

PHILIPPE D'ARVISENET

# Fonds souverain ou non, c'est le contribuable qui assume le risque

**Banque nationale suisse** Où et comment placer les gigantesques réserves de devises détenues par l'institution? Les réponses de l'économiste en chef de BNP Paribas.



PROPOS RECUEILLIS PAR YVES GENIER

**A**vec un bilan totalisant 486,5 milliards de francs en novembre 2012, la Banque nationale suisse (BNS) détient une fortune équivalant à 82% de la valeur produite en un an par le pays. Placée à 88% en devises

étrangères, ce volume fait courir un risque de change à l'institut d'émission, au point que de nombreuses voix proposent depuis l'an dernier de la confier à un fonds souverain. Est-ce la bonne solution? L'économiste français Philippe d'Arvisenet nuance.

**La taille du bilan de la BNS constitue-t-elle un risque pour l'économie suisse?**

D'autres pays connaissent des situations semblables: les Etats-Unis, le Royaume-Uni, le Japon. Certes, ils y sont arrivés pour relancer leur économie et non pas pour défendre leur devise, contrairement à la Suisse. Mais cette situation ne pose pas de risque inflationniste en particulier tant que la faiblesse de l'économie européenne persiste.

**Les réserves excédentaires de la BNS doivent-elles être confiées à un fonds souverain?**

Le propriétaire serait le même que celui d'une banque centrale: le contribuable, qui assume le risque. L'avantage d'un institut d'émission, c'est qu'il peut créer de la monnaie, ce qui garantit sa solvabilité et celle de son Etat. Mais un fonds souverain peut investir de façon plus libre et mieux diversifier ses risques.

**La BNS, en investissant à l'étranger ses réserves issues de pure création monétaire, ne génère-t-elle pas le risque de susciter des réactions très négatives?**

C'est déjà le cas lorsqu'un fonds souverain d'Asie ou du Moyen-Orient prend des parts au capital d'entités étrangères jugées stratégiques dans leur pays, par exemple des installations portuaires. Qu'un tel fonds soit alimenté par de la création monétaire n'est pas primordial. Ce qui est important, c'est qu'il est considéré plus proche d'un Etat que ne l'est un institut d'émission, réputé plus autonome vis-à-vis de son gouvernement. Autrement dit, lorsqu'un fonds souverain prend une participation dans une entreprise, cela peut être vu à tort ou à raison comme si c'était son Etat de tutelle qui le faisait. Cela étant, il faut nuancer. Un fonds souverain est normalement confronté à des exigences de rentabilité.

**Les bilans des banques centrales, en particulier celui de la BNS, ont considérablement gonflé depuis l'éclatement de la crise. Quel risque posent-ils pour l'économie de leurs pays?**

Cela peut avoir des conséquences inflationnistes, sans que cela ne soit une certitude. L'on constate deux effets. Le premier est une absence durable de hausse des prix à la consommation. Cela est dû au fait que le

chômage demeure élevé et que les capacités de production ne sont de loin pas utilisées à leur pleine mesure. De plus, les banques commerciales restent prudentes et n'emploient pas les gigantesques masses de liquidités créées par les banques centrales pour accorder des crédits dont la demande est de toute façon faible dans un contexte de désendettement. Enfin, la persistance de la récession – ou de la croissance molle dans un grand nombre de pays – incite les entreprises, dont la situation financière s'est nettement redressée ces dernières années, à limiter leurs investissements et donc leur recours au crédit.

Le second effet est un impact sur les prix des actifs financiers. Les tentatives de la Fed de relancer l'économie en

maintenant les taux d'intérêt au plancher via ses programmes de rachats de dette et d'injection de liquidités (par les trois assouplissements quantitatifs de novembre 2008, novembre 2010 et septembre 2012) incitent à la recherche de rendements et peuvent provoquer des bulles, comme on l'a vu l'an dernier, avec les actions des pays émergents et certaines matières premières.

Cherchant à employer leurs énormes réserves, les banques centrales des pays émergents à excédent extérieur ont forte-

ment accru leurs placements financiers. Si les politiques devaient déboucher sur des risques inflationnistes, des solutions techniques sont disponibles (amener les banques commerciales à augmenter leurs réserves, céder des titres...).

**Les mesures de stimulation monétaire, en particulier les trois assouplissements quantitatifs (*quantitative easings*) de la Fed, sont-elles encore efficaces?**

Le premier assouplissement (2008) a répondu aux urgences de la crise, les marchés ne fonctionnaient plus normalement. Le deuxième (2010) a provoqué une baisse immédiate des taux d'intérêt. Il a donc produit l'effet recherché, une amélioration des conditions de crédit hypothécaire favorable au refinancement. Cela redonne du souffle aux ménages, mais l'effet ne peut pas être répété indéfiniment.

### **« LA FRANCE DOIT PERMETTRE À SES ENTREPRISES D'ACCROÎTRE LEURS PROFITS POUR INVESTIR. »**

Le non-dit de ces *quantitative easings* est d'assurer une baisse du dollar pour stimuler les exportations. Un objectif du reste contrecarré par le rôle de monnaie refuge du billet vert face à une Europe en crise. Sans celle-ci, l'euro serait beaucoup plus fortement évalué qu'aujourd'hui.

**Les banques centrales entendent maintenir les taux courts au plus bas pendant de très nombreux mois encore, mais que deviennent les taux longs?**

Ils sont très bas, ce qui peut s'accompagner d'effets pervers, type bulles financières... Toutefois, en l'absence de risque inflationniste, il n'y a aucune pression sérieuse pour une remontée des taux longs. Le plus vraisemblable à terme est qu'il y ait un rééquilibrage des taux dans la zone euro, que permettrait une atténuation de la crise: une baisse dans les pays du Sud, une hausse dans ceux du Nord. Aux Etats-Unis, la Fed continuera de favoriser des taux très bas pour appuyer la faible reprise économique

et la création d'emplois.

**Croyez-vous à la volonté du gouvernement français de relancer la compétitivité du pays?**

Le rapport Gallois de novembre dernier a livré des pistes pour fortifier et dynamiser l'économie française. Les rapports Attali (2008) et Rueff (1959) avaient la même ambition. Ils décourageaient notamment les rentes de situation, qui sont nombreuses et sont jalousement défendues.

L'évolution des salaires réels en France a résisté ces dernières années. Elle ne s'est pas modérée autant qu'on aurait pu le penser avec la pression du chômage. L'industrie française, spécialisée dans le milieu de gamme, a vu ses prix progresser moins vite que ses coûts. Or, la France ne peut pas raisonnablement chercher à concurrencer des pays à bas revenu. Elle se trouve alors prise en tenaille entre des pays générateurs de haute valeur ajoutée, comme l'Allemagne, et des pays dont les coûts baissent, comme l'Espagne. Avec son pacte pour la compétitivité, le gouvernement a-t-il pris acte de cette réalité?

Pour inverser la tendance, la France doit permettre à ses entreprises d'accroître leurs profits pour investir. Mais la rigidité du marché du travail freine l'embauche. L'utilisation des emplois précaires pourrait être moins favorisée, en contrepartie, le travail dit protégé (contrats à durée déterminée, etc.) doit être flexibilisé. En outre, le cadre juridique du code du travail doit être revu et stabilisé et les tabous des 35 heures et des horaires d'ouverture des magasins, déjà entamés il est vrai, devraient tomber.

**Au-delà des mots, le gouvernement passera-t-il à l'action?**

Il a déjà pris des mesures comme le crédit d'impôt dans le cadre de son pacte de compétitivité. Il faudra aller plus loin dans d'autres domaines (marché du travail mais aussi marché des biens, des services). D'ailleurs, les milieux politiques sous-estiment, sans doute, le degré de prise de conscience de la population quant à la gravité de la situation. o

#### **PROFIL**

**PHILIPPE D'ARVISENET**  
Le directeur des études économiques de BNP Paribas, depuis 2000, a aussi été professeur associé de l'Université Paris II (Panthéon-Assas, spécialisée dans les sciences économiques et politiques). Avant son entrée à la banque, en 1994, il a été consultant au Commissariat général du Plan, administration soumise directement au premier ministre.