

La martingale gagnante des gnomes de Zurich

La gestion de cavalerie généralisée des banques centrales

Quelle est la grande banque centrale qui détient le record de cavalerie ? Les fameux programmes monétaires « non conventionnels » sont devenus monnaie courante, presque une politique obligatoire pour les instituts d'émission. Ils sont en quelque sorte devenus « ultra conventionnels ».

L'exercice consiste à émettre de la monnaie et à inscrire en contrepartie des actifs à son bilan. Des devises et de l'or, on peut dire classiquement, puis des obligations rachetées à des établissements bancaires, puis des actifs ou créances diverses, y compris des emprunts d'État. La boucle est bouclée et l'émission de monnaie peut financer les États, indirectement sur le papier, mais en réalité aussi directement que si l'émission de monnaie n'avait pas été déléguée à ces organismes plus ou moins indépendants dans les statuts qu'on nomme banques centrales.

Si la cavalerie s'est généralisée depuis 2008, on peut la mesurer. Le ratio est le rapport du bilan de la banque centrale à celui du produit intérieur brut de son pays. Le rapport entre les concours accordés et la création de richesse sur une année.

Un champion surprenant de la fuite en avant monétaire : la Banque de Suisse

Et le gagnant est ... la Banque Nationale Suisse. Son bilan a dépassé à la fin du premier semestre le seuil de 100 % du PIB de la confédération, quand le Japon

dépasse « seulement » 80 % et que les records de la guerre et de l'après-guerre donnaient une moyenne des pays occidentaux d'à peine 40 %.

Cette constatation est contre-intuitive évidemment. L'économie helvétique présente des fondamentaux qui suscitent l'envie générale. L'année 2015 a vu une réévaluation de 20 % du franc suisse et les agents économiques ont très bien résisté. Le premier trimestre 2016 se compare avec la période de la dévaluation : il a inscrit une légère progression de 0,1 % du produit intérieur brut et, sur un an, la croissance affichait 0,7 %, dans la ligne de la performance de l'exercice 2015 (+0,8%). La Suisse a accéléré au deuxième trimestre, avec une croissance de 0,6 % égale à celle de la zone euro sur la période. Mais cela représente +2 % par rapport au deuxième trimestre 2015 contre 1,6 % pour la zone euro. Le PIB par habitant est supérieur de plus de 50 % à celui des américains et de plus de 80 % à celui des Allemands ou des Français. Les dépenses publiques pèsent moins du tiers du PIB, à comparer avec 43-44 % pour le Royaume-Uni, l'Allemagne ou l'Espagne, à 50,5 % pour l'Italie et près de 57 % pour la France. Les comptes de la Confédération sont excédentaires, la dette publique inférieure au tiers du PIB. Le taux de chômage représente 3,1 % de la population active.

La fuite de la qualité donne une prime à un actif immatériel : la confiance dans le temps

Comment expliquer que la BNS ait suivi et même amplifié le mouvement de création monétaire généralisé lancé en 2008 par la Réserve Fédérale ? Ce n'est manifestement pas le besoin de soutenir l'activité.

Quoi que. La BNS a une action continue sur le change et, en émettant du franc suisse à carnet ouvert, elle vise à peser sur sa devise, donc à éviter de pénaliser ses agents économiques. La stratégie est la même quand elle instaure des taux négatifs pour enlever de l'attractivité au franc. Mais, justement, du franc, tous les investisseurs du monde en demandent. Ils sont prêts à payer pour en avoir quelle que soit l'échéance : la somme à acquitter (taux annuel négatif) représente un coût allant de 1 % pour le 2 ans à 0,2 % pour le 30 ans.

S'ils en veulent, on leur en donne : l'argent levé n'est pas gratuit, il est déjà rentable. La situation peut paraître insensée, elle n'est pas pour autant artificielle. La BNS constitue finalement un fonds souverain (pour le moment le huitième du monde) financé par l'extérieur. Financé finalement par les dettes souscrites aux bilans des autres grandes banques centrales. La spécificité est précisément la source des capitaux du fonds souverain. Il n'est pas basé sur des ressources de rente comme les principaux : Norvège, Émirats Arabes Unis, Koweït, Qatar. Il n'est pas une position d'attente pour des excédents commerciaux comme ceux de Chine (y compris Hong Kong) ou de Singapour. Ce que place la BNS, c'est la confiance dans le temps. Un actif immatériel qui a sa pourtant réalité.

Le portefeuille pèse déjà 20 % du bilan de la BNS : des gains assurés sans risque ?

On sait que le pays n'a pratiquement pas fait de guerre depuis 500 ans : la stabilité est au rendez-vous dans cette situation quasi-unique au monde. On sait aussi que le système démocratique fédéral et cantonal enlève encore de l'incertitude. Solidité politique et économique permettent de rassurer sur la problématique démographique : si on se bat pour acheter du franc, la demande d'immigration est suffisamment forte aussi pour permettre de sélectionner.

Les défis de la mondialisation, les chocs économiques et financiers qu'elle entraîne provoquent « une fuite vers la qualité » dont la Banque Nationale Suisse se trouve la dépositaire.

Que fait-elle de ces apports extérieurs ? On a vu que les besoins de financement publics nationaux ne sont pas criants. Elle fait comme toutes les banques centrales,

elle achète des devises (en contrepartie des francs émis), elle achète de l'or. Elle a aussi étendu son champ comme ses homologues, mais pas dans un objectif de soutien à l'activité économique, mais, plus simplement de recherche de la rentabilité à long terme. Avec un financement gratuit (ou même moins que cela), le placement monétaire ou obligataire dans les monnaies de réserve ne rémunère guère cette situation d'exception. Alors, les obligations privées, mais aussi les actions entrent dans les actifs de la banque de Berne.

Ce sont 20 % des actifs de l'institut d'émission qui sont investis en actions. Cette proposition peut encore monter, tout comme les montants en jeu – aujourd'hui près de 700 milliards de francs, soit 640 milliards d'euros de total du bilan. On est en face d'un placement gagnant à tous les coups : les actions apportent un rendement et permettent de viser en sus une valorisation puisque ce rendement laisse aux entreprises une marge d'investissement. Et la BNS a émis des francs suisses pour acheter, elle n'aura intérêt à vendre ces actifs (devises, obligations, actions, sans doute pas l'or) que dans la mesure où ils auront monté en francs suisses. Et l'écart rendement/coût de financement lui permettra d'attendre longtemps.

Même dans ces conditions, on fait attention à son portefeuille. Les spécialistes de la BNS arguent d'un souci de neutralité en se limitant à une gestion indicelle, en respectant les pondérations des grandes économies et, dans le détail, des grands indices, excluant toutefois les banques pour éviter des conflits d'intérêt (ça tombe bien). Ainsi, 65 milliards de dollars sont investis en actions américaines et, la semaine dernière on a appris qu'avec 0,3% du capital de Facebook, la Banque Nationale Suisse était un actionnaire nettement plus important du réseau social que son patron et fondateur Mark Zuckerberg.

Ce montage de gains assurés a évidemment une limite : la chute des Bourses, la hausse des taux obligataires et la hausse du franc suisse. La Banque de Suisse devrait alors émettre encore des francs et soutenir les cours ... pour peu que les autres banques centrales financent le portage. Mais n'y sont-elles pas contraintes pour un moment ?