

Pas de « chaînes en or » pour notre Banque nationale

dossierpolitique

29 août 2014

Numéro 5

Initiative sur l'or Le 30 novembre 2014, le souverain se prononcera sur l'initiative populaire «Sauvez l'or de la Suisse» (initiative sur l'or). Ses auteurs demandent que la Banque nationale détienne en permanence une part d'or de 20% au moins dans son bilan. De plus, la BNS devrait stocker l'or en Suisse et il lui serait interdit de le vendre. Les initiants espèrent par ce moyen stabiliser le franc suisse et renforcer la position de la Banque nationale vis-à-vis de l'étranger. Mais, précisément, la combinaison d'une part minimale fixe et d'une interdiction de vente limiterait considérablement la capacité d'action de la BNS. La possibilité d'acheter et de vendre librement des actifs est en effet cruciale pour la conduite d'une politique monétaire indépendante, toute exigence restrictive mettant en danger à long terme la stabilité des prix et la prospérité économique de la Suisse. En cas d'acceptation de l'initiative, des mesures telle que la politique de cours plancher du franc par rapport à l'euro ne pourraient plus être engagées dans leur forme actuelle.

Position d'economiesuisse

- ▶ L'acceptation de l'initiative sur l'or nuirait sensiblement à la crédibilité de la BNS et restreindrait fortement sa capacité d'action. La mise en œuvre d'une politique de cours plancher ne serait, par exemple, plus possible.
- ▶ L'initiative met en danger la stabilité des prix et la prospérité économique de la Suisse.
- ▶ L'actuelle diversification géographique des stocks d'or est pertinente du point de vue de la répartition des risques.
- ▶ Pour toutes ces raisons, economiesuisse rejette l'initiative populaire «Sauvez l'or de la Suisse».

L'initiative populaire « Sauvez l'or de la Suisse »

Le 30 novembre 2014, les citoyens suisses se rendront aux urnes pour se prononcer sur l'initiative populaire « Sauvez l'or de la Suisse » (initiative sur l'or). Celle-ci contient trois exigences :

- La part des réserves d'or dans le bilan total de la Banque nationale suisse (BNS) doit être à tout moment égale à 20 % au moins.
- La BNS ne peut pas vendre ses réserves d'or.
- Les réserves d'or de la BNS doivent être stockées exclusivement en Suisse.

► La Suisse détient des réserves d'or élevées en comparaison internationale.

Les auteurs de l'initiative souhaitent, selon leurs propres dires, accroître massivement les réserves d'or de la Banque nationale afin de stabiliser le franc suisse et de renforcer l'indépendance de la BNS à l'égard de l'étranger. Avec un peu plus de 1000 tonnes d'or, la BNS dispose aujourd'hui de réserves assez substantielles en comparaison avec les banques centrales d'autres pays. Nos voisins, par exemple, détiennent des réserves nettement inférieures aux nôtres par rapport à la taille de leur population (Allemagne : 3391 tonnes, France : 2435 tonnes, Italie : 2452 tonnes).

Les initiants s'inquiètent de l'expansion de l'offre de monnaie centrale dans le sillage de la crise financière et de l'instauration du cours plancher par rapport à l'euro. Ils critiquent aussi les ventes d'or effectuées par la BNS depuis le début du siècle, estimant que notre banque centrale a cédé le précieux métal jaune à un prix trop bas. Enfin, ils demandent d'interdire dorénavant toute détention de réserves d'or à l'étranger, afin d'éviter que celles-ci y restent bloquées en cas de crise¹.

Le présent dossierpolitique reprend les exigences de l'initiative sur l'or et les examine à la lumière de la politique monétaire et économique. Il analyse aussi les conséquences que le régime préconisé par l'initiative aurait eues pour la Banque nationale s'il avait été mis en œuvre au cours des dernières années. La conclusion est claire : l'acceptation de l'initiative nuirait considérablement tant à la Banque nationale qu'à l'économie suisse dans son ensemble.

Le rôle de l'or dans la politique monétaire

Considéré comme le garant de la stabilité des prix, l'or a longtemps joué un rôle central dans la politique monétaire de très nombreux États. Notamment sous le régime de l'étalon-or (abandonné au cours de la Première Guerre mondiale), durant lequel la monnaie centrale de la plupart des pays était rattachée à l'or et pouvait sur demande, du moins théoriquement, être convertie en or à un cours fixe (parité-or). En 1907, par exemple, le prix d'un kilo d'or était fixé en Suisse à 3439 francs.

► Le métal jaune a longtemps joué un rôle central, sous le régime de l'étalon-or en particulier.

Le système issu des accords de Bretton-Woods au lendemain de la Seconde Guerre mondiale se fondait lui aussi sur l'étalon-or, dans la mesure où le prix d'une once d'or était fixé en dollars américains et que les taux de change, entre les nations industrialisées, devaient être stabilisés par les banques centrales concernées. Vers la fin des années 1960, pour financer la guerre du Vietnam, les États-Unis ont adopté une politique monétaire dictée par leurs priorités internes, allant à l'encontre de leurs engagements internationaux : ils ont accru fortement la masse monétaire en circulation, ce qui a induit une inflation

¹ Cf. les arguments du comité d'initiative sur <http://www.initiative-or.ch/>

nettement plus élevée qu'en Suisse par exemple. Enfin, au début des années 1970, le système de Bretton-Woods s'est effondré. La Suisse a alors introduit un système de taux de change flottants et mené sa politique monétaire en toute indépendance. Le rattachement à l'or a progressivement perdu de son importance au niveau international, et la plupart des nations industrielles sont passées à un système sans rattachement de leur monnaie à une valeur physique donnée (l'or ou l'argent, par exemple). C'est pourquoi on parle aussi de « monnaie fiat » (du mot latin « fiat » qui signifie « qu'il en soit ainsi »), puisque la création de monnaie dans un tel système est gratuite et, en principe, illimitée.

► L'or n'occupe plus une place déterminante dans la politique monétaire actuelle.

Lorsqu'on compare le régime de la parité-or avec un système de « monnaie fiat », plus communément appelé système de monnaie fiduciaire, le rattachement de la monnaie à l'or présente à première vue un avantage évident : il fixe des restrictions à l'expansion de la masse monétaire et, partant, évite un détournement de la politique monétaire à des fins fiscales. Dans les faits, la parité-or se traduit à moyen terme par une stabilité élevée des prix et de la monnaie. Cet avantage se paie au prix fort : le rattachement à l'or prive la politique monétaire de précieux instruments pour stabiliser l'économie, avec pour corollaire des cycles conjoncturels plus marqués. À cela s'ajoute que, en raison des quantités d'or limitées dans le monde, une évolution des prix sans déflation est impossible à long terme dans les économies en pleine croissance.

► Le système monétaire en place permet de réagir sagement aux perturbations.

Et c'est là que réside l'avantage du système monétaire actuel. Il peut réagir avec flexibilité aux perturbations et crises conjoncturelles. Du point de vue économique, rien n'empêche qu'une banque centrale régie par des règles, indépendante et pleinement opérationnelle puisse mener, même sans couverture or, une politique monétaire axée sur la stabilité des prix et détachée de toute considération fiscale. Force est toutefois d'admettre que la tentation de recourir à la planche à billets pour résoudre des problèmes à court terme est assez grande, comme en témoignent l'histoire de nombreux pays et les taux d'inflation relativement élevés de certains États occidentaux dans les années 1970 et 1980. Tels sont les arguments avancés par les partisans d'un retour au système de l'étalon-or. Tant l'étalon-or que le système de monnaie fiduciaire présentent, sous un angle purement économique, des avantages et des inconvénients qui doivent être soigneusement pesés. Au bout du compte, le choix du système est une décision politique.

L'initiative sur l'or ne conduit pas à un retour à l'étalon-or

Dans leur argumentation, les auteurs de l'initiative se montrent favorables à l'idée d'un retour à un étalon-or. Cela dit, la solution proposée n'aboutit pas à un changement du système de politique monétaire. Il aurait fallu prévoir une obligation d'échange à un prix fixe, c'est-à-dire aussi un abandon explicite du principe de la stabilité des prix.

► L'initiative sur l'or ne conduit pas à un retour à l'étalon-or.

Autrement dit, c'est dans le système monétaire actuel que l'initiative sur l'or doit être mise en œuvre. Cela pose des problèmes non négligeables, comme le montre un examen de la politique monétaire actuelle. La valeur de référence de la politique monétaire de la BNS est le Libor² à trois mois, c'est-à-dire le taux d'intérêt que les banques commerciales appliquent entre elles pour un refinancement à court terme. S'y ajoute depuis le 6 septembre 2011 le cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro.

En agissant (indirectement) sur le taux Libor, la Banque nationale peut influencer sur toute la courbe des intérêts et, partant, sur l'approvisionnement de l'économie en numéraire. Afin de garantir la stabilité des prix, la BNS établit des prévisions d'inflation et en tire des conclusions pour le taux à court terme à viser. La

²

« London Interbank Offered Rate »

BNS ne peut pas agir directement sur le Libor, mais elle le gère indirectement par le biais des opérations dites de pensions de titres («repurchase agreement»). Dans le cadre de ces opérations, les banques commerciales obtiennent une certaine quantité de liquidités à un taux fixe et pour une durée donnée. En contrepartie, elles remettent des garanties à la BNS. Le montant du taux des pensions de titres influe implicitement sur le montant du taux Libor (en quelque sorte l'autre possibilité pour les banques centrales de se refinancer à court terme).

Figure 1

► La politique monétaire de la Banque nationale consiste en l'achat et la vente de placements.

Représentation schématique d'une pension de titres

Déroulement des opérations entre banque commerciale et banque centrale



Source : economiesuisse

En d'autres termes, la politique monétaire de la BNS consiste, comme le montre la figure 1, en l'achat et la vente d'actifs, ce qui lui permet respectivement de créer des liquidités et de les réduire. Le mécanisme est le même dans le cas des interventions de la BNS sur le marché des devises, lesquelles ont visé ces dernières années à défendre le taux plancher par rapport à l'euro. Les achats d'euros ont fortement accru les liquidités. C'est toujours le même mécanisme lorsque la BNS échange les euros contre d'autres actifs, d'autres devises par exemple. Il va donc sans dire que la BNS, pour remplir son mandat de politique monétaire, doit avoir la possibilité de réduire, si nécessaire, les liquidités ainsi créées.

Les liquidités créées, ou l'achat d'actifs, ne constituent toutefois pas un investissement. Afin de pouvoir remplir son mandat de politique monétaire, la BNS doit être en mesure de réduire à tout moment les actifs qu'elle détient. De ce fait, elle ne peut jeter son dévolu que sur des placements qui peuvent être revendus rapidement. Ainsi, l'achat de biens immobiliers serait totalement inapproprié.

► L'initiative sur l'or empêche la BNS de résorber les liquidités excédentaires.

On touche ici au principal problème de l'initiative sur l'or. En cas d'acceptation, la BNS ne pourrait plus vendre d'or. Cette interdiction aurait des conséquences majeures sur la politique monétaire. La BNS pourrait créer des liquidités, mais elle devrait toujours conserver 20 % de ces liquidités en or. Et si elle souhaitait réduire ses liquidités, elle ne pourrait donc le faire qu'à concurrence de 80 % seulement.

Si la Banque nationale ne pouvait définitivement plus vendre d'or, sa marge de manoeuvre de politique monétaire s'en trouverait drastiquement restreinte. Contrairement à l'intention des initiants, cela augmenterait précisément le risque d'inflation au lieu de le diminuer. L'initiative sur l'or aurait ainsi un effet boomerang.

Implications pratiques de l'initiative sur l'or – une simulation

Les aspects théoriques de la politique monétaire sont souvent difficiles à comprendre. Les conséquences de l'initiative sur l'or sur l'activité de la BNS peuvent, elles, être démontrées de manière pratique, par des simulations mettant en œuvre un tel régime par rapport au passé.

Supposons que l'initiative sur l'or soit entrée en vigueur au début de la crise financière en 2008. Le poste budgétaire «Or et créances résultant d'opérations sur or» de la BNS affichait alors quelque 34,44 milliards de francs suisses. Au prix du moment, cela représentait l'équivalent³ de 1087 tonnes d'or environ. La part d'or de 29,44 % par rapport au bilan total était donc conforme aux exigences de l'initiative.

► Une politique monétaire expansive en temps de crise nécessiterait d'énormes achats supplémentaires d'or.

Puis il y a eu la crise financière et l'envolée dramatique du franc suisse. Dans ce contexte, le bilan de la BNS n'a cessé de croître au fil des mois et des années qui ont suivi. D'un côté parce que des liquidités supplémentaires étaient mises à disposition des banques commerciales (pensions de titres à long terme), de l'autre à cause d'interventions sur le marché des changes pour stabiliser le taux de change. Le second aspect concerne surtout les années 2010 à 2012. Par cette expansion du bilan de la banque centrale, la part d'or serait tôt ou tard tombée sous la limite de 20 % et la BNS aurait dû augmenter ses stocks de métal jaune.

Combien d'or la BNS aurait-elle dû acheter selon l'initiative ?

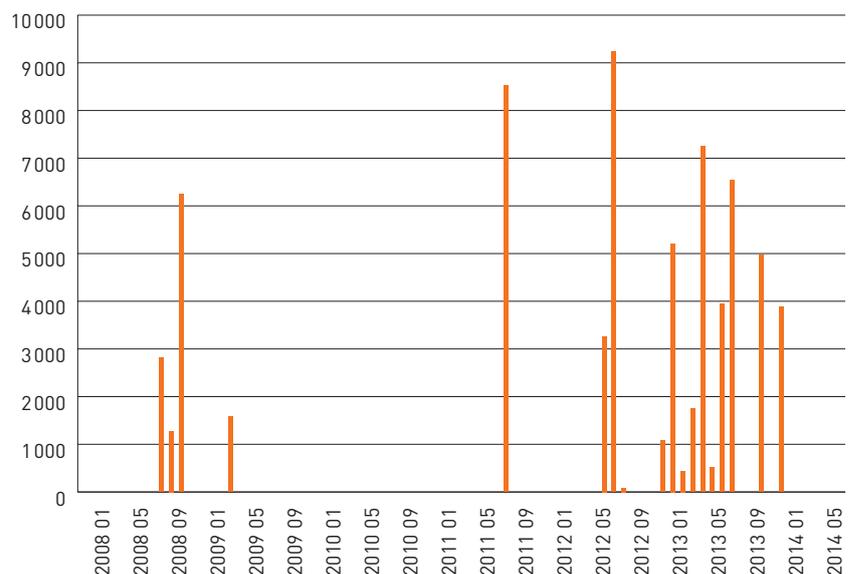
La figure 2 montre, sur une base mensuelle et selon les activités réelles de la BNS en matière de politique monétaire, ce que l'initiative aurait signifié pour la Banque nationale entre janvier 2008 et juin 2014. Les valeurs tiennent compte du fait que l'initiative interdit de revendre les réserves d'or. Les stocks d'or ont été évalués chaque mois en fonction de la quantité accumulée à cette date et du prix de l'or du moment.

Figure 2

► L'initiative sur l'or aurait obligé la BNS à augmenter massivement ses réserves d'or.

Achats supplémentaires d'or requis depuis 2008 sous le régime de l'initiative sur l'or

En millions de francs suisses



Source : BNS, Thomson Reuters Datastream (prix de l'or), calculs economiesuisse

³ Le terme « équivalent » indique que les créances résultant d'opérations sur or étaient alors également comprises dans les chiffres du bilan.

► À partir de 2008, la BNS aurait dû acheter de l'or pour 68,8 milliards de francs.

À compter de 2008, l'initiative aurait obligé la BNS à acheter de l'or supplémentaire pour un total d'environ 68,8 milliards de francs⁴. Au prix de juin 2014, elle aurait accumulé des réserves d'or pour une valeur de plus de 100 milliards de francs – sans aucune possibilité de revente, rappelons-le. À titre de comparaison : en juin 2008, avant les interventions dictées par la crise, la somme totale du bilan de la BNS atteignait 117 milliards de francs, soit à peine plus que ce chiffre. En d'autres termes, les prescriptions de l'initiative sur l'or empêcheraient la BNS de ramener la somme du bilan au niveau d'avant la crise. Or si elle a besoin d'or, il lui faut aussi d'autres actifs, comme des dollars et des euros, pour mener à bien sa politique monétaire.

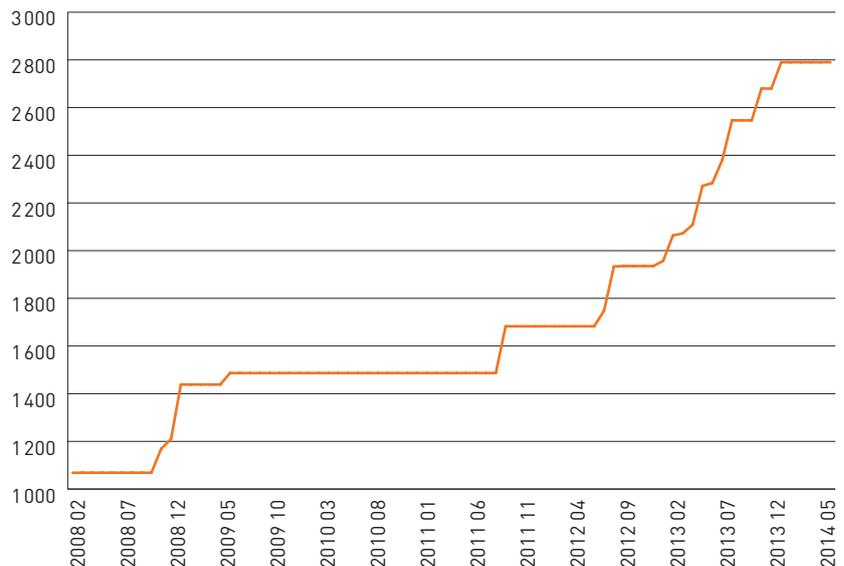
La valeur comptable élevée de l'or se reflète aussi dans les réserves physiques nécessaires en théorie. La valeur équivalente aurait, sous l'effet de l'initiative sur l'or, été multipliée par deux fois et demi en cinq ans, passant d'environ 1087 à 2790 tonnes (cf. figure 3). La Banque nationale suisse aurait ainsi dû conserver des stocks d'or plus importants qu'au moment de la dissolution officielle du lien entre le franc suisse et l'or en l'an 2000 (avant la vente des quantités d'or excédentaires selon des critères de politique monétaire). Les réserves d'or de la Banque nationale avoisinaient 2500 tonnes à l'époque.

Figure 3

► Les stocks d'or détenus aujourd'hui par la BNS seraient plus grands que lors de la parité-or.

Évolution des réserves d'or depuis 2008 sous le régime de l'initiative

En tonnes



Source : BNS, Thomson Reuters Datastream (prix de l'or), calculs economiesuisse

► Le prix de l'or est particulièrement volatil.

Or avec un fort potentiel de perte

En cas d'acceptation de l'initiative, l'or deviendrait une forme de placement bien plus importante pour la Banque nationale. Les variations de son prix affecteraient d'autant plus le bénéfice réalisé par la BNS et donc sa distribution à la Confédération et aux cantons. Car si l'or est considéré comme catégorie de placement stable, son prix est lui soumis à des variations plutôt prononcées, comme le montre l'évolution du cours de l'or au fil des trente ans passés.

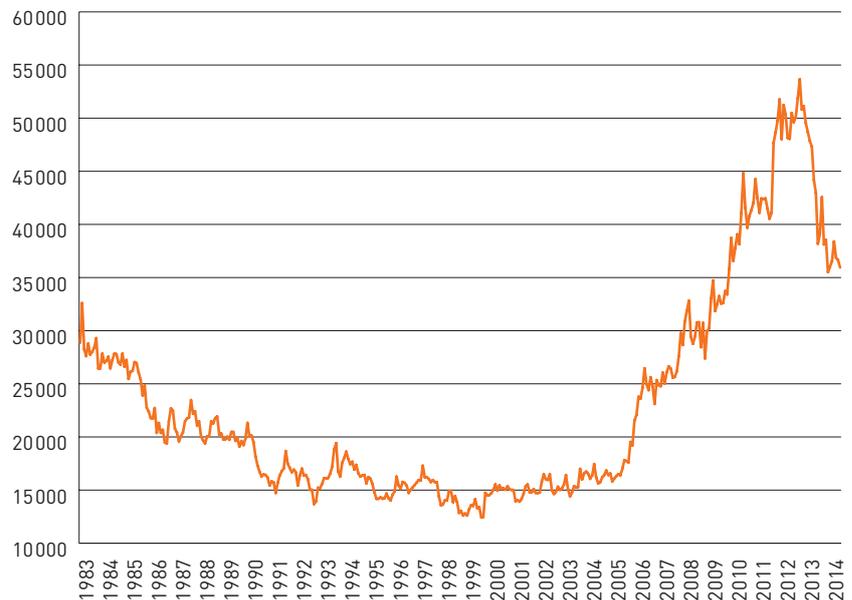
⁴ Valeurs nominales, c.-à-d. sans tenir compte de l'évolution des prix à la consommation.

Figure 4

► En tant que placement, l'or est relativement volatil.

Évolution du prix de l'or depuis 1983

En francs suisses par kilogramme, valeur nominale



Source : Thomson Reuters Datastream

► En 2013, la Banque nationale a comptabilisé une perte de 15 milliards de francs sur ses réserves d'or.

L'évolution du prix de l'or pèse déjà fortement sur l'évolution du bénéfice de la BNS. Ainsi, la baisse du cours de l'or lui a fait subir l'année dernière une perte de 15 milliards de francs et interdit une distribution à la Confédération et aux cantons. L'initiative sur l'or renforcerait évidemment encore ce risque. Par le caractère inaliénable des réserves, nos autorités monétaires seraient de surcroît à la merci des fluctuations du prix de l'or.

En vertu de l'initiative sur l'or, la BNS pourrait être contrainte d'accroître ses réserves d'or à un moment inopportun, lorsque le cours de l'or augmente ou est excessif. Cela aurait précisément été le cas entre 2008 et 2014. Il est évidemment impossible de pronostiquer la future évolution du prix de l'or, mais il suffit d'une baisse à son niveau moyen depuis la dissolution officielle du lien entre le franc suisse et l'or en 2000 (28 417 francs le kilo) pour que, dans la situation actuelle, les achats de métal jaune imposés par l'initiative sur l'or génèrent une perte d'environ 20 milliards de francs.

À l'inverse, une baisse du cours de l'or fait diminuer sa valeur au bilan. Alors la BNS devrait procéder à des achats supplémentaires d'or pour atteindre le seuil de 20% exigé.

Pas de taux de change plancher avec l'initiative sur l'or

La simulation révèle les problèmes d'un système soumis au régime de l'initiative sur l'or. L'initiative serait un grand obstacle dans les situations appelant une intervention rapide et résolue en politique monétaire. Toute action nécessaire pour instaurer un taux de change plancher pourrait seulement être réalisée si, dans le même temps, la BNS achète d'énormes quantités de métal jaune. Mais comme celles-ci ne pourraient pas être revendues par la suite, l'or deviendrait non seulement un gros risque, mais la BNS serait mise dans l'impossibilité de ramener sa politique monétaire à un niveau normal.

► Nombreuses incertitudes pour les industries d'exportation suisses.

Si elle avait été soumise au régime de l'initiative, il est fort possible que la Banque nationale n'aurait jamais recouru à la mesure du taux de change plancher. Si l'on se rappelle la forte surévaluation de notre monnaie en été 2011, lorsque le franc était presque arrivé à parité avec l'euro, cette idée a de quoi faire frémir. Les parties intéressées et les experts s'accordent à dire que le cours plancher a permis d'éviter le pire pour nos industries d'exportation et restauré la sécurité de planification indispensable pour les entreprises. Plus de peur que de mal donc pour notre économie nationale, grâce à l'intervention décidée de la BNS.

► La diversification géographique des réserves d'or peut s'avérer judicieuse en cas de crise.

Gestion avisée par la diversification des stocks

L'exigence de l'initiative quant au lieu de stockage de l'or – en Suisse – ne relève pas directement de la politique monétaire. Actuellement, un peu moins d'un tiers des réserves d'or la Banque nationale suisse repose à l'étranger, auprès de banques centrales partenaires. De ces quelque 300 tonnes, 200 sont entreposées à la Banque d'Angleterre et 100 à la Banque centrale du Canada. Cette diversification géographique a des avantages et des inconvénients, car elle implique d'une part de «déléguer» son pouvoir de disposition territorial direct, mais obéit d'autre part aux principes d'une diversification des risques. En cas de crise notamment, la Banque nationale peut ainsi disposer de ses réserves d'or sur différentes places boursières et les vendre rapidement le cas échéant. Même si de tels scénarios sont heureusement plutôt improbables, cette possibilité a toute sa raison d'être pour les éventuelles situations d'urgence.

Conclusion : tout ce qui brille n'est pas or

Selon l'actuel art. 99, al. 3 de la Constitution fédérale, une part des réserves monétaires constituées par la Banque nationale suisse doit consister en or. Du point de vue de la politique nationale, cette disposition est justifiée car il s'agit également des réserves d'urgence pour les périodes de crise. Sur le plan de la politique monétaire par contre, le métal jaune a depuis longtemps perdu son rôle déterminant. C'est précisément là que le bât blesse, semble-t-il. Les responsables de l'initiative populaire «Sauvez l'or de la Suisse» veulent que ce métal précieux joue de nouveau un plus grand rôle dans la politique monétaire et ils se formalisent de la vente des stocks excédentaires au début du millénaire.

► L'initiative sur l'or menace la capacité d'action de la BNS et, sur le long terme, la stabilité des prix.

L'initiative sur l'or ne modifie en rien le système de politique monétaire de notre pays ni ne rétablit les réserves d'or vendues. Elle restreindrait cependant considérablement la capacité d'action de la BNS et son indépendance de fait. La récente crise financière et ses conséquences ont montré à quel point il est important que la BNS ait en tout temps toute latitude d'agir en matière de politique monétaire. La double restriction pourtant, avec la part minimale et l'inaliénabilité, rend cela impossible. L'initiative compromettrait donc précisément ce qu'elle prétend vouloir protéger : la stabilité des prix et la prospérité économique en Suisse.

Pour toute question :

rudolf.minsch@economiesuisse.ch
maxim.wuersch@economiesuisse.ch

Fédération des entreprises suisses
1, carrefour de Rive, case postale 3684
1211 Genève 3
www.economiesuisse.ch