUIVENT EXPOSENT LE POINT DE VUE DES BANQUES SUISSES ET PRÉSENTENT, EN SECONDE PARTIE, UNE ANALYSE CONSACRÉE À LA QUESTION DES PROFITS DE L'INSTITUT D'ÉMISSION MONÉTAIRE.

### POURQUOI LES BANQUES SUISSES REJETTENT L'INITIATIVE COSA

#### QUE VEUT L'INITIATIVE COSA ?

L'initiative « Bénéfices de la Banque nationale pour l'AVS », déposée le 9 octobre 2002 par le Comité pour la sécurité AVS (COSA) demande ce qui suit : « Le bénéfice net de la Banque nationale est

#### SOMMAIRE

Pourquoi les banques suisses  
rejetent l'initiative COSA  
... page 1

Le graal de  
la Banque nationale  
... page 4

versé au fonds de compensation de l'assurance-vieillesse et survivants, sauf une part annuelle de CHF 1 milliard qui est versée aux cantons. La loi peut prévoir une indexation de ce montant ».

Le peuple et les cantons se prononceront sur cette initiative le 24 septembre 2006.

#### OÙ VONT ACTUELLEMENT LES BÉNÉFICES DE LA BNS ?

La Banque nationale suisse (BNS) distribue ses bénéfices pour un tiers à la Confédération et pour deux tiers aux cantons. Le montant

effectivement distribué est fixé pour cinq ans dans une convention conclue entre le Département fédéral des finances et la BNS. Tous les cinq ans, ce montant est adapté en fonction de l'évolution réelle de ces bénéfices.

### QUELS MONTANTS LA BNS EST-ELLE SUSCEPTIBLE DE DISTRIBUER À LONG TERME ?

Le patrimoine productif de la BNS s'établit à environ CHF 85 milliards, dont à peu près la moitié fait l'objet de placements rémunérés. Les fonds investis dégagent des intérêts et des dividendes. Mais ils sont aussi soumis aux fluctuations des prix du marché, ce qui donne lieu à des gains ou des pertes d'évaluation. Les bénéfices de la BNS peuvent donc varier fortement d'une année à l'autre.

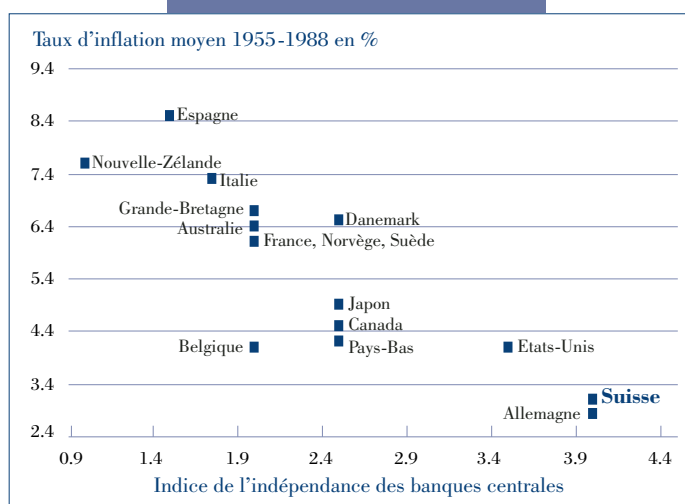
La BNS évalue à 2-3% par an en moyenne le potentiel de rendement futur de son patrimoine.

Sur cette base, et compte tenu de ce qui précède, le potentiel bénéficiaire se situe entre CHF 1,7 et 2,5 milliards par an. Sur ce montant, la BNS doit financer ses charges d'exploitation (250 millions), ainsi que les provisions requises par la loi au titre des réserves monétaires (environ 1 milliard). Le solde distribuable est donc de l'ordre de CHF 1 milliard.

Sont réputés être des « réserves monétaires » les actifs de la BNS susceptibles de servir à des fins de placements internationaux. Il est essentiel que la BNS ait à tout moment suffisamment de réserves monétaires disponibles pour intervenir sur les marchés si le besoin s'en fait sentir.

#### ILLUSTRATION N° 1

### Indépendance des banques centrales et inflation



Le graphique ci-dessus montre le rapport, dans les années 1955 à 1988, entre l'indépendance de la banque centrale et le taux d'inflation moyen dans divers pays. Les pays dont la banque centrale est relativement indépendante présentent un taux d'inflation nettement plus faible que ceux dont la banque centrale subit une forte influence politique.

Source : Carl E. Welsh, *Monetary Theory and Policy*, The MIT Press, Cambridge Massachusetts, 1998

La Constitution fédérale et la loi l'obligent donc à constituer des réserves suffisantes. Selon la règle appliquée depuis 1990, les provisions de la BNS doivent croître en moyenne au même rythme que le produit intérieur brut.

### MAXIMISATION DES BÉNÉFICES AU PROFIT DE L'AVS ?

L'objectif de l'initiative est d'assurer le financement de l'AVS. De fait, l'évolution démographique confrontera cette dernière à des défis majeurs. L'allongement de l'espérance de vie et la proportion croissante de retraités dans une population par ailleurs décroissante se traduisent, pour l'AVS, par des besoins financiers supplémentaires. Des experts estiment ces besoins à environ CHF 11 à 14 milliards par an (soit environ 4 points de TVA).

Même si le potentiel de rendement du patrimoine de la BNS dépassait les 2-3% annuels prévus, les revenus de la BNS n'y suffiraient pas. Mais on ne peut exclure qu'ils y contribuent.

C'est précisément là que se situe le danger : si la BNS peut contribuer à l'AVS à hauteur d'un milliard, pourquoi ne pas lui en demander davantage le moment venu ? L'initiative pourrait être la cause d'une pression politique accrue pour que la BNS augmente ses bénéfices. Celle-ci serait alors confrontée à des objectifs contradictoires : continuer à agir dans l'intérêt général du pays en évitant avant tout l'inflation ou distribuer des bénéfices supplémentaires pour financer l'AVS.

## LE LIEN AVEC LA STABILITÉ DU FRANC

La BNS a en principe trois moyens d'accroître ses bénéfices :

- En gonflant son patrimoine, ce qui entraînerait une augmentation proportionnelle de la masse monétaire et compromettrait à moyen terme la stabilité des prix.
- En puisant dans ses réserves de change au détriment de sa liberté d'action future, mettant ainsi en péril la stabilité du système.
- En prenant des risques accrus dans le placement de ses actifs (spéculation).

Dans tous les cas, la confiance dans la BNS serait menacée. Ceci aurait des répercussions négatives pour la place financière suisse, mais aussi pour le reste de l'économie et pour l'ensemble de la population.

## UN CONFLIT D'INTÉRÊTS ENTRE FINANCEMENT DE L'AVS ET STABILITÉ DE LA MONNAIE ?

En matière de politique économique et monétaire, la Suisse est au bénéfice d'une longue tradition de stabilité. Une inflation faible, des taux d'intérêt bas, mais aussi le rôle important du franc en tant que monnaie de placement, ont beaucoup contribué à la prospérité du pays. Le maintien de cette prospérité constitue une condition essentielle pour assurer le financement de l'AVS.

La prévoyance vieillesse et la politique monétaire sont aussi importantes l'une que l'autre. La Constitution confie la première à la Confédération et la seconde à la BNS. En séparant la politique monétaire du reste du champ politique, on a fait en sorte que la BNS puisse se concentrer sur son mandat légal – assurer

la stabilité des prix – et ne soit pas sollicitée pour financer d'autres dépenses publiques (voir illustration n° 1, p. 2).

L'initiative COSA crée un conflit d'intérêts entre ces deux objets et menace la BNS de se trouver confrontée à des pressions politiques. La situation économique des bénéficiaires de rentes AVS est elle-même dépendante de la stabilité des prix. En effet, la dépréciation de la monnaie défavoriserait tout spécialement cette catégorie sociale, car les rentes en question ne sont que partiellement adaptées à l'inflation, moyennant un décalage dans le temps.

## NE PAS FAVORISER UNE HAUSSE DES TAUX D'INTÉRÊT !

Les locataires, les propriétaires de logements, les entreprises grandes et petites, pour ne pas parler des collectivités publiques très endettées, tirent avantage des bas taux d'intérêt qui ont cours en Suisse. Ces taux sont le reflet de la grande stabilité du franc en termes de pouvoir d'achat. Si l'inflation augmentait, le franc – et donc la Suisse – perdrait ce bonus d'intérêts. Une hausse de l'inflation entraînerait une hausse équivalente des taux nominaux.

## LA PLACE FINANCIÈRE A BESOIN D'UNE BASE SOLIDE

La stabilité du franc suscite aussi la confiance auprès des investisseurs. La monnaie helvétique est très appréciée de ces derniers et par conséquent souvent utilisée dans un but de diversification de portefeuilles.

Pour les banques suisses, le franc constitue un avantage important. Il a énormément contribué à ce qu'elles puissent s'établir et se développer en Suisse en proposant une large

gamme de prestations de haut niveau. Sans une monnaie de qualité, la Suisse n'aurait probablement pas pu développer le marché financier ouvert, diversifié et dynamique dont elle bénéficie.

### ASSURER LE FINANCEMENT DE L'AVS, MAIS SANS AGIR À COURTE VUE

L'AVS compte parmi les grands acquis du pays. Il est important d'assurer son avenir. Mais compromettre pour cela la qualité de la monnaie serait agir à courte vue. Une AVS solide a aussi besoin de prix stables et d'une BNS qui soit en mesure de mener à bien son mandat légal sans obstacle ni conflits d'intérêts.

### « UN BON TIENS VAUT MIEUX QUE DEUX TU L'AURAS »

Nul ne conteste l'importance décisive de l'AVS dans le contrat entre les générations. C'est pourquoi les Chambres fédérales ont décidé que CHF 7 milliards résultant des ventes d'or de la BNS et revenant à la Confédération seraient attribués au fonds de compensation AVS. Au vu des dangers évoqués plus haut liés à l'initiative « COSA », elles ont toutefois fait dépendre ce versement exceptionnel du retrait de cette dernière par ses promoteurs (ce qui n'a pas eu lieu) ou de son rejet par le Souverain. Comme l'explique le Conseil fédéral lui-même : « Cette mesure accroîtrait le volume du fonds pour mieux absorber des réformes fondamentales, sans susciter de fausses attentes »<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Cf. Infoplus, Newsletter n° 30 du Département fédéral des finances, mai 2006

## LE GRAAL DE LA BANQUE NATIONALE

JEAN-PIERRE BÉGUELIN  
Chef-économiste, Pictet & Cie

**T**iens!... on reparle du bénéfice de la BNS et de sa distribution. Comme celui du Loch Ness, c'est un serpent de lac géant qui ressurgit régulièrement sous des noms divers. Et, il faut bien l'avouer, le bilan actuel de la BNS, avec ses CHF 19 milliards parqués sous le poste Bénéfices à distribuer, est suffisamment maladroit pour éveiller toutes les convoitises. Rien d'étonnant alors à voir les propositions fleurir si bien que le peuple suisse votera en septembre prochain sur une clé de répartition de ces bénéfices en faveur de l'AVS et des cantons, la Confédération étant dès lors privée si ce n'est du festin, tout au moins du dessert. En outre – et c'est très étonnant au premier abord – il s'agit en apparence d'un problème uniquement suisse – personne en effet ne parle du sujet ailleurs – alors que toute économie moderne possède une banque centrale. Pour essayer d'y voir un peu plus clair, examinons d'abord comment un institut d'émission réalise des profits.

### LES PROFITS INTERNES D'UNE BANQUE CENTRALE : À REDISTRIBUER EN TOUT CAS

Sur le plan purement domestique, c'est-à-dire pour une banque centrale qui, à l'instar de la Réserve fédérale américaine, ne gère pas les réserves de change de son pays, le mécanisme générateur de profits est assez simple. L'institut d'émission dégage des recettes en

prêtant à intérêt aux banques commerciales la monnaie fiduciaire, en particulier les billets dont ces dernières ont besoin, et en encaissant les coupons des Bons du Trésor achetés lors des opérations dites d'open-market. Normalement, quand un débiteur sert sa dette en remettant des billets à sa banque, ceux-ci demeurent quelque temps dans les caisses de celle-ci, soit à l'actif de son bilan. En revanche, lorsqu'une banque remet à la banque centrale des billets en paiement d'intérêt, ceux-ci disparaissent de la circulation monétaire puisqu'ils ne sont plus à disposition de l'économie. Billets et comptes de virement ne sont en effet pas inscrits à l'actif, mais au passif du bilan de l'institut d'émission et tout paiement en faveur de ce dernier vient donc diminuer ce passif. C'est le seul agent économique pour lequel c'est le cas, souvenir de l'époque où les billets étaient convertibles en or et constituaient ainsi un engagement pour la banque centrale. Dans ces conditions, les autorités monétaires doivent compenser cette réduction automatique de la circulation fiduciaire que constitue le service de leurs prêts, sinon cette diminution contracte la masse de monnaie en circulation et pousse les taux d'intérêt à court terme vers le haut. En pratique, cette compensation peut prendre plusieurs formes. Il y a d'abord les dépenses de fonctionnement de la banque centrale elle-même qui réinjectent de la monnaie fiduciaire dans le circuit économique. Ensuite, l'institut d'émission peut payer un intérêt sur



les réserves que les banques détiennent chez lui, comme c'est le cas en Espagne, au Brésil et, depuis très peu de temps, aux Etats-Unis. Enfin, il pourrait en théorie accroître ses encours en titres et papiers monétaires domestiques, mais cette voie conduirait vite à une impasse, la banque centrale accumulant de plus en plus d'avoirs nationaux, gonflant ainsi encore plus ses recettes et déséquilibrant le système. Dans ces conditions, il est naturel que l'institut d'émission remette ses bénéfices en circulation au travers des caisses du Trésor sous forme soit d'impôts sur les sociétés, soit de dividendes dans le cas d'une banque d'Etat.

### LES PROFITS EXTERNES D'UNE BANQUE CENTRALE : À REDISTRIBUER SOUS CONDITIONS

Le cas de la distribution des bénéfices se complique lorsque la banque centrale détient les réserves de change du pays. Les intérêts que celle-ci touche sur ses avoirs externes ne lui sont évidemment pas versés en monnaie nationale, mais, mettons pour simplifier, en dollars. Ainsi, et contrairement à celles d'origine domestique, ces recettes ne viennent pas réduire la circulation fiduciaire nationale et elles ne doivent donc pas impérativement être réinjectées. Si la banque centrale accumule ces intérêts en devises et les replace, les réserves de change du pays gonflent d'autant sans

que la circulation ne change à l'intérieur du pays. Si, au contraire, l'institut d'émission, décidant que ces réserves externes sont suffisamment élevées, distribue ces recettes supplémentaires, il va augmenter directement les comptes de virement des banques ou de l'Etat en monnaie nationale puisque la contrepartie de ces sommes est comptabilisée à l'actif de son bilan et non pas au passif comme dans le cas des paiements d'intérêt d'origine domestique. Pour neutraliser cette création indésirable de monnaie nationale, la banque centrale peut vendre des Bons du Trésor nationaux ou réduire d'autant l'encours de ses prêts domestiques. Ces possibilités de neutralisation interne sont toutefois limitées si la proportion d'avoirs externes est importante. Dans ce cas, l'institut d'émission devra vendre ses dollars contre de la monnaie nationale et ses réserves de change diminueront d'autant.

Dans ces circonstances, l'ampleur de la distribution à l'intérieur d'une économie nationale des recettes externes de la banque centrale va dicter la vitesse avec laquelle les réserves de change du pays s'accroissent, si bien que cette redistribution pose immédiatement la redoutable question du niveau optimal desdites réserves. Or, il n'y a pas de critère objectif – comme par exemple celui de la stabilité des prix ou de la croissance de plein-emploi – pour déterminer, même en théorie, le niveau nécessaire de celles-ci. Comme pour le cas de l'encaisse précaution d'un ménage ou d'une firme, il dépend du danger couru, de la crainte que ce risque inspire et de la plus ou moins grande aptitude à l'assumer, équation à la solution éminemment psychologique.

## LE CAS DE LA BNS: DES PROFITS EXCLUSIVEMENT EXTERNES...

C'est là évidemment le cas de la Suisse et de la BNS. Depuis sa naissance en 1907 ou presque, celle-ci a accumulé beaucoup plus de réserves de change que d'avoirs domestiques en raison de l'excédent externe chronique de la Suisse. Jusqu'en 1970 cependant, elle convertissait systématiquement en or le produit de ses interventions en devises si bien qu'elle ne faisait quasiment aucun profit. Dès la fin de la convertibilité-or du dollar en 1971, ses réserves de change en devises ont gonflé rapidement, les recettes d'intérêt montant parallèlement.

Redistribuer ces bénéfices à l'intérieur de la Suisse est une question qui ne se pose toutefois pas à l'époque. Vu la forte montée du franc – celui-ci passe de 4.3 par dollar en 1971 à 1.5 en 1978 – la BNS enregistre des pertes comptables sur ses avoirs en devises tandis qu'elle continue à comptabiliser son stock d'or au prix de 1971.

## ... DISTRIBUÉS SEULEMENT AVEC DES RÉSERVES DE CHANGE SUFFISANTES...

A partir du milieu des années 1980, la situation se normalise, mais c'est alors le Département fédéral des finances qui bloque toute redistribution des profits. Le Conseiller fédéral Otto Stich veut en effet faire revoir en faveur de la Caisse fédérale la clé légale de répartition – 2/3 aux cantons, 1/3 à la Confédération – des bénéfices de la BNS. Celle-ci attend alors le début des années 1990 et le départ de ce Conseiller fédéral pour offrir de distribuer régulièrement une partie de ses

profits tout en liant cette pratique à un niveau désirable des réserves de change suisses. Utilisant une règle du pouce relativement raisonnable, elle propose de laisser croître ses réserves en devises au rythme du PIB nominal suisse et de distribuer le solde aux pouvoirs publics, un principe finalement accepté par le Conseil fédéral et les actionnaires de la Banque. En d'autres termes, si les avoirs en devises s'accroissent de 5% et le PIB nominal de 4%, seule une somme correspondant au 1% de l'augmentation des réserves pourra être distribuée, les 4% restants venant gonfler les provisions.

### ... UNE RÈGLE SAGE, MAIS DIFFICILE À METTRE EN PRATIQUE...

Mais cette règle est difficile à mettre en pratique. Si, une année, la BNS fait apparaître un fort profit comptable parce que le franc a baissé et qu'elle applique la règle ci-dessus à la lettre, elle se mettra à distribuer des gains en capital et non des revenus d'intérêt. Si, quelques années plus tard, le franc reprend de la vigueur sur le marché des changes et la BNS subit des pertes comptables, personne n'ira lui rendre les sommes distribuées en trop auparavant. Certes, la BNS a tenté d'atténuer l'effet de ces fluctuations du franc en ne versant que des acomptes aux ayants droit et en provisionnant les surplus potentiellement distribuables, ces sommes étant revues et rediscutées tous les cinq ans. Cet intervalle quinquennal s'est



malheureusement révélé à la fois trop court, vu la durée moyenne des périodes de sur- ou de sous-évaluation des devises, et trop long, les sommes à distribuer tendant à se cumuler pour atteindre des montants qui font briller les yeux de beaucoup. En outre, les usages comptables de la BNS ne font rien pour atténuer ces convoitises, la banque centrale ne distinguant pas clairement la part des bénéfices due aux gains en capital, qui ne sont souvent que potentiels, et celle liée aux recettes d'intérêt. Elle aurait tout intérêt à adapter ses pratiques, car, même si l'initiative COSA est repoussée en septembre, elle pourrait tôt ou tard se voir imposer par le peuple une règle de distribution des profits peu conforme aux intérêts généraux du pays. D'autant que la BNS est, sur ce point, en constante position de faiblesse car, bien qu'elle sache, vu l'excédent d'épargne traditionnelle du pays, que le franc tendra à se réévaluer avec le temps, ce qui entraînera une perte non négligeable sur les réserves internationales comptabilisées en francs, elle, banque centrale, ne peut avancer cet argument sans venir troubler gravement le marché des changes.

### ... ET QUE, MALHEUREUSEMENT, COSA TUERAIT DÉFINITIVEMENT

Malgré la mise en œuvre du critère de distribution décrit ci-dessus, il faut bien avouer que, depuis dix ans, la distribution partielle

des profits de la BNS a nettement ralenti la croissance des réserves de change de la Suisse. En comparaison internationale, leur niveau paraît aujourd'hui être tombé relativement bas, peut-être déjà trop bas. En cas de crise politique ou financière grave, les besoins de liquidités internationales peuvent en effet exploser soudainement, comme de nombreux pays asiatiques – y compris une économie aussi fondamentalement saine que Singapour – en ont fait l'amère expérience en 1997-98. N'est-il d'ailleurs pas frappant de voir combien

ceux-ci sont aujourd'hui ravis d'entasser des réserves externes en dollars ou autres devises. Chat échaudé... l'antienne est connue. Dans ces conditions, toute fixation par avance d'une règle fixant la distribution des profits qui ne tiendrait pas compte des développements internationaux et des impératifs de change ne peut que conduire à une trop faible croissance des réserves de change de la Suisse, une situation que nous pourrions tous regretter un jour. Une problématique que l'initiative COSA oublie, ce qui plaide hautement pour son rejet.

GROUPEMENT DES  
**BANQUIERS PRIVÉS GENEVOIS**  
 LIBRES - INDÉPENDANTS - RESPONSABLES

BORDIER & CIE  
 (1844)

LOMBARD ODIER DARIER HENTSCH & CIE  
 (1796)

MIRABAUD & CIE  
 (1819)

PICTET & CIE  
 (1805)

Rédaction :  
 Groupement des Banquiers  
 Privés Genevois  
 8, rue Bovy-Lysberg  
 CP 5639  
 1211 Genève 11  
 Tél. +41 (0) 22 807 08 00  
 Fax: +41 (0) 22 320 12 89  
[info@genevaprivatebankers.com](mailto:info@genevaprivatebankers.com)  
[www.genevaprivatebankers.com](http://www.genevaprivatebankers.com)  
[www.swissprivatebankers.com](http://www.swissprivatebankers.com)