

NZZ Libro

Banque nationale suisse

1907–2007

Banque nationale suisse, 1907–2007

Contributions: Werner Abegg, Ernst Baltensperger, etc.

Avant-propos: Jean-Pierre Roth et Ulrich Kohli

Editeur

Banque nationale suisse, Zurich

© 2007 Banque nationale suisse, Zurich

Distribution: Editions Neue Zürcher Zeitung, Zurich

Cet ouvrage est protégé par le droit d'auteur. Tous les droits, en particulier de traduction, de réimpression, de reproduction orale, d'utilisation des illustrations et de tableaux, de diffusion, de reproduction par tous les procédés (y compris la microcopie) et d'enregistrement informatique, sont réservés. Le présent ouvrage ne peut être reproduit de manière intégrale ou partielle que dans les limites des dispositions en vigueur de la loi sur le droit d'auteur. Une telle reproduction est soumise à une obligation de rémunération. Le non-respect des droits et obligations susmentionnés relève des dispositions pénales du droit d'auteur.

Réalisation graphique: Heinz Egli, Zurich

Impression: NZZ Fretz AG, Schlieren

Reliure: Buchbinderei Burkhardt AG, Mönchaltorf

Papier: Munken Lynx, 80 gm, sans cellulose

Imprimé en Suisse

ISBN: 978-3-03823-281-0

www.nzz-libro.ch

NZZ Libro fait partie des Editions Neue Zürcher Zeitung



Sources Mixtes

Groupe de produits issu de forêts bien
gérées et d'autres sources contrôlées.
www.fsc.org Cert no. SCS-COC-100022
© 1996 Forest Stewardship Council

Avant-propos

Un siècle s'est écoulé depuis le 20 juin 1907, le jour où la Banque nationale suisse a ouvert ses guichets et commencé son activité. C'est pour nous l'occasion de publier le présent volume, qui jette un regard sur l'histoire de la Banque et s'inscrit dans la ligne des ouvrages commémoratifs de 1932, 1957 et 1982, rédigés à l'interne. Il nous a semblé que l'apport de points de vue externes constituerait un complément intéressant. Aussi avons-nous opté pour un ouvrage en trois parties.

Pour la première partie, nous avons pu compter sur le concours de trois auteurs de réputation internationale. Ces auteurs ont analysé, avec un plus grand recul, les années 1907 à 1982, déjà traitées dans les ouvrages précédents. La rétrospective du dernier quart de siècle, qui fait l'objet de la deuxième partie, a été en revanche confiée, comme ce fut le cas pour les trois premiers ouvrages commémoratifs, à des collaboratrices et à des collaborateurs de la Banque. Nous avons demandé aux auteurs de ces deux parties de s'acquitter de leur tâche avec les yeux de l'historien et du critique et de dégager les grandes lignes des évolutions. Les archives de la Banque leur ont été ouvertes sans restriction. Une telle démarche conduit forcément à mettre l'accent sur certains aspects, au détriment de l'exhaustivité, et engendre inévitablement quelques redondances et divergences d'interprétations. Les auteurs se sont cependant tous attachés à éclairer le contexte historique, à identifier les mobiles et à mettre en lumière les zones de conflit comme les solutions possibles. Les contributions réunies dans les deux premières parties paraissent dans trois langues nationales et en anglais.

La troisième partie comprend une appréciation de la politique monétaire des vingt-cinq dernières années et sept articles portant sur des questions spécifiques qui occupent actuellement la Banque nationale comme d'autres banques centrales. Elle a été rédigée en anglais par des experts externes et n'a pas été traduite. Il est dans la nature des choses que de telles contributions s'adressent d'abord à un public de spécialistes. Notre souhait est qu'elles intéressent néanmoins un cercle de lecteurs plus vaste par les éclairages qu'elles apportent sur le présent et le proche avenir. Cet élargissement de perspective montre à l'évidence que la confrontation avec l'histoire d'une institution et ses problèmes est toujours liée à l'optique d'une époque. Dans la mesure où le présent ouvrage reflète une approche contemporaine des faits, il devient lui-même un document historique.

Une Commission de rédaction réunissant des collaboratrices et des collaborateurs de la Banque nationale a accompagné les auteurs et tenu en janvier 2006, au Centre d'études de Gerzensee de la BNS, un séminaire consacré à l'examen de plusieurs chapitres. La Direction générale et la Commission de rédaction remercient toutes celles et tous ceux qui, par leur immense et précieux travail, ont contribué à la réalisation de cet ouvrage. Elles espèrent qu'il trouvera un large écho dans le public comme dans les milieux politiques et scientifiques et qu'il aidera à comprendre et à approfondir les problèmes, les possibilités et les limites de la politique monétaire d'une banque centrale.

Le président de la Direction générale

Pour la Commission de rédaction



Table des matières

Première partie

Les années 1907 à 1982

1	De 1907 à 1946: enfance heureuse ou adolescence difficile?	
	MICHAEL BORDO ET HAROLD JAMES	
1.1	Introduction	29
1.2	Les origines de l'activité des banques centrales	30
1.3	La doctrine	36
1.4	Les instruments de la politique monétaire	41
1.5	La politique monétaire	46
1.5.1	Les risques politiques	47
1.5.2	Le retour à l'or	48
1.5.3	La coopération monétaire internationale et l'étalon de change-or	51
1.5.4	La controverse sur la dévaluation	53
1.6	Les mouvements de capitaux	75
1.7	Les achats et les ventes d'or	78
1.8	La politique de prêteur ultime	85
1.9	La politique de stabilisation	92
1.9.1	Introduction	92
1.9.2	Une appréciation de la politique de stabilisation à l'aide d'une version moderne de la règle de Taylor	93
1.10	L'ordre monétaire de l'après-guerre	95
1.11	Conclusion	98
1.12	ANNEXE I: La politique de change des années trente	100
1.12.1	Théorie	100
1.12.2	Simulations	102

1.13	ANNEXE II: L'application de la règle de Taylor	104
1.13.1	Théorie	104
1.13.2	Estimations de la règle de Taylor pour la Suisse et les années 1914 à 1945	105
1.13.3	Evaluation ex-post de la politique monétaire menée de 1914 à 1945 par la BNS	108
	Sources et bibliographie	110
 2	 De 1945 à 1982: de l'application de mesures administratives contre l'afflux de devises à la gestion de la masse monétaire sous le régime des changes flottants	
	PETER BERNHOLZ	
 2.1	 Introduction	 117
 2.2	 La sortie de l'isolement et l'abandon hésitant des mesures administratives contre l'afflux de devises	 122
2.2.1	La politique économique extérieure	122
2.2.2	La politique monétaire et les mesures administratives contre l'afflux de devises	124
	Le conflit entre sous-évaluation du franc et gestion de la masse monétaire	125
	La segmentation du marché des changes	127
	Le contrôle administratif du marché de l'or	132
	La résistance tactique de la BNS à l'abrogation de la segmentation du marché et des mesures administratives contre l'afflux de devises	133
2.2.3	La participation de la BNS à l'Accord de Washington de 1946	141
2.2.4	De l'Union européenne des paiements à la convertibilité des monnaies d'Europe occidentale	144
	Les grandes lignes de l'Union européenne des paiements (UEP)	144
	Les discussions sur l'adhésion de la Suisse à l'UEP	145
	Les excédents de la Suisse envers l'UEP jusqu'en 1953 et leur importance pour la monnaie de banque centrale	147
	Le différend avec la Confédération à propos des pertes sur cours générées par les reprises d'or	150
	L'action de la Suisse au sein de l'UEP et le passage à l'Accord monétaire européen (AME)	152

2.3	La Suisse et le système de Bretton Woods	156
2.3.1	La situation initiale	156
2.3.2	La fin d'une tradition: la Banque nationale décide de participer à des prêts monétaires internationaux	158
2.3.3	La participation de la Suisse au pool de l'or et au Club des Dix	164
2.3.4	L'évolution jusqu'à la fin du système de Bretton Woods	170
2.3.5	Le traitement des pertes de réévaluation	178
2.4	La politique de la masse monétaire sous le régime des changes flottants	181
2.4.1	La situation initiale et la problématique	181
2.4.2	La politique de la masse monétaire et la surcorrection des cours de change	183
2.4.3	L'extension des mesures administratives contre l'afflux de devises	194
2.4.4	La participation de la Suisse à des mesures monétaires internationales	198
2.5	Conclusion	200
2.6	Tableaux	203
	Sources et bibliographie	207

Deuxième partie

Les années 1982 à 2007

3	L'évolution de l'économie mondiale	
	EVELINE RUOSS ET MATHIAS ZURLINDEN	
3.1	Introduction	215
3.2	Les fluctuations de la conjoncture	217
3.3	Les tendances en matière de croissance	222
3.3.1	Les pays industriels	223
3.3.2	Les économies émergentes et les pays en développement	226
3.4	La politique monétaire et les tendances inflationnistes	230
	Bibliographie	237

4	La politique monétaire de la Banque nationale	
4.1	La croissance économique et les mutations structurelles en Suisse	239
	JEAN-PIERRE JETZER ET MATHIAS ZURLINDEN	
4.1.1	Introduction	239
4.1.2	La croissance économique	240
4.1.3	Les mutations structurelles	241
4.1.4	L'Etat et la politique économique	243
4.2	L'évolution de la conjoncture	247
	ANNE KLEINWEFERS LEHNER	
4.2.1	Le premier cycle: de 1982 à 1990	247
4.2.2	Le deuxième cycle: de 1991 à 2001	249
4.2.3	La conjoncture à partir de 2002	253
4.3	La masse monétaire comme objectif intermédiaire	254
	MICHEL PEYTRIGNET	
4.3.1	Introduction	254
4.3.2	Les objectifs annuels en termes de monnaie de banque centrale ajustée	257
	La restauration progressive de la stabilité des prix: 1980 à 1985	257
	Une période de transition: 1986 à 1990	261
4.3.3	Les objectifs pluriannuels en termes de monnaie de banque centrale désaisonnalisée: 1991 à 1999	264
4.3.4	Conclusion	273
4.4	Le passage à la gestion des taux d'intérêt et à une prévision d'inflation	274
	THOMAS J. JORDAN ET MICHEL PEYTRIGNET	
4.4.1	Les motifs du changement de stratégie de politique monétaire	274
4.4.2	Les axes d'une stratégie moderne	276
4.4.3	La nouvelle stratégie de la Banque nationale	278
	Une définition explicite de la stabilité des prix en guise d'ancrage à long terme	278
	Une prévision d'inflation à titre d'indicateur principal	280
	Une marge de fluctuation pour le Libor à trois mois en tant qu'objectif opérationnel	281
	Le rôle des agrégats monétaires et des cours de change	282
	Le processus de décision dans la nouvelle stratégie	283
	La communication et la transparence	283
	Les différences par rapport à l'«inflation targeting»	284

4.4.4	La politique monétaire découlant de la nouvelle stratégie	285
	1 ^{re} phase: resserrement, de fin 1999 au printemps 2001	285
	2 ^e phase: assouplissement et politique de bas taux d'intérêt, du printemps 2001 au milieu de 2004	287
	3 ^e phase: normalisation graduelle, à partir du milieu de 2004	290
4.4.5	L'appréciation de la nouvelle stratégie	292
4.5	L'autonomie de la politique monétaire et le franc suisse	293
	UMBERTO SCHWARZ	
4.5.1	Introduction	293
4.5.2	Les relations avec le Système monétaire européen	295
4.5.3	La question du régime de change	297
4.5.4	Le défi posé par l'Union économique et monétaire	298
4.5.5	Les cours de change et la conduite de la politique monétaire	302
4.6	La modernisation des instruments de politique monétaire	304
	CRISTINA BORSANI, KARL HUG ET THOMAS J. JORDAN	
4.6.1	Introduction	304
4.6.2	De la régulation de la liquidité de caisse à celle des réserves minimales	305
4.6.3	De la gestion de la masse monétaire à la gestion des taux d'intérêt	307
4.6.4	Les instruments antérieurs aux pensions de titres	308
4.6.5	Un réexamen complet des instruments	312
4.6.6	La création du marché suisse des pensions de titres	314
4.6.7	Les pensions de titres: un instrument moderne de politique monétaire	316
4.7	L'abandon des interventions directes sur les marchés	318
	GUIDO BOLLER	
4.7.1	Introduction	318
4.7.2	L'abolition des réglementations en matière de volume et de prix: 1982 à 1987	320
4.7.3	La suppression du régime de l'autorisation pour les exportations de capitaux: 1988 à 1995	323
4.7.4	La libéralisation intégrale: 1996 à 2004	325
4.7.5	Conclusion	327
4.8	L'importance croissante de la communication	329
	WERNER ABEGG	
4.8.1	Introduction	329
4.8.2	La situation initiale et la motivation	329

4.8.3	La communication et l'efficacité de la politique monétaire	331
4.8.4	La communication avec les marchés financiers	334
4.8.5	La communication avec le pouvoir politique	337
4.8.6	La communication avec le grand public	339
4.8.7	Les médias en tant que courroie de transmission de la politique monétaire	340
	Sources et bibliographie	342

5 Le rôle de la Banque nationale dans le trafic des paiements

5.1	Le trafic du numéraire et l'approvisionnement en numéraire	347
	GUY MARADAN	
5.1.1	Les bases légales et la mission	347
5.1.2	La demande de numéraire	348
5.1.3	La gamme des coupures	350
5.1.4	L'organisation du trafic du numéraire	351
5.1.5	Les billets de banque sous l'angle de la sécurité	356
5.2	Le trafic des paiements sans numéraire	360
	ROBERT FLURI	
5.2.1	La situation initiale et le clearing bancaire sur papier	360
5.2.2	Les limites du clearing bancaire et les objectifs d'un nouveau système	361
5.2.3	Les caractéristiques principales du Swiss Interbank Clearing (SIC)	362
5.2.4	Le projet SIC issu de la collaboration des banques et de la BNS	365
5.2.5	La solution SIC transitoire: du provisoire qui dure	370
5.2.6	Le SIC en tant que composante d'un réseau national et international .	372
5.2.7	Le trafic des paiements de masse	374
	Sources et bibliographie	378

6 Les relations monétaires internationales

6.1	L'aide monétaire	381
	UMBERTO SCHWARZ	
6.1.1	Introduction	381
6.1.2	Les promesses de substitution pour des crédits de transition	382

6.1.3	La participation aux Accords généraux d'emprunt et l'arrêté fédéral sur la collaboration de la Suisse à des mesures monétaires internationales	383
6.1.4	Les nouvelles promesses de substitution	385
6.1.5	Les crédits à moyen terme en faveur de pays d'Europe centrale et orientale	387
6.1.6	Les crédits additionnels à court terme	388
6.1.7	La participation aux Nouveaux accords d'emprunt	391
6.1.8	Les contributions de la Banque nationale à des facilités du FMI destinées aux pays les plus pauvres	392
6.1.9	Le nouveau cadre juridique et l'aide aux membres du groupe de vote de la Suisse au FMI	392
6.2	La Suisse et le Fonds monétaire international	395
	ROBERTO CIPPÀ	
6.2.1	Introduction	395
6.2.2	Le processus d'adhésion	396
6.2.3	Les négociations en vue d'une quote-part initiale élevée	397
6.2.4	A la recherche d'un soutien interne	398
6.2.5	La création d'un nouveau groupe de vote et d'un siège supplémentaire	399
6.2.6	La Suisse en tant qu'Etat membre du FMI	400
6.2.7	Les priorités de la Suisse au sein du FMI	401
	Promouvoir la stabilité financière internationale	403
	Soutenir les activités du Fonds dans les pays à faible revenu	404
	Défendre les intérêts des pays membres du groupe	406
	Promouvoir la transparence et la responsabilité	406
6.3	L'aide technique	407
	WERNER HERMANN	
6.3.1	Définition et genèse	407
6.3.2	Les principes directeurs	408
6.3.3	Les domaines d'activité	409
6.3.4	Le Centre d'études de Gerzensee	410
	Sources et bibliographie	411

7	La stabilité du système financier dans l'optique de la Banque nationale	
7.1	L'intérêt croissant de la Banque nationale pour la stabilité systémique	413
	URS W. BIRCHLER	
7.1.1	L'importance des banques pour la politique monétaire	413
7.1.2	Les problèmes des banques à l'étranger et en Suisse	414
7.1.3	Une mission nouvelle: la stabilité systémique	416
7.2	L'évolution des marchés financiers	417
	VINCENT CRETTOLE	
7.2.1	L'intérêt de la Banque nationale pour les marchés financiers	417
7.2.2	L'évolution des instruments traditionnels d'épargne et d'investissement	418
7.2.3	L'expansion des marchés de produits dérivés	420
7.2.4	L'émergence des investisseurs institutionnels	421
7.2.5	La globalisation croissante des marchés financiers	422
7.2.6	Les conséquences pour la stabilité des marchés financiers	424
7.3	L'évolution du secteur bancaire	426
	URS W. BIRCHLER	
7.3.1	Les banques suisses: une composante de l'économie internationale	426
7.3.2	La crise sur le marché intérieur ...	427
7.3.3	... et comment elle a été surmontée	429
7.3.4	La consolidation et la concentration	431
7.3.5	Le banquier: conseiller, prêteur ou gestionnaire du risque?	434
7.3.6	Le défi de la réglementation	435
7.4	La Banque nationale en tant que prêteur ultime	438
	DANIEL HELLER ET HANS KUHN	
7.4.1	Introduction	438
7.4.2	Une ambiguïté constructive	439
7.4.3	La politique de la Banque nationale sous l'ancienne loi sur la BNS	439
7.4.4	Le prêteur ultime selon la nouvelle loi	440
	Caractère subsidiaire de l'aide extraordinaire sous forme de liquidités	441
	Etablissements d'importance systémique	442
	Aide sous forme de liquidités et non pas une aide à la solvabilité	442
	Garanties	442

7.5	La surveillance des systèmes de paiement	444
	ANDY STURM	
7.5.1	Introduction	444
7.5.2	Les risques inhérents aux systèmes de paiement	445
7.5.3	La surveillance en mutation	447
7.5.4	Les bases juridiques et la mise en œuvre en Suisse	449
	Sources et bibliographie	453
8	La gestion des actifs	
8.1	Le rôle des actifs et leur évolution	455
	M. SOPHIE FABER ET DEWET MOSER	
8.1.1	Introduction	455
8.1.2	L'évolution des actifs	456
8.1.3	La structure des actifs: placements en monnaies étrangères contre placements en francs	458
8.1.4	Revenus en hausse et constitution de provisions	460
8.1.5	La fonction et le volume des réserves monétaires	463
8.2	Les opérations sur or	468
	VINCENT CRETOL	
8.2.1	Le cadre des opérations	468
8.2.2	La répartition géographique et la composition du stock	469
8.2.3	La rentabilisation du stock	471
8.2.4	Les achats et les ventes	473
8.3	La politique de placement	478
	DEWET MOSER ET THOMAS STUCKI	
8.3.1	Introduction	478
8.3.2	Les débuts de la politique de placement	479
8.3.3	Une gestion ciblée des placements de devises dès 1984	480
8.3.4	Une révision partielle de la loi sur la BNS en 1997 ayant pour seul objet la politique de placement	483
8.3.5	Un nouveau cadre dès 1997 pour la politique de placement	484
8.3.6	L'optimisation de la politique de placement depuis 2004	486
8.3.7	La gestion des actifs libres de 2000 à 2005	489

8.4	La distribution du bénéfice	491
	PETER KLAUSER	
8.4.1	Introduction	491
8.4.2	Volatilité accrue des revenus et attentes croissantes en matière de bénéfices	492
8.4.3	Changement de paradigme au début des années nonante	494
8.4.4	Des distributions croissantes	496
8.4.5	Les conventions de 2002 et 2003 sur la distribution des bénéfices	498
8.4.6	Les distributions à leur sommet avec le versement du produit des ventes d'or	500
	Sources et bibliographie	502
 9	 La réforme de l'ordre monétaire	
9.1	Les problèmes de l'ancien ordre monétaire	505
	PETER KLAUSER	
9.1.1	Introduction	505
9.1.2	L'ordre monétaire après la Seconde Guerre mondiale	505
9.1.3	La parité-or légale du franc en régime de changes flottants	508
9.1.4	Un régime légal en décalage croissant avec la réalité	508
9.1.5	Une situation juridique fictive qui dure, dans l'attente de nouvelles impulsions	510
9.2	La monnaie dans la révision totale de la Constitution fédérale	511
	PETER KLAUSER	
9.2.1	Les objectifs de la Banque nationale	511
	Abandon du rattachement du franc à l'or	511
	Nouveaux principes directeurs de la politique monétaire	512
	Rationalisation et simplification de l'ordre monétaire	513
9.2.2	L'avant-projet de Constitution de 1995	513
9.2.3	Le projet de Constitution de 1996	515
9.2.4	L'examen parlementaire	516
9.2.5	Appréciation	517
9.3	Une tentative de réforme séparée de l'ordre monétaire	518
	PETER KLAUSER	
9.3.1	Introduction	518
9.3.2	Le rapport du groupe d'experts «Réforme du régime monétaire»	519
9.3.3	La position du Conseil fédéral et la procédure de consultation	522

9.3.4	Le message concernant un nouvel article constitutionnel sur la monnaie	523
9.3.5	L'examen parlementaire	524
9.3.6	Appréciation	525
9.4	La controverse sur l'utilisation des réserves d'or excédentaires	526
	PETER KLAUSER	
9.4.1	L'idée d'une fondation de solidarité	526
9.4.2	L'initiative sur l'or	527
9.4.3	Le message concernant l'utilisation des réserves d'or et une loi fédérale sur la Fondation Suisse solidaire	528
9.4.4	L'examen parlementaire et la votation populaire	528
9.4.5	De nombreuses interventions parlementaires et l'initiative populaire COSA pour régler l'affectation de l'or excédentaire	529
9.4.6	Le message concernant l'utilisation de 1300 tonnes d'or et l'initiative COSA	531
9.4.7	L'examen parlementaire	532
9.4.8	La distribution rapide de l'or excédentaire	533
9.4.9	La votation populaire sur l'initiative COSA	534
9.5	La nouvelle loi sur l'unité monétaire et les moyens de paiement	535
	PETER KLAUSER	
9.5.1	Introduction	535
9.5.2	Le projet de loi du groupe d'experts et la procédure de consultation	536
9.5.3	Le message du Conseil fédéral et les grandes lignes de la loi	537
9.5.4	L'examen parlementaire	539
9.5.5	Appréciation	540
9.6	La révision totale de la loi sur la Banque nationale	541
	HANS KUHN	
9.6.1	Introduction	541
9.6.2	Le déroulement des travaux de révision	542
9.6.3	Le mandat et les tâches	543
9.6.4	L'indépendance et l'obligation de rendre compte	546
9.6.5	Les instruments opérationnels	548
9.6.6	Les instruments relevant de la puissance publique	550
9.6.7	La détermination et la distribution du bénéfice	553
9.6.8	Le statut juridique et l'organisation	555
9.6.9	Appréciation	556
	Sources et bibliographie	558

10	L'entreprise Banque nationale	
10.1	Une société anonyme instituée par une loi spéciale	561
	DANIEL HÜBSCHER ET HANS KUHN	
10.1.1	Introduction	561
10.1.2	Un statut mixte entre banque d'Etat et banque privée	562
10.1.3	Le statut juridique particulier des actionnaires	563
10.1.4	Réexamen et confirmation du statut juridique de l'institut d'émission	565
10.1.5	La cotation en Bourse de l'action de la Banque nationale	568
10.1.6	Conclusion	569
10.2	Le gouvernement d'entreprise	570
	HANS KUHN	
10.2.1	La situation initiale	570
10.2.2	Le nouveau système de gouvernance introduit par la loi de 2003 sur la Banque nationale	571
10.2.3	La fonction de surveillance du Conseil de banque	572
10.2.4	La Direction générale, autorité exécutive suprême	574
10.2.5	L'obligation de rendre compte au Conseil fédéral et à l'Assemblée fédérale	575
10.2.6	L'organe de révision	576
10.2.7	Conclusion	576
10.3	Une présence dans les régions	577
	THOMAS WIEDMER	
10.3.1	La situation initiale	577
10.3.2	Les impératifs matériels d'une structure décentralisée	578
10.3.3	La réorganisation du réseau des succursales	579
10.3.4	La fermeture de succursales	580
10.3.5	Le remaniement de l'organisation interne	581
10.4	L'abandon des activités accessoires	582
	HANS-CHRISTOPH KESSELRING	
10.4.1	La banque des banques	582
10.4.2	La politique d'escompte au service d'intérêts particuliers	584
10.4.3	Le financement des stocks obligatoires par l'escompte	585
10.4.4	La fin des opérations avec le secteur non bancaire	587
10.4.5	Le banquier de la Confédération	589
10.4.6	De nouveaux principes fondés sur la liberté de contracter et la rétribution des prestations	591

10.4.7	L'interdiction d'accorder des crédits aux pouvoirs publics	594
10.5	La Banque nationale aux prises avec son rôle pendant la Seconde Guerre mondiale	597
	PETER KLAUSER	
10.5.1	Introduction	597
10.5.2	Une relecture des opérations sur or de la BNS durant la Seconde Guerre mondiale	598
10.5.3	La contribution de la Banque nationale au Fonds pour les victimes de l'Holocauste	601
10.5.4	Les avoirs en déshérence déposés à la Banque nationale	605
10.5.5	Les plaintes collectives contre la Banque nationale	607
	Sources et bibliographie	613

Part 3

Assessment and outlook

11	The National Bank's monetary policy: evolution of policy framework and policy performance	
	ERNST BALTENSPERGER	
11.1	Introduction	619
11.2	Phases of Swiss monetary policy since 1980	620
11.2.1	Prelude: exchange market turbulence and temporary exchange rate target: 1978–1979	620
11.2.2	Surge of inflation and return to annual money growth targets and to monetary stability: 1980–1986	620
11.2.3	Instability of reserve demand and unintended monetary expansion: 1987–1990	621
11.2.4	Restoring price stability and transition to medium-term targets for money: 1991–1993	622
11.2.5	Misjudging the business cycle and monetary overrestriction: 1994–1995	623
11.2.6	Return to normality and transition to a new concept	624
11.2.7	Monetary policy under a new policy framework: 2000–2005	625

11.3	The evolution of the SNB's policy framework	626
11.3.1	A pioneering role in the development and application of monetary targeting	626
11.3.2	Increasing short-term flexibility through medium-term target paths for money	630
11.3.3	Inflation forecasts as the main policy indicator	632
11.3.4	Policy implementation	636
11.4	Policy performance: 1980–2005	637
11.4.1	Successes and failures	637
11.4.2	First critical episode: inflation surge of 1980–1981	638
11.4.3	Second critical episode: monetary overexpansion of 1987–1990	639
11.4.4	Third critical episode: currency appreciation and monetary overrestriction of 1994–1995	642
11.4.5	Was the SNB's policy too monetarist and not flexible enough?	643
11.4.6	Should the SNB's policy have been more exchange rate-oriented?	645
11.5	Conclusion	646
	References	647
 12	 Inflation targeting: true progress or repackaging of an old idea?	
	FREDERIC S. MISHKIN	
12.1	Introduction	649
12.2	Central banking in the 1960s	650
12.3	Central banking in the 1970s: the advent of monetary targeting	651
12.4	Central banking in the late 1970s and 1980s: the failure of monetary targeting?	653
12.5	The search for a better nominal anchor: the birth of inflation targeting in the 1990s	657
12.6	Where is inflation targeting heading?	665
12.7	Conclusion	668
	References	669

13 The optimal rate of inflation

MARVIN GOODFRIEND

13.1	Introduction	675
13.2	The optimum quantity of money	677
13.2.1	Modern restatement	678
13.2.2	Distortionary taxation	680
13.2.3	Empirical controversies	681
13.3	The new neoclassical synthesis	682
13.3.1	Models of staggered price setting	683
13.3.2	Optimal trend inflation without indexation	684
13.3.3	Optimal cyclical inflation without indexation	685
13.3.4	Optimal inflation with a flexible-price sector	685
13.3.5	Optimal trend deflation with relative price, monetary and mark-up distortions	686
13.3.6	Optimal inflation with indexation	687
13.4	The zero bound on nominal interest rates	687
13.5	Full market interest on bank reserves and currency card accounts	689
13.5.1	The provision of currency card accounts	690
13.5.2	Payment of full market interest on reserves	690
13.6	Conclusion	692
	References	693

14 Is price stability enough?

WILLIAM R. WHITE

14.1	Introduction	697
14.2	Deviating from price stability: have the costs been overestimated?	700
14.3	Maintaining price stability: have the benefits been overestimated?	706
14.3.1	Traditional constraints: output growth and exchange rates	707
14.3.2	New constraints: fixed capital, debt and financial stability	709
	Lessons from economic history	709
	Lessons from the history of economic thought	710
	Why history might still matter	712

14.4	Evaluating the conventional policy framework	714
14.4.1	The conventional policy framework	714
14.4.2	Arguments for the status quo	716
14.4.3	Arguments for change	717
	Limited monetary resistance as confidence mounts	717
	Asymmetric easing in the downturn	719
	Positive supply-side shocks	721
	Cumulative effects given the conventional framework	722
14.5	What might an adapted policy framework look like?	723
	References	726
15	Monetary policy under flexible exchange rates: an assessment	
	MANFRED J. M. NEUMANN	
15.1	Introduction	729
15.2	The promises of floating	730
15.3	The switch to flexible rates in 1973	732
15.4	Anchoring inflation expectations	734
15.4.1	The nature of the problem	734
15.4.2	Historical solutions	735
	Monetary targeting at the Deutsche Bundesbank	737
	Monetary targeting at the Swiss National Bank	738
	Inflation forecast targeting at the Bank of England	739
	Conclusion	740
15.5	On the impact of monetary policy on exchange rates	741
15.6	The temptation and burden of intervention	744
15.6.1	Is intervention effective?	745
15.6.2	Two major episodes	748
15.6.3	The big US inflation: 1977–1979	749
15.6.4	The Plaza-Louvre experience: 1985–1989	751
15.7	On the long-run prospects of flexible exchange rates	755
	References	760

16 Foreign exchange reserves – what for?

PETER B. KENEN

16.1	Introduction	763
16.2	The role played by changes in the monetary system	765
16.2.1	The Bretton Woods era	765
16.2.2	The floating rate era	766
16.2.3	The emerging market era	768
16.3	A brief history of research on optimal reserves	769
16.3.1	The demand for reserves in the Bretton Woods era	770
16.3.2	The demand for reserves in the floating rate era	771
16.3.3	The demand for reserves in the emerging market era	772
16.4	Small similarities and large anomalies	774
16.4.1	Four simple correlations	774
16.4.2	The Swiss case as a benchmark	776
16.4.3	A closer look at the Swiss case	777
16.5	Reviewing the reasons for holding reserves	778
16.5.1	Stabilising the domestic value of the currency	779
16.5.2	Stabilising the external value of the currency	779
16.5.3	The precautionary motive	780
16.5.4	Guarding against adversity	781
16.6	Conclusion	783
	Archived sources and references	788

17 Switzerland and Euroland: European Monetary Union, monetary stability and financial stability

MARTIN HELLWIG

17.1	Introduction: where did we come from?	791
17.1.1	Early expectations of instability form European Monetary Union	791
17.1.2	Experience of monetary instability in the 1970s	792
17.1.3	The ERM experiment	793
17.1.4	From ERM to EMU	794

17.2	How firm is the commitment to monetary stability in Euroland?	795
17.2.1	A surprise for Oskar Lafontaine: central bank independence after Maastricht	795
17.2.2	Depoliticisation of monetary policy	796
17.2.3	Is independence threatened by the European Commission?	797
17.2.4	How robust is the ECB's position?	799
17.2.5	The problem of fiscal instability	801
17.2.6	The role of the central bank in a large, heterogeneous currency area	803
17.2.7	Reduced importance of exchange rates	804
17.2.8	Euroland prices and inflation – statistical artefacts or matters of real-life experience?	805
17.2.9	Summary	807
17.3	Switzerland as an island in Euroland	807
17.3.1	Euro-isation of the Swiss monetary system?	807
17.3.2	Dependence of the economy on the foreign sector	808
17.3.3	Does EMU affect the exchange rate exposure of Switzerland?	810
17.3.4	Implications for the Swiss economy	811
17.3.5	Implications for Swiss monetary policy	812
17.3.6	Competitiveness rhetoric and the political economy of structural change	814
17.3.7	Does Switzerland's role as a rentier affect the political economy of structural change?	815
17.4	Financial stability and the lender of last resort: does EMU make a difference?	816
17.4.1	Problems in banking as a potential problem for the economy	817
17.4.2	Systemic aspects of risk in banking and finance	819
17.4.3	Prerequisites of timely, effective and sustainable policy intervention	821
17.4.4	Banking supervision and financial crisis management in Euroland	822
17.4.5	Concerns about the viability of arrangements in Euroland	824
17.4.6	Implications for Switzerland	827
	Archived sources and references	829

18	International monetary and financial architecture in an integrating world economy	
	ALEXANDER K. SWOBODA	
18.1	Introduction	831
18.2	Functions and evolution of the IMFS	832
18.2.1	Functions of the IMFS	832
18.2.2	The Bretton Woods system	832
18.2.3	After Bretton Woods	836
18.3	Taking stock	840
18.3.1	A changed IMFS	840
	The exchange rate regime	840
	The key currency regime	840
	Financial market integration	840
	Capital flows	841
	Integration of developing countries	841
	Governance	841
	Political factors	842
18.3.2	A flat world?	842
18.4	Issues	844
18.4.1	The exchange rate and key currency regimes	844
18.4.2	International macroeconomic policy coordination	847
18.4.3	The institutional mix and the role of the IMF	851
18.5	Conclusion	861
	References	863
 Annexes		
	Abréviations	866
	Auteurs	871
	Informations d'ordre rédactionnel	874

Première partie

Les années 1907 à 1982

1 De 1907 à 1946: enfance heureuse ou adolescence difficile ?

MICHAEL BORDO ET HAROLD JAMES

1.1 Introduction

Ce chapitre retrace l'évolution de la politique de l'institut d'émission en Suisse sur les plans de la doctrine et de la pratique. Il analyse également l'impact que les débats et controverses de l'entre-deux-guerres ont eu sur la politique monétaire suivie après 1945. Une fois ses origines et principes fondamentaux passés en revue, les auteurs examinent les instruments de politique monétaire de la Banque nationale suisse (BNS) et montrent comment cette dernière en est venue, au fil du temps, à privilégier la politique de change, de préférence à l'instrument traditionnel de la politique d'escompte. Ils étudient sous cet angle l'attitude qui fut la sienne pendant l'entre-deux-guerres à l'égard des achats et ventes d'or ainsi que des flux de capitaux, de plus en plus volatils durant cette période. En outre, ils analysent comment elle a abordé la question du rôle de prêteur ultime (*lender of last resort*) que l'on pouvait s'attendre à la voir jouer dans certaines circonstances, et comment elle envisageait plus généralement de contribuer à la stabilisation macroéconomique. Ils montrent, enfin, ce qu'elle laissa en héritage pour la période qui suivit 1945.

Après les turbulences des quinze premières années de son existence marquées, pendant la Première Guerre mondiale, par une période d'inflation galopante suivie d'une forte déflation, la Banque nationale avait trouvé ses marques et pris de l'assurance. Si son rôle pendant la Seconde Guerre mondiale suscita des controverses hors des frontières du pays, celles-ci lui furent épargnées au plan national.

On compare parfois les institutions à des personnes. Pour ce qui est de la Banque nationale, il est permis de dire qu'elle a eu une enfance de plus en plus heureuse, ce dont témoigneront quelques indicateurs objectifs mentionnés dans les lignes qui suivent. Des modèles macroéconomiques modernes serviront à examiner deux des aspects les plus controversés de la politique suisse de l'entre-deux-guerres. Des simulations effectuées à l'aide d'un macromodèle d'économie ouverte – un modèle de McCallum-Nelson modifié – analyseront si la politique de change conduite entre la dévaluation de la livre sterling en septembre 1931 et celle du franc en septembre 1936 était appropriée. Puis, un modèle moderne de la règle de Taylor examinera si la politique d'escompte de la Banque nationale fut menée correctement.

1.2 Les origines de l'activité des banques centrales

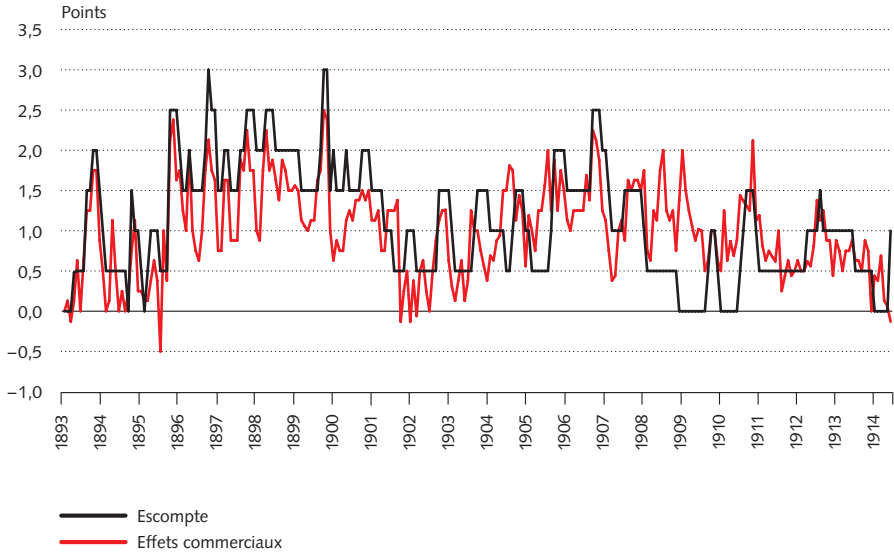
Pourquoi une banque centrale? Les tenants du libéralisme économique classique, tel qu'il existait au XIX^e siècle, prônaient le *free banking*, système laissant aux banques la liberté d'émettre des billets et de se concurrencer les unes les autres. En vigueur en Angleterre avant le *Bank Act* de 1844 ainsi qu'aux Etats-Unis, ce système entretenait chez les usagers une inquiétude permanente et provoquait périodiquement des mouvements de panique. En Suisse par contre, où les banques d'émission étaient contrôlées au niveau fédéral depuis 1881, les faillites étaient rares et les mouvements de panique de grande ampleur inexistant, la preuve même, pour les libéraux, qu'une société disciplinée pouvait fort bien se passer de banque centrale. A l'échelle internationale, l'étalon-or rendait les banques centrales superflues, les ajustements, affirmaient les adeptes de la pensée libérale, se faisant automatiquement.

La raison d'être des banques centrales est de fournir des biens publics que le marché aurait de la peine à mettre à disposition. Dans l'Europe moderne des débuts, les dysfonctionnements du marché étaient manifestement dus aux agissements d'Etats puissants, belligérants et dépensiers. Des banques centrales telles que la Banque d'Angleterre ou la *Riksbank* de Suède avaient été créées en bonne partie pour gérer la dette publique accumulée au fil des guerres. Mais au XIX^e siècle, les guerres étant devenues moins fréquentes et l'endettement public moins lourd, les banques centrales reçurent pour mission de soutenir le système financier lorsque sa stabilité était en danger. La vague de créations de banques centrales que connut ce siècle répondait à la nécessité de prévenir ou d'enrayer les paniques financières, et de régler les flux de capitaux internationaux. Dans la mesure où les obstacles à la mobilité des capitaux étaient rares, les mouvements de panique revêtaient un caractère international. Les deux problèmes – celui de la stabilité intérieure et celui de l'ajustement extérieur – étaient donc souvent liés. L'Allemagne créa la *Reichsbank* en 1875, à la suite du krach de 1873, et le Système de Réserve fédérale des Etats-Unis eut pour origine le débat sur les mouvements de panique de 1907. Dans beaucoup de pays, on commençait à se dire que le rôle d'une banque centrale devrait être de mettre les activités commerciales à l'abri des turbulences des marchés internationaux, notamment pour les petites économies, ouvertes aux mouvements de capitaux et au négoce international.

La Suisse était un parfait exemple d'économie ouverte. A la fin du XIX^e et au début du XX^e siècle, elle était tributaire des marchés financiers internationaux, sans lesquels elle n'aurait pas été en mesure de financer de grands travaux d'infrastructure et d'équipement, tels que le percement du tunnel ferroviaire du Gothard. La plus grande partie des fonds étrangers étaient levés sur

Graphique 1.1

Ecart entre les taux d'intérêt suisses et français, de 1893 à 1914



Source: Global Financial Database.

le marché parisien, la Suisse étant généralement considérée comme une annexe des marchés français. Au début du XX^e siècle, les taux d'intérêt appliqués en Suisse aux opérations commerciales, de même que les taux d'escompte des banques d'émission, étaient généralement beaucoup plus élevés que les taux parisiens (voir graphique 1.1), et ce différentiel de taux d'intérêt attirait de nombreux capitaux étrangers. Inversement, certaines entreprises suisses commençaient à dégager d'importants revenus de leurs opérations avec l'étranger et se mettaient à exporter des capitaux.

La Banque nationale se substitua à une multitude d'instituts d'émission en partie publics, en partie privés, qui se faisaient concurrence. Contrairement à la presque totalité des principales banques centrales créées durant la grande ère de globalisation qui précéda la Première Guerre mondiale, la BNS ne fut pas fondée en réponse à une crise financière soudaine et profonde. Vers le milieu du XIX^e siècle, la Banque de France était *de facto* la banque centrale de la Suisse, dont le marché financier était étroitement lié à celui de la France. Sa position fut toutefois fortement ébranlée par la guerre franco-allemande de 1870. Les billets de banque français n'étaient plus acceptés en paiement après que la France en eut suspendu la convertibilité. La plupart des transactions courantes étaient alors effectuées en pièces d'or ou d'argent, même si

un nombre important de petites coupures (5, 10 et 20 francs) restèrent en circulation jusqu'en 1882.

C'est à pas comptés et sans se presser que la Suisse passa du *free banking* à un système de banque centrale. Au milieu du XIX^e siècle, le *free banking* fonctionnait bien, et l'on ne déplora qu'une seule faillite bancaire d'envergure. Mais au cours des années 1870, après la mise hors circulation des billets de banque français, des voix s'élevèrent pour demander une réglementation étatique plus étendue. Avant 1881, l'émission de billets de banque n'était pas réglementée au niveau fédéral. La nouvelle loi entrée en vigueur cette année-là en réserva le privilège aux banques par actions ainsi qu'aux banques cantonales, qui furent désormais obligées de détenir des réserves métalliques minimales et d'honorer leurs billets de banque respectifs. Le graphisme et la gamme des billets furent en outre unifiés¹. La loi de 1881 répondait au mécontentement croissant des milieux d'affaires et politiques du pays qui, entre autres insuffisances, reprochaient au système de banques d'émission multiples et non réglementées de créer souvent des pénuries de numéraire les jours de paie, notamment à la Saint-Martin – période de recrutement la plus importante pour la main-d'œuvre agricole et temporaire – ainsi qu'en fin d'année. En 1888, l'émission de billets fut passagèrement suspendue, pour la raison que les banques d'émission, qui avaient tendance à mettre en circulation le maximum de billets autorisé par la loi, se trouvaient ensuite dans l'incapacité de faire face à des demandes exceptionnelles de moyens de paiement². Ces problèmes n'étaient pas ceux d'une nation moderne et industrielle, mais d'une économie traditionnelle rendue vulnérable par l'ouverture des marchés mondiaux.

Mais il y avait aussi une dimension internationale à ce problème helvétique. Les pénuries périodiques de numéraire étaient en effet aggravées par des sorties de monnaie dues aux opérations de l'Union monétaire latine (UML) à laquelle la Suisse avait adhéré en 1865. Chaque fois que les effets français faisaient substantiellement prime sur les effets suisses – en raison du déficit de la balance suisse des paiements – s'ouvrait une possibilité lucrative d'arbitrage. Des spéculateurs achetaient contre des billets de banque suisses des pièces d'argent qu'ils exportaient à Paris, où ils tiraient des effets qu'ils présentaient ensuite à l'encaissement auprès de banques d'émission suisses, lesquelles avaient l'obligation de racheter les pièces d'argent sorties du pays. Au plus fort de ces sorties, les banques essayaient des pertes considérables, au point qu'en

1 Weber (1992). Neldner (2003).

2 Ritzmann (1973).

1899 un grand établissement, la Banque de Genève, renonça à émettre des billets³. La même année, les banques d'émission décidèrent de se partager les frais du rapatriement des pièces d'argent suisses qui avaient pris le chemin de la France. Par la suite, la faiblesse généralisée du franc suisse (qui s'échangeait constamment en dessous de sa valeur) par rapport au franc français fut également attribuée à des émissions trop élevées de la part des diverses banques d'émission privées et publiques. A la fin de 1906, celles-ci avaient mis en circulation 234 des 244,7 millions de francs prévus dans leurs allocations⁴.

L'idée d'instituer une banque centrale faisait son chemin, mais à petits pas. En 1891, la révision de l'article 39 de la Constitution fédérale conféra à la Confédération le droit exclusif d'émettre des billets de banque, par le biais soit d'une banque d'Etat, soit d'une «banque centrale par actions, administrée avec le concours et sous le contrôle de la Confédération», mais il fallut attendre encore seize ans avant que la Banque nationale ne soit créée. Conformément au projet de loi de 1894, une banque d'Etat aurait dû voir le jour, qui aurait été, selon ses partisans radicaux et libéraux, plus conforme à la tradition démocratique de la Suisse qu'une banque centrale privée semblable à la *Reichsbank* de l'autocratie Allemande. Une majorité de conservateurs, de tenants du libéralisme économique et d'adversaires du centralisme emmenés par la puissante Union suisse du commerce et de l'industrie (USCI) s'y opposèrent toutefois, et le référendum de 1897 lui fut fatal. Le président de l'USCI proposa alors la création d'une banque privée, qui n'offrirait aucune prise au socialisme d'Etat et à un contrôle public de la politique de crédit. Il s'ensuivit des tiraillements entre les cantons au sujet de l'attribution du siège et du mode de répartition des bénéfices de la banque. Ce n'est qu'en 1905 qu'un compromis acceptable fut trouvé (la Banque nationale aurait un siège à Berne et un à Zurich), grâce à quoi la BNS put entrer en activité en 1907. Peu gênant en temps normal, le bicéphalisme institutionnel fut en revanche source de bien des coups de téléphone et de multiples navettes entre Berne et Zurich chaque fois que des décisions lourdes de conséquences devaient être rapidement prises, comme ce fut le cas lors de l'éclatement de la Première Guerre mondiale⁵.

La loi de 1905 sur la Banque nationale conférait à cette dernière le privilège d'émettre des billets de banque selon les «besoins du commerce». Les coupures étaient de 50, 100, 500 et 1000 francs, montants beaucoup plus élevés que ne l'exigeaient les transactions courantes. La Banque nationale eut

3 Zimmermann (1987), p. 38.

4 Kellenberger (1937). Voir aussi Ruoss (1992), p. 13.

5 Banque d'Angleterre, informations sur la BNS (1935).

jusqu'en 1914 l'obligation d'échanger ces billets à leur valeur nominale contre de la monnaie métallique légale, qu'elle soit d'or ou d'argent. Il y avait cependant une asymétrie, dans la mesure où la BNS n'était pas tenue d'acheter de l'or. Elle pouvait toutefois apporter de l'or à la Monnaie fédérale, qui frappait des pièces moyennant finance (15 francs le kilo), mais uniquement dans la limite de ses capacités. Durant les années vingt, la Monnaie fédérale parvenait à frapper pour 1 million de francs de pièces en vingt jours, et il lui fallait dix jours de plus pour chaque million de francs supplémentaire. Quarante pour-cent des billets émis devaient être couverts par une réserve métallique, or ou argent, l'or étant, dans la pratique, la forme sous laquelle la Banque nationale conservait la partie de très loin la plus importante de ses réserves. La couverture métallique dépassait toujours de beaucoup le minimum légal (voir graphique 1.2). Entre 1907 et 1914, le ratio des réserves monétaires fut généralement de l'ordre de septante pour-cent, car la Direction de la Banque craignait de soudaines et importantes saignées. Quand la Banque nationale commença ses activités, un délai de trois ans fut fixé aux anciennes banques d'émission pour le rappel de leurs billets de banque.

La nouvelle banque revêtit la forme d'une société anonyme, statut juridique des banques centrales européennes en usage à l'époque. Son capital-actions était détenu à hauteur des deux cinquièmes par des particuliers de nationalité suisse, de deux autres cinquièmes par les cantons et d'un cinquième par les anciennes banques d'émission.

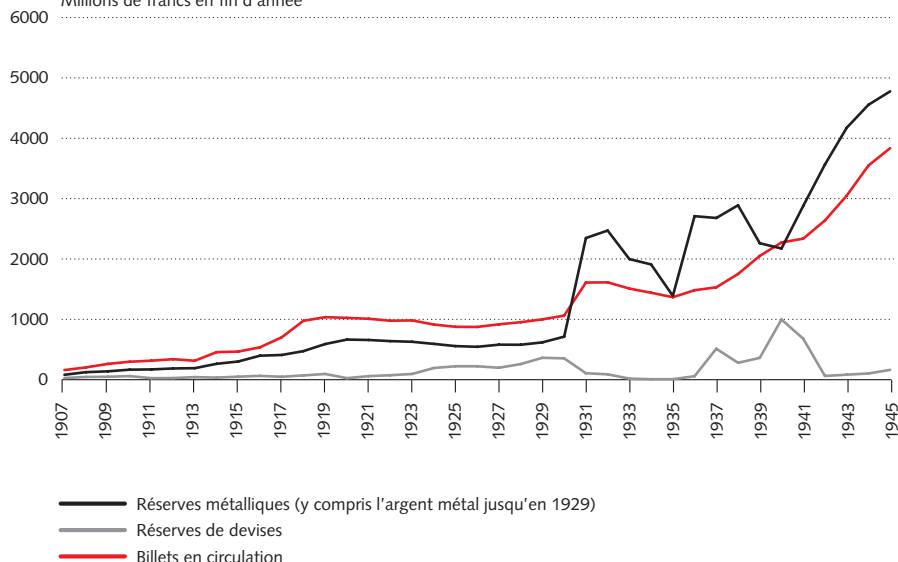
Lorsqu'on attend d'une banque centrale nouvellement créée qu'elle soit au service d'une nouvelle définition d'un bien public, il faut que ce bien public soit explicitement formulé ou qu'un contrôle politique étendu s'exerce de manière à faire ressortir ce qu'il est censé être. D'un point de vue moderne, la définition explicite d'un tel bien pourrait être donnée en termes d'objectif: objectif de masse monétaire (dans les années septante) ou d'inflation (plus récemment). Avant que ne prévale ce type d'approche de la politique monétaire, les banques centrales raisonnaient surtout en termes d'objectifs de change, tels que les fixaient en particulier des dispositifs internationaux comme l'étalon-or ou le système de Bretton Woods, et elles étaient obligées de s'interroger sur les moyens de concilier leur politique monétaire avec les contraintes extérieures. Si leur politique ne correspondait pas à un objectif clair, elles couraient le risque que l'opinion s'empare du sujet pour la mettre sous surveillance et tenter de la contrôler.

Dans la pratique, la nouvelle Banque nationale était soumise à un contrôle étroit du pouvoir politique, et nombreuses étaient les mesures de nature institutionnelle qui visaient à brider son autonomie et à subordonner son action

Graphique 1.2

Réserves monétaires et billets en circulation de la Suisse, de 1907 à 1945

Millions de francs en fin d'année



Source: BNS (1957), tableaux 1 et 2.

à la recherche d'un consensus politique. Son mode d'organisation reflétait également la multitude d'interventions en faveur d'un tel contrôle qui avaient jalonné le débat parlementaire au cours des années 1890. La Direction générale était nommée par le Conseil fédéral et non par l'Assemblée générale des actionnaires, comme il est d'usage pour une société anonyme. Le privilège d'émission était limité à vingt ans, après quoi il devait être sollicité pour chaque nouvelle période de dix ans. Contrairement à la Banque d'Angleterre qui, explicitement ou implicitement, servait souvent de modèle aux autres banques centrales, la Banque nationale n'avait pas à sa tête un gouverneur puissant, incarnant une conception spécifique du rôle de l'établissement, et les trois membres de la Direction générale prenaient leurs décisions à la majorité des voix. Simple *primus inter pares*, le président de la Direction générale se voyait parfois relégué au second plan par un collègue particulièrement brillant ou doué pour la rhétorique, et il y eut, dans la pratique, beaucoup de décisions contestées.

La Direction générale était supervisée par un Conseil de banque fort de quarante membres, dont quinze étaient élus par l'Assemblée générale des actionnaires et vingt-cinq, parmi lesquels le président et le vice-président, étaient nommés par le Conseil fédéral, c'est-à-dire le gouvernement. Le Conseil de

banque choisissait parmi ses membres cinq personnes (dont son président et son vice-président) lesquelles, constituées en Comité de banque, exerçaient une surveillance rapprochée. Le Conseil et le Comité examinaient de très près et de manière critique tout ce qui avait trait à la politique de la Banque. Ils tentèrent même, dans les années vingt, d'obtenir un siège permanent à la Direction générale. Les premiers membres du Conseil de banque étaient issus des milieux politiques. Son premier président, Johann Hirter, présidait le Conseil national (la chambre basse du Parlement helvétique) et s'était engagé avec énergie, au cours des années 1890, pour une banque d'Etat. Son vice-président, Paul Usteri, était un homme politique libéral de Zurich. Rares étaient alors, vu le système politique fortement décentralisé de la Suisse, ceux qui craignaient que la Banque nationale ne fasse preuve à l'égard du gouvernement d'une prodigalité excessive (risque bien réel dans les pays à régime militariste). On était au contraire de l'avis qu'un contrôle politique étroit rendrait la Banque nationale plus indépendante à l'égard du monde bancaire et financier. S'il existait un danger, c'était plutôt, à en juger par les expériences accumulées au cours du XIX^e siècle, que les banques commerciales remettent aux banques centrales des effets de mauvaise qualité ou carrément spéculatifs. Ce n'est qu'au XX^e siècle, en réponse aux conditions économiques engendrées par les guerres modernes et à la montée des revendications sociales, que les finances publiques devinrent une source de difficultés pour les banques centrales.

1.3 La doctrine

L'idée de bien public – ou, en d'autres termes, le concept de politique monétaire de la BNS – reposait sur deux piliers, la doctrine des effets réels (*real bills*) et l'étalon-or. La Banque nationale s'inscrivait sur ce plan dans le même courant de pensée que les autres grandes banques centrales de l'époque, la Banque d'Angleterre, la Banque de France, la *Reichsbank*, et le Système de Réserve fédérale des Etats-Unis, encore plus jeune qu'elles.

Issue de la pratique bancaire anglaise du XIX^e siècle, la doctrine des effets réels énonce que les prêts des banques commerciales doivent toujours être garantis par des effets commerciaux à court terme émis pour financer des stocks, des récoltes futures, des créances ou des livraisons de marchandises. L'effet à trois mois ou à 90 jours, qui couvrait la durée du transport des marchandises à travers l'Atlantique, devint par la suite la norme. Ces effets s'éteignaient d'eux-mêmes, puisqu'ils se rapportaient à une transaction spécifique qui prenait fin à une date déterminée. Ceux qui étaient émis à d'autres fins et ne s'éteignaient pas automatiquement avec le paiement étaient des effets spéculatifs qui n'avaient pas leur place dans le portefeuille d'une banque.

La mission des banques centrales était d'approvisionner les banques commerciales en liquidités, ce qu'elles faisaient en escomptant les effets commerciaux du premier type (*self-liquidating*). Elles pouvaient émettre des billets de banque, à condition que ceux-ci soient garantis par une réserve métallique ou des effets commerciaux à court terme. Les banques centrales ne devaient toutefois pas mettre des crédits à disposition pour le financement d'achats d'actions ou d'obligations d'Etat. En escomptant des effets spéculatifs ou non commerciaux (dits effets financiers), elles provoqueraient un renchérissement des actifs, lequel engendrerait une inflation générale, inévitablement suivie d'une déflation due aux effets correctifs des mécanismes internationaux d'ajustement propres au système de l'étalon-or. La hausse des prix entraînerait un déficit de la balance commerciale et des sorties massives d'or, qui se traduiraient par une réduction de l'approvisionnement en monnaie⁶. L'admission de bons du Trésor à l'escompte serait également une cause d'inflation.

La doctrine des effets réels n'a jamais été aussi clairement exposée que dans les écrits de la *Banking School* britannique, et l'esprit en a été parfaitement cerné par Walter Bagehot dans son classique *Lombard Street*, ainsi que par le banquier écossais John Rae. Elle a été, dans la littérature allemande, à la base de la conception de la finance présentée par Adolph Wagner et Walther Lotz⁷. Pour la Commission Aldrich, dont les débats furent à l'origine du Système de Réserve fédérale des Etats-Unis, la fonction des banques centrales était de répondre aux besoins légitimes du commerce.

La réalité était cependant fort différente de l'idéal des théoriciens des effets réels, car dans de nombreux pays les prêts étaient en bonne partie spéculatifs. Ceux qui en Suisse, à la fin du XIX^e siècle, prônaient une banque monopoliste, l'imaginaient soumise à une discipline bien définie. Selon eux, qui s'inspiraient des discussions menées sur le sujet à l'échelle internationale, une banque centrale ne devrait escompter que des effets authentiquement commerciaux. Le système financier du XIX^e siècle, et les banques d'émission en particulier, avaient la mauvaise habitude d'émettre des billets de banque contre des effets financiers. De ce fait, les portefeuilles des banques d'émission étaient constitués pour un tiers seulement d'effets commerciaux et pour le reste d'effets financiers⁸. Un système moderne devait donc être capable d'écarter les effets spéculatifs.

6 Meltzer (2004), chapitre 4.

7 Wagner (1866). Lotz (1881 et 1976).

8 Kundert (1907), p. 18. BNS (1932), pp. 15s.

A l'instar de la Banque d'Angleterre, de la *Reichsbank* d'Allemagne et du Système de Réserve fédérale des Etats-Unis, la Banque nationale fonda son approche monétaire sur la doctrine des effets réels. Son premier président, Heinrich Kundert (directeur, auparavant, de la Banque cantonale de Zurich) interdit explicitement l'escompte d'effets financiers: «La totalité des effets purement commerciaux d'un pays représente le maximum de la monnaie devant être en circulation pour satisfaire ses besoins, et c'est selon cette norme que doit être fixée l'émission des billets de banque. Si la Banque nationale doit établir une circulation saine, elle doit exclure de l'escompte tous les effets dits financiers, ainsi que ceux qui sont à renouveler à l'échéance.»⁹ Au cours des années vingt, la Banque nationale, revenue à la parité d'avant la guerre, insista avec fierté sur ce point de doctrine, par lequel elle se distinguait d'une *Reichsbank* menant une politique inflationniste et irresponsable: «Il convient donc de préciser avec la plus grande fermeté que la Banque nationale n'est pas un établissement de crédit.»¹⁰ Les principes d'Heinrich Kundert furent repris dans un document majeur de janvier 1924, qui énonçait une nouvelle fois les bases de la politique de la BNS en matière d'escompte. Une fois de plus, l'accent y était mis sur le fait que l'institut d'émission ne devait escompter ni les effets sans lien avec une opération commerciale, ni les effets financiers suisses ou étrangers, car il eût, sinon, «mis son crédit bon marché à la disposition des émetteurs de tels effets et encouragé par conséquent de façon non négligeable l'inflation, tout en prenant le risque de ne pouvoir maintenir le bas niveau du taux d'escompte appliqué aux effets provenant des milieux du commerce, de l'industrie et de l'agriculture»¹¹. Mais cette doctrine avait ses détracteurs. Certains banquiers suisses essayèrent de faire valoir qu'il n'y avait tout simplement pas, en Suisse, suffisamment d'effets purement commerciaux pour permettre à la Banque nationale de calquer sa pratique sur celle des banques centrales du Royaume-Uni ou de la France. Dans une lettre adressée au Comité de banque, l'un d'eux écrivit: «La Suisse n'a pas un commerce international comparable à celui de places telles que Londres, New York, Le Havre, Anvers, Rotterdam ou Hambourg, qui émettent de grandes quantités de purs effets commerciaux. La Suisse ne possède que des quantités limitées de ces effets purement commerciaux, dont M. Kundert disait, avant que la BNS ne débute ses activités, qu'ils constituent la seule sûreté souhaitable pour la

9 Kundert (1907), p. 17.

10 Usteri selon BNS, procès-verbal de séances de la Direction générale (1924), 20/21 novembre, n° 930.

11 BNS, la politique d'escompte (1924).

circulation monétaire.»¹² La proportion d'effets dans les actifs de la BNS était en diminution. Etant donné les critiques que cela lui valait, la Banque renonça à proscrire de façon stricte les effets financiers.

Au début du XX^e siècle, le second pilier de la politique des banques centrales était l'étalon-or. Leur tâche principale consistait alors à assurer la convertibilité, et à recourir à cette fin à la politique d'escompte et à d'autres instruments monétaires. On postulait en effet qu'une banque centrale devait réagir à une baisse de ses réserves d'or par un relèvement du taux d'escompte et, inversement, par une réduction de ce même taux lorsque celles-ci augmentaient. On voyait dans cette stricte application de l'étalon-or le complément de la doctrine des effets réels: tout octroi excessif de crédit ferait en effet baisser les taux d'intérêt et augmenter les prix des marchandises et des actifs. Il en résulterait ainsi des sorties d'or qui corrigeraient automatiquement les déficits de la balance commerciale (pour les marchandises) et ceux de la balance des capitaux (pour les actifs), alors qu'un octroi insuffisant de crédit provoquerait le phénomène inverse. Pour une économie ouverte connaissant la libre circulation des capitaux, la croissance (telle qu'elle prévalait en Suisse avant la Première Guerre mondiale) aurait donc normalement pour corollaire un creusement du déficit de la balance des transactions courantes ainsi que des sorties d'or ou de monnaie métallique, la réaction monétaire appropriée consistant alors à relever le taux d'escompte, de manière à affaiblir la demande globale et décourager les sorties de capitaux¹³.

Avant 1914, la question de savoir ce qu'il adviendrait de la doctrine des effets réels si elle n'avait pas l'étalon-or pour complément constituait un sujet de pure spéculation pour les banques centrales des pays à économie avancée. Après 1914, cette même doctrine fut la cause, dans de nombreux pays, d'échecs majeurs de politique économique, tels que l'hyperinflation en Allemagne, quand la banque centrale ne cessait de justifier ses initiatives en invoquant la doctrine des effets réels ou encore la grande contraction monétaire que connurent les Etats-Unis. Au cours des années trente et quarante, cette théorie s'attira les foudres d'économistes tels que Jacob Viner, Melchior Palyi¹⁴ et Lloyd Mints¹⁵, qui lui reprochaient d'induire une politique monétaire procyclique. Selon eux, lors de la phase ascendante du cycle, les banques recourent à l'escompte des instituts d'émission et peuvent ainsi accorder davantage de crédits à leurs clients. Il en découle une baisse des taux d'intérêt, une

12 BNS, Sarasin à Usteri (1924), p. 2.

13 Bordo (1984).

14 Palyi (1934).

15 Mints (1945).

croissance de la masse monétaire et une augmentation de la production, de telle sorte qu'un nombre encore plus grand d'effets commerciaux sont présentés au réescompte. Les prix augmentant, la valeur nominale des effets escomptés grimpe elle aussi, ce qui provoque une nouvelle croissance de la masse monétaire et pousse encore davantage les prix à la hausse. Inversement, la diminution des prêts bancaires et la réduction des portefeuilles d'effets commerciaux aggravent la phase descendante du cycle économique.

La doctrine des effets réels fut relancée en 1982 par Thomas Sargent et Neil Wallace, qui virent en elle un pendant bancaire du laissez-faire et un optimum de Pareto dans la répartition des réserves. David Laidler s'opposa à cette interprétation en rappelant que cette doctrine était également cause d'instabilité des prix, et qu'elle pouvait aussi bien générer de l'inflation que de la déflation, selon le sens que l'on voulait bien donner aux «besoins du commerce»¹⁶.

Dans une économie ouverte connaissant la libre circulation des capitaux, l'équilibre interne (postulé par la doctrine des effets réels) et l'équilibre externe (exigé par l'étalon-or) peuvent entrer en conflit. Ce risque, que Robert Mundell a souligné, avait été identifié auparavant par Gottfried von Haberler¹⁷. Si, confrontée à des sorties d'or doublées d'un affaiblissement de la conjoncture intérieure, la banque centrale cherchait à soutenir la demande en abaissant son taux d'escompte et en relançant le crédit, elle ne ferait qu'aggraver les sorties d'or. Si, en revanche, pour attirer les capitaux et inverser les sorties d'or, elle donnait à sa politique un tour plus restrictif, l'activité économique en pâtirait. C'est le problème auquel bien des banques centrales se sont heurtées pendant l'entre-deux-guerres. Pour avoir choisi la seconde option, la Banque d'Angleterre subit durant l'été 1931 une perte de crédibilité qui l'obligea à renoncer à l'étalon-or. Quant à la Réserve fédérale, elle contribua selon Milton Friedman et Anna Schwartz dans une large mesure à l'effondrement de l'économie américaine, en réagissant par un vigoureux relèvement de son taux d'escompte aux sorties d'or qui suivirent la dévaluation de la livre sterling de septembre 1931¹⁸. La Suisse, de son côté, eut à faire face durant la première moitié des années trente à la menace de sorties d'or.

16 Sargent et Wallace (1982). Laidler (1984).

17 Bordo et James (2002).

18 Friedman et Schwartz (1963).

1.4 Les instruments de la politique monétaire

Selon la doctrine prévalant au début du XX^e siècle, le principal outil des banques centrales était le taux d'escompte, sur lequel elles comptaient pour atteindre leurs objectifs externes aussi bien qu'internes. La tendance était cependant à en restreindre de plus en plus l'application. Pour des raisons politiques d'abord: on estimait en effet politiquement inacceptable de faire supporter par l'économie intérieure le coût du maintien de l'équilibre extérieur. On conçoit sans peine qu'il soit d'autant plus difficile pour une banque centrale d'user librement de cet outil que le contrôle politique auquel elle est soumise est plus strict. Aussi ceux qui, tel Montagu Norman, le gouverneur de la Banque d'Angleterre, estimaient dans les années vingt que les banques centrales devaient avoir la maîtrise de leur politique, plaidèrent-ils à plusieurs reprises pour leur indépendance. Mais il y avait aussi un aspect technique: que penser d'un marché des effets trop exigü pour que la banque centrale puisse manier son taux d'escompte avec efficacité? Il a été question plus haut, à propos de la Suisse, de ce problème posé par une insuffisance de l'offre d'effets commerciaux.

Les banquiers centraux britanniques imaginèrent dans ces conditions un deuxième instrument monétaire: l'achat et la vente de titres sur le marché (*open market*), généralement des obligations d'Etat de courte durée. Les achats de tels titres revenaient à injecter des liquidités dans le marché, les ventes à en retirer¹⁹. Au cours des années vingt, le Système de Réserve fédérale commença à faire des opérations d'*open market* un moyen permettant de gérer les liquidités. Mais, comme le relevèrent maintes fois des observateurs britanniques, la Banque nationale n'était pas en mesure de se livrer à de telles opérations. Ce n'est que pendant la Seconde Guerre mondiale que la BNS, qui en avait pourtant acquis des quantités considérables durant la Première, se mit effectivement à recourir à des achats de titres d'Etat pour exercer une influence sur le marché monétaire.

Au cas où ces deux premiers instruments se seraient avérés problématiques, un troisième restait à la disposition de la banque centrale: acheter ou vendre de l'or ou des devises. Essentiellement utilisées pour atteindre des objectifs extérieurs, de telles opérations de change ne demeuraient pas sans effet sur le marché monétaire intérieur. Les achats accroissaient la masse monétaire, tandis que les ventes réduisaient les liquidités disponibles.

Un autre instrument, développé durant l'entre-deux-guerres par la Réserve fédérale et que les banques centrales utilisèrent beaucoup après la Seconde

19 Sayers (1957).

Guerre mondiale, consistait à modifier le niveau des réserves que les banques devaient obligatoirement détenir. Or, la Banque nationale, à l'instar de la plupart des autres banques centrales européennes, évoluait dans un environnement qui ne lui permettait pas d'exiger des réserves minimales de la part des banques. En fait, la majorité des pays n'étaient même pas en mesure de donner une définition légale précise de ce qu'était une banque.

Si l'on devait faire l'historique des politiques monétaires suivies par la BNS durant ses quarante premières années d'existence, on pourrait dire que les opérations sur devises en vinrent peu à peu à prévaloir, en tant qu'instrument, sur la politique d'escompte. La raison essentielle de cette évolution tient à une sensibilité croissante aux implications politiques des modifications du taux d'escompte. Heinrich Kundert expliquait ainsi dans sa brochure programmatique, conçue comme un mode d'emploi de la nouvelle institution: «Le taux d'escompte est le véritable régulateur de la circulation des billets²⁰.» Sous le régime de l'étalon-or, la règle du jeu consistait à relever le taux d'escompte quand les réserves baissaient ou que des pressions s'exerçaient sur le cours de change. Avant la Première Guerre mondiale, la Banque nationale le modifia assez fréquemment: vingt-deux fois entre juin 1907 et juin 1914, les augmentations coïncidant, selon un rythme saisonnier remarquablement régulier, avec la période d'août à novembre. La Banque nationale eut droit en 1907, pour sa première année d'existence, à des remous monétaires et bancaires qui semblèrent préfigurer les catastrophes de la Grande dépression de l'entre-deux-guerres. En octobre 1907, la Banque d'Angleterre porta son taux d'escompte à 5,5%, puis à 6% début novembre, et plus tard à 7%. La *Reichsbank* fut obligée d'aller plus loin encore: de 5,5% en avril, son taux officiel grimpa à 6,5% à fin octobre et atteignit 7,5% début novembre. En regard de quoi les relèvements de taux auxquels la BNS procéda – à 4,5% en juin, à 5% en août et à 5,5% en novembre – paraissent relativement modérés. Si, comme on le pensait de plus en plus à l'époque, l'objectif d'une banque centrale consiste à mettre l'économie intérieure à l'abri des perturbations et fluctuations internationales, la Banque nationale semblait, pour sa première année d'activité, avoir passé haut la main une épreuve difficile. Tandis qu'en Allemagne et en Italie voisines de violentes crises financières furent suivies de difficultés commerciales et manufacturières, la Suisse sortit presque indemne de la phase de panique de 1907. L'écart de taux d'intérêt entre la Suisse et la France se réduisit fortement après 1907, entraînant pour la Suisse une baisse des coûts de financement (voir graphique 1.1).

20 Kundert (1907), p. 10.

Lors de la première Assemblée générale de la BNS, qui n'eut lieu qu'en 1909, le président du Conseil de banque, Johann Hirter, expliqua que la première des tâches de la Banque était de «réguler la circulation monétaire du pays et de faciliter le trafic des paiements»²¹. Pendant la Première Guerre mondiale, les exigences politiques ayant changé, le son de cloche fut tout différent. Alors qu'en temps de paix la Banque nationale avait eu pour tâche «de répondre aux besoins du commerce et de l'industrie, de faciliter le trafic des paiements et de soutenir la monnaie», la première de ses tâches pendant la guerre (qui provoqua l'effondrement des marchés d'exportation traditionnels de la Suisse) fut d'assurer du travail et de créer des emplois²². Au début de la guerre, la Banque avait rejeté l'idée de créer une *Darlehenskasse* (établissement du type de celui créé au même moment en Allemagne pour financer l'effort de guerre au moyen de prêts garantis par des bons de guerre). Hirter ayant toutefois affirmé qu'en cas de rejet la Banque aurait l'obligation de fournir elle-même les prestations que l'on attendait d'un tel établissement, la proposition fut finalement acceptée²³. Quelques mois après le début de la guerre, la BNS parlait d'elle-même comme d'une «banque de guerre», dont la tâche principale était d'escompter les bons du Trésor de la Confédération et les effets des Chemins de fer fédéraux. Dans une lettre adressée au Conseil fédéral, la Direction générale écrivit que la BNS était «la banque de guerre de l'Etat, au même titre que la *Reichsbank* ou la Banque de France»²⁴. Tout le monde convenait que cet état de choses répondait à l'urgence politique et militaire du moment et que la Banque nationale devait songer à renouer le plus rapidement possible avec ses anciennes activités de temps de paix et ne plus exercer les fonctions d'un établissement de crédit.

Le réescompte de ces effets du secteur public (rescriptions) représentait presque 32% du portefeuille de la BNS à la fin de 1914, 53% en 1915, 67% en 1916 et 71% en 1917. A la fin de 1918, il avait été ramené à 55%, dans un mouvement de retour au régime de temps de paix.

Pendant la Première Guerre mondiale, les signes d'inflation se multiplièrent en Suisse. A la fin des hostilités, le niveau général des prix atteignait plus du double de celui du début de la guerre. Le problème de la hausse des prix fut discuté pour la première fois en septembre 1915 au sein de la Direction générale. Au début de 1917, la Banque s'inquiétait des «proportions

21 BNS, procès-verbal de l'Assemblée générale (1909), 24 avril.

22 BNS, procès-verbal de l'Assemblée générale (1916), 15 avril.

23 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1914), 25 août, n° 870.

24 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1914), 15 octobre, n° 1112.

anormales» du renchérissement²⁵. Mais nul ne pensait qu'elle avait les moyens d'écarter cette nouvelle menace.

Aux yeux de la BNS, la cause première de cette inflation résidait dans l'augmentation des prix des principales importations, qui rendait nécessaire une augmentation de l'émission de billets²⁶. La *Reichsbank* allemande fit exactement la même analyse, affirmant que l'inflation résultait de l'important déséquilibre de la balance des paiements²⁷. De fait, les prix à l'importation avaient augmenté beaucoup plus fortement que ceux du commerce de gros et de détail. Rares étaient les indices d'un lien entre l'inflation et l'augmentation de l'émission de billets ou celle des billets émis en échange des rescriptions au moyen desquelles le gouvernement finançait ses besoins de défense dans une situation où la sécurité du pays paraissait fragile. Entre 1914 et 1918, la circulation des billets passa de 335 millions à 733 millions de francs, et le montant des rescriptions inscrites dans les livres de la Banque, de 58 millions à 312 millions de francs. On peut donc dire que les rescriptions représentaient la plus grande partie des billets de banque émis en plus. Pendant comme après la Première Guerre mondiale, le débat fut encore compliqué par le fait que quantité de billets de banque suisses circulaient à l'étranger et ne pouvaient donc être comptabilisés dans la masse monétaire telle qu'on l'entendait normalement. Au début des années vingt, la Banque nationale et la *Reichsbank* – qui était éminemment concernée par ce problème – estimaient à quelque 200 à 250 millions de francs (soit environ le quart des 1000 millions de francs émis au total) le montant des billets de banque suisses en circulation à l'étranger. On évaluait en outre à 100 millions de francs environ le montant des billets de banque thésaurisés en Suisse²⁸.

Il y avait une autre cause possible d'inflation: les achats d'or contre francs suisses effectués par la BNS, qui étaient venus accroître la circulation monétaire. La Banque nationale a reconnu que l'inflation avait été une conséquence de sa politique de l'or, et plus spécialement des importantes quantités d'or achetées à l'Allemagne et à ses alliés (1.7). Ce fut là l'une des principales

25 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1917), 10 mai, n° 344. Ruoss (1992), p. 100.

26 Hirter: «*Es darfeher die Konsequenz gezogen werden, dass die höheren Preise eine vermehrte Zirkulation notwendig machten.*», BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1916), 15 décembre, n° 889. Burckhardt: «*Den wesentlichsten Teil der Steigerung des Notenumlaufs erfordert die fortschreitende Preissteigerung der wichtigsten Importartikel der Schweiz.*», BNS, procès-verbal de l'Assemblée générale (1918), 6 avril. Ce point de vue est également soutenu dans les deux premiers ouvrages commémoratifs de la BNS, voir BNS (1932), pp. 136ss, et BNS (1957), p. 101.

27 Holtfrerich (1986).

28 BNS, procès-verbal de séance du Conseil de banque (1924), 19 janvier, p. 39 [version française].

raisons pour lesquelles, à la fin de 1916, alors que l'on désespérait de parvenir à freiner la hausse des prix, la Direction générale demanda que cessent les achats d'or²⁹. Le parallèle avec les Etats-Unis était étroit: en 1918, les réserves américaines dépassaient de 88% leur niveau de 1914, tandis que celles de la Suisse avaient augmenté de 104%. En 1918, l'inflation sévissait dans les deux pays: elle atteignait 19% aux Etats-Unis et 25% en Suisse³⁰.

La question de savoir si la politique des banques centrales avait été judicieuse donna lieu à une large controverse. La Banque nationale prit le parti de participer activement au débat public sur la question afin d'expliquer sa politique et de faire valoir son point de vue. En Suisse, le *Freiwirtschaftsbund* (mouvement franchiste), dont les adhérents, issus d'un milieu rural simple, étaient généralement considérés comme des ignares en économie, avait adopté une position que l'on pourrait qualifier de protomonétariste et reprochait à la Banque nationale sa politique d'expansion monétaire, responsable selon lui de l'inflation qui s'était développée pendant la guerre. Cette même thèse fut soutenue avec vigueur dans une série d'articles publiés par le quotidien *Der Bund* au printemps 1918 sous la signature de son rédacteur économique, Edmund Kellenberger, privat-docent à Berne; et la Banque nationale se mit elle-même dans l'embarras lorsque l'un de ses collaborateurs fit paraître de manière anonyme dans la *Neue Zürcher Zeitung* une réfutation tout sauf convaincante³¹. Kellenberger allait devenir l'un des grands théoriciens monétaires de la Suisse de l'entre-deux-guerres. Après 1919, ceux-là mêmes qui avaient reproché à la BNS d'être à l'origine de l'inflation la tinrent pour responsable de la déflation.

Au cours des années vingt, le *Freiwirtschaftsbund* invoqua les thèses de John Maynard Keynes, Gustav Cassel et Irving Fisher pour réclamer une indexation de la monnaie devant permettre d'assurer la stabilité des prix. La Banque nationale et ceux qui la défendaient ne cessèrent de répéter que, l'évolution de l'économie ayant pour caractéristique d'engendrer de nombreux mouvements des prix relatifs, les prix n'évoluaient pas selon un schéma uniforme et présentaient, dans une économie aussi variée et diversifiée que celle de la Suisse, des différences de comportement marquées. Qui plus est, comme l'expliqua longuement le président de la Direction générale, Gottlieb Bachmann, lors de l'Assemblée générale de 1928, une indexation de la monnaie ne manquerait pas de provoquer des fluctuations des cours de change

29 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1916), 15 décembre, n° 889.

30 Meltzer (2004), p. 83 et p. 91.

31 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1918), 17 juin, n° 465.

synonymes de difficultés pour un pays présentant, à l'instar de la Suisse, un taux élevé de participation au commerce et un haut niveau d'investissements étrangers³². De fait, on ne pensait pas à la BNS qu'une banque centrale fût en mesure d'influencer le niveau des prix. Le Secrétaire américain au Trésor Andrew Mellon résumait comme suit cet élément clé du credo des banques centrales: «Ni le Système de Réserve fédérale, ni aucune autre banque centrale ne peut contrôler les prix.»³³ Si l'on adopte ce point de vue, juguler l'inflation ne pouvait donc entrer dans les attributions d'une banque centrale. Un débat du même ordre se développa dans des circonstances similaires aux Etats-Unis. En 1926, une loi fut soumise au Congrès, qui visait à faire de la stabilité des prix l'un des objectifs du Système de Réserve fédérale. Cette dernière s'y opposa avec vigueur, Benjamin Strong, l'influent gouverneur de la Banque de Réserve fédérale de New York, subodorant une manœuvre visant à protéger les intérêts des milieux agricoles ou un mandat destiné à «régler la question des prix agricoles»³⁴.

Dans l'entre-deux-guerres, l'outil classique des banques centrales – la politique d'escompte – étant devenu d'un usage plus restreint, l'équilibre se modifia de plus en plus en faveur des opérations sur devises.

1.5 La politique monétaire

Aux yeux de ses dirigeants, la Banque nationale représentait en termes de politique monétaire un progrès considérable par rapport à l'ancien système des banques d'émission. Ces dernières avaient notamment l'habitude de mettre en circulation une partie importante (80 à 90%) de leur contingent de billets, si bien qu'à l'automne, période durant laquelle le marché intérieur était particulièrement tendu, elles se trouvaient dépourvues de réserves et obligées d'échanger les effets et chèques parisiens contre du numéraire, de l'or ou de l'argent métal à des taux qui les pénalisaient lourdement.

Au début, le grand avantage de la BNS par rapport aux anciennes banques d'émission résidait dans sa capacité à régulariser le marché de l'argent métal et à éviter ainsi les saignées qui asséchaient périodiquement l'offre de numéraire et faisaient disparaître les pièces d'argent nécessaires aux transactions courantes.

Contrairement à la plupart des lois régissant l'activité des banques centrales de l'ère de l'étalon-or, la loi sur la Banque nationale ne définissait pas

32 BNS, procès-verbal de l'Assemblée générale (1928), 3 mars.

33 Cité par Bachmann, dans BNS, procès-verbal de l'Assemblée générale (1928), 3 mars.

34 Meltzer (2004), p. 184.

l'unité monétaire par un poids spécifique d'or. La réforme monétaire de 1850–1852 rendit le franc suisse égal au franc français, qui avait été défini à l'origine par rapport à l'argent, les pièces d'or ne venant s'ajouter que plus tard. Au cours des années 1860 et 1870, les pièces suisses circulèrent de conserve avec celles des autres Etats membres de l'UML. Mais à partir de 1878, quand fut suspendue la frappe de la pièce de cinq francs, la plus grande des pièces d'argent, les pays de l'UML se retrouvèrent *de facto* sous le régime de l'étalon-or, et les petites pièces d'argent (50 centimes, un et deux francs) ne circulèrent plus que comme monnaie divisionnaire³⁵.

1.5.1 Les risques politiques

La politique d'escompte ne suivait pas de façon stricte les «règles du jeu» de l'étalon-or, en ce sens que les modifications du taux d'escompte ne reflétaient pas simplement les fluctuations des réserves. Pour contrôler les flux de métaux précieux, la Banque nationale faisait également appel à diverses opérations sur or, telles que des prêts sans intérêt accordés aux importateurs d'or. En outre, elle intervenait sur le marché en achetant de l'or à l'étranger, pour la plus grande partie à d'autres banques centrales. Dans certaines situations, par exemple au printemps de 1908 ou en septembre 1911 (durant la crise ouverte par les tensions diplomatiques entre la France et l'Allemagne au sujet du Maroc), ou à la fin de 1912 (en pleine crise des Balkans), elle vendait de l'or en Suisse ou à l'étranger, de façon à soutenir le franc et à éviter de se trouver dans l'obligation de relever son taux d'escompte. Les plus grands risques auxquels les marchés furent exposés durant la deuxième décennie du XX^e siècle étaient les crises politiques et la crainte, si un conflit majeur venait à éclater en Europe, que la convertibilité de l'or fût supprimée comme elle l'avait été lors de la Révolution française et des guerres napoléoniennes. Ainsi que le fit observer le spécialiste de l'histoire économique Knut Borchardt, «il n'y avait pas, durant la période qui précéda la guerre, de banque centrale pour croire la paix possible, et toutes s'attendaient à ce que les instruments de la politique monétaire soit utilisés comme arme politique»³⁶.

De fait, lorsque la Première Guerre mondiale éclata en 1914, le Conseil fédéral supprima la convertibilité-or et introduisit le cours forcé des billets de banque (autorisant également la mise en circulation de petites coupures). Le 28 juillet 1914, la Banque nationale annonça qu'elle romprait ses relations

35 Redish (2000), p. 173, p. 191 et p. 201. La loi de 1803 instituant en France le franc germinal stipulait: «5 grammes d'argent au titre de neuf dixièmes de fin constituent l'unité monétaire et son nom est le franc». Voir aussi Halbeisen et Müller (1998).

36 Borchardt (1976), p. 49.

commerciales avec toute entreprise se livrant à une exportation «spéculative» de monnaie métallique. Sa Direction générale reconnut toutefois au cours de la même réunion qu'une interdiction officielle des exportations serait contre-productive et ne ferait qu'aggraver le déclin des réserves³⁷.

1.5.2 *Le retour à l'or*

A la fin de la Première Guerre mondiale, la Banque nationale pratiqua une politique d'escompte plutôt restrictive. En octobre 1918, elle releva son taux d'un point, le portant à 5,5%, niveau alors le plus élevé de toutes les banques centrales. Sans doute agissait-elle ainsi en réaction aux accusations selon lesquelles elle aurait mené une politique inflationniste pendant la guerre et pour répondre à la création par le Département fédéral des finances (DFF), en mars 1919, d'une commission chargée de la révision de la loi sur la Banque, au sein de laquelle siégeait un représentant du *Freiwirtschaftsbund*³⁸. Elle se trouvait de surcroît en butte aux critiques sévères et continues du responsable du DFF, le conseiller fédéral Jean-Marie Musy. Le sentiment de sa vulnérabilité politique – à une forte représentation des milieux politiques au sein du Conseil et du Comité de banque s'ajoutait l'imminence du débat sur la révision de la loi sur la Banque – l'amena à faire sienne une théorie protomonétariste dont elle ne pensait aucun bien. Le meilleur moyen pour elle de s'affranchir de la pression politique était de revenir le plus rapidement possible aux cours de change fixes, ce qui supposait toutefois certains aménagements institutionnels, étant donné que l'ancien régime de changes fixes était fondé, pour la Suisse, sur l'UML et son «étalon-or boiteux». Or, la guerre et les fortes inflations qu'avaient connues la France et l'Italie avaient détruit cette base. La monnaie de référence était désormais le dollar des Etats-Unis. Au début de la guerre, le franc suisse s'était déprécié face au dollar, mais l'entrée en guerre des Etats-Unis (en avril 1917) avait entraîné un net recul de la monnaie américaine (voir graphique 1.3).

Le traumatisme économique de l'entre-deux-guerres trouva pour la plupart des régions du monde son point de départ dans les politiques monétaires mal inspirées du début des années vingt, qui eurent comme résultat pour l'Allemagne (et une grande partie de l'Europe centrale) une hyperinflation et, pour la France, une inflation incontrôlée qui persista jusqu'en 1926. L'inflation fut considérée en l'occurrence comme la conséquence d'une tentative malheureuse de calmer l'agitation ouvrière au prix de déficits budgétaires et

37 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1914), 28 juillet, n° 691.

38 Ruoss (1992), p. 126.

Graphique 1.3

Cours du dollar des Etats-Unis par rapport au franc suisse, de 1914 à 1925

Source: Global Financial Database.

de relèvements (nominaux) des salaires. Au Royaume-Uni et aux Etats-Unis où le risque de révolution était moins élevé, la volonté de renouer avec les certitudes d'avant-guerre fut à l'origine d'un rééquilibrage budgétaire draconien et d'un resserrement monétaire qui eurent pour conséquence une grave récession au cours des années 1920 et 1921. La Suisse échappa à ces deux extrêmes, et la politique monétaire suivie par la Banque nationale au début des années vingt fut généralement bien acceptée. Etait-ce le fruit du hasard, le résultat d'une politique économique avisée ou le fait d'avoir retenu la leçon que de brusques modifications du taux d'escompte ne sont ni politiquement ni économiquement payantes? Pour partie, le succès de la politique économique suisse résultait d'une situation budgétaire moins difficile, l'endettement public n'y atteignant pas les proportions considérables, et potentiellement inflationnistes, qui étaient les siennes dans les pays qui avaient été en guerre. Par contre, la situation y était très tendue sur le front social. Une grève générale éclata en novembre 1918, dans laquelle certains voulurent voir les prémices d'une guerre civile.

La Banque nationale réduisit rapidement le montant des rescriptions de la Confédération qu'elle détenait en portefeuille. Elle sut éviter les modifications de forte amplitude des taux d'intérêt auxquelles la Banque d'Angleterre et la Réserve fédérale eurent recours après la guerre pour casser l'inflation. Au mois d'août 1919, elle ramena son taux d'escompte à 5%, l'abaisse de nouveau en 1921 et en 1922, de sorte qu'il s'inscrivait à 3% en août 1922. Le pays connut

alors une baisse rapide du niveau général des prix. L'indice des prix à la consommation (IPC) baissa de 10,6% en 1921 et de 18,2% en 1922. Il en résulta un net fléchissement de la conjoncture, le PIB réel chutant plus lourdement encore que ce ne sera le cas une décennie plus tard, lors de la Grande dépression (−5,6% en 1921, +1,6% en 1922, contre −2,5% en 1931 et −2,8% en 1932). Le nombre de chômeurs (58 000 en 1921 et 67 000 en 1922, soit respectivement 3,1% et 3,5% de la population active) ne fut plus dépassé jusqu'en 1933. L'effondrement de l'activité fut bien plus grave encore au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, où l'indice des prix de gros tomba de 37% entre 1920 et 1921, celui de la production industrielle de 23% et le PIB réel de 20%, alors que le taux de chômage y atteignait 12% de la population active en 1921³⁹.

Durant la période de baisse des taux d'intérêt, soit entre 1919 et 1921, le franc suisse s'affaiblit de nouveau face au dollar, mais se raffermi en 1922 au point d'approcher sa parité-or d'avant-guerre. Après un nouvel accès de faiblesse en 1923, il se reprit fortement en 1924, à la suite de l'émission par la Confédération d'un gros emprunt aux Etats-Unis et de ventes d'or de la part de la BNS⁴⁰.

Il ne faisait plus aucun doute désormais que la BNS, à laquelle Musy reprochait de ne s'y être pas résolue plus tôt, cherchait un moyen de renouer avec le régime des changes fixes. A la fin de 1924, la Direction générale déclara qu'«une balance des paiements favorable et une gestion saine des finances publiques sont les garants les plus sûrs de la stabilité de notre monnaie nationale»⁴¹. En conséquence de quoi la Banque nationale décida d'intervenir sur le marché de manière à assurer la stabilité du cours du dollar, mais en s'abstenant de toute déclaration formelle quant à un retour sous quelque forme que ce soit à l'étalon-or. Elle devançait ainsi le mouvement général qui se dessinait en faveur d'une stabilisation des cours de change et que scella en avril 1925 le retour de la livre sterling à sa parité d'avant-guerre, soit 4,86 dollars des Etats-Unis. A partir de 1924, la Banque nationale se conforma *de facto* à un régime de changes fixes, avec un objectif de change pour le dollar. Ce n'est qu'en 1929 que furent jetées les bases légales d'un véritable étalon-or, la nouvelle loi sur la Banque nationale définissant pour la première fois le franc suisse par un poids d'or déterminé. A l'instar de la plupart des pays qui renouèrent avec un étalon-or théorique au cours des années vingt, la Suisse évita une trop forte circulation de pièces d'or, objet de sévères mises en garde en provenance de

39 Meltzer (2004), pp. 109–111.

40 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1924), 23 septembre, n° 772.

41 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1924), 12 décembre, n° 981.

l'étranger où l'on faisait valoir qu'une circulation massive de monnaie métallique constituerait, pour reprendre l'expression de Montagu Norman, le gouverneur de la Banque d'Angleterre, «une mesure très rétrograde»⁴². Le passage, en 1929, à un étalon-or formel ne remit guère en question la politique monétaire de la BNS et eut sans doute essentiellement pour motif le fait que si la Suisse voulait prétendre à un rôle dirigeant au sein de la Banque des Règlements Internationaux (BRI) alors en gestation – le Conseil fédéral espérait que la Suisse abriterait le siège de cette institution –, il fallait que la Banque nationale suive une politique qui soit en harmonie avec celle des autres banques centrales importantes et adopte les règles de l'étalon de change-or⁴³.

1.5.3 *La coopération monétaire internationale et l'étalon de change-or*

Au début des années vingt, la Banque nationale se trouva soumise à des pressions importantes de la part du Conseil fédéral. L'un des moyens que les banques centrales imaginèrent à cette époque pour échapper à ce type de pressions fut de mettre en avant la nécessité d'une coopération entre instituts d'émission. Comme l'expliquait Montagu Norman, une «aide extérieure» pouvait permettre à une banque centrale de renforcer sa position et «d'enquiquiner, même publiquement, son gouvernement»⁴⁴. Séduits par l'idée de Norman, certains membres de la Direction générale précisèrent les raisons pour lesquelles une coopération monétaire internationale leur paraissait souhaitable, mais ils ne réussirent jamais à convaincre ni le Comité ni le Conseil de banque. Si Norman et ses admirateurs estimaient qu'une telle coopération était plus nécessaire que jamais, c'est que le caractère même du système monétaire international avait changé, que le stock d'or avait diminué et que des monnaies importantes avaient remplacé l'or dans les réserves des banques centrales, conformément à un système connu depuis lors sous le nom d'étalon de change-or.

En 1928, le président de la Direction générale, Gottlieb Bachmann, qualifia l'étalon de change-or de «monnaie manipulée sur la base de l'or par des devises-or»⁴⁵. Ce système comportait un risque majeur, à savoir que l'un des émetteurs de monnaie de réserve mollisse dans son attachement à l'étalon-or. Au début de 1931, Bachmann expliqua au Comité de banque que la Banque nationale avait accumulé malgré elle un volumineux portefeuille de devises⁴⁶

42 Banque d'Angleterre, Norman à Bachmann (1929).

43 BNS (1932), p. 253.

44 Cité dans James (2001), p. 36.

45 BNS, procès-verbal de l'Assemblée générale (1928), 3 mars.

46 BNS, procès-verbal de séance du Comité de banque (1931), 22 janvier, p. 19.

qu'elle allait s'efforcer de réduire. De 14% en 1923, la part de ses réserves de devises avait passé à 33,1% à la fin de 1930. Ernst Weber, chef du 3^e département (Opérations bancaires), avait attiré l'attention sur la nervosité des «milieux financiers anglais quant à cette situation»⁴⁷. A la mi-juillet 1931, l'Allemagne étant paralysée par une crise financière et bancaire, la Direction générale envisagea de ne plus procéder à des achats illimités de livres sterling⁴⁸. Le 20 août, la Banque d'Angleterre vendit pour 332 000 livres sterling d'or à la BNS, et cette dernière autorisa, le 7 septembre, une nouvelle vente pour 500 000 livres sterling. Dans la correspondance et les discussions qu'elle eut à ce sujet avec la Banque d'Angleterre, la Banque nationale, un peu embarrassée, allégua que la majeure partie des ventes de livres sterling étaient le fait du secteur privé et qu'elle était pratiquement le seul acheteur sur le marché⁴⁹. De fait, la BNS parvint la plupart du temps à réduire discrètement ses réserves de livres sterling. Les ventes terminées, le président de la Direction générale adressa même une lettre au gouverneur de la Banque d'Angleterre – qui ne parvint sans doute à ce dernier qu'après la dévaluation de la monnaie britannique – dans laquelle il justifiait les ventes de livres sterling par la nécessité d'observer les dispositions suisses en matière d'or, ajoutant cyniquement qu'il pensait avoir agi dans l'intérêt d'une coopération étroite entre les banques centrales⁵⁰. Quand finalement, le 21 septembre, la Banque d'Angleterre décida de rompre avec la parité-or, la Banque nationale ne comptait plus dans ses réserves qu'une quantité insignifiante de livres sterling (alors que la banque centrale néerlandaise avait pour sa part subi de très lourdes pertes). Peu après le dénouement de la crise au Royaume-Uni, la Direction générale donna l'ordre de vendre des dollars des Etats-Unis, la monnaie américaine étant devenue à son tour la cible la plus vraisemblable d'attaques spéculatives⁵¹. Au début du mois d'octobre, la Banque nationale décida de se défaire également d'une partie des réserves qu'elle détenait en francs français⁵². Au cours de l'année 1931, la BNS avait abandonné l'étalon de change-or pour renouer avec ce qui était, pratiquement, un étalon-or classique⁵³. Au début de ce mois de septembre fatidique, Bachmann avait rassuré le Conseil de banque en ces termes: «La BNS est vraisemblablement de toutes les banques centrales

47 BNS, procès-verbal de séance du Comité de banque (1931), 22 janvier p.30.

48 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1931), 15 juillet, n° 587.

49 Banque d'Angleterre, entretien avec Weber (1931).

50 Banque d'Angleterre, Bachmann à Siepmann (1931).

51 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1931), 5 octobre, n° 807, et 8 octobre, n° 819.

52 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1931), 8 octobre, n° 819.

53 BNS, crise, économie et banques (1932).

celle qui a été la plus attentive à accroître son encaisse-or.⁵⁴ A la fin de l'année 1931, la part des devises ne représentait plus que 4,4% du total des réserves (voir graphique 1.2).

1.5.4 La controverse sur la dévaluation⁵⁵

La Suisse demeura fidèle à l'étalon de change-or aussi longtemps que les autres pays européens, quand bien même le prix à payer en fut de plus en plus élevé. En 1936, elle faisait encore partie du «bloc-or», en compagnie de la France et des Pays-Bas. D'autres pays empruntèrent des voies différentes. Lorsque, en septembre 1931, le Royaume-Uni abandonna l'étalon-or, de nombreux pays de l'Empire britannique l'imitèrent, de même que certains pays scandinaves et quelques pays d'Amérique latine. A partir de l'été 1931, l'Allemagne et d'autres pays d'Europe centrale (l'Autriche et la Hongrie notamment) introduisirent un contrôle des changes de plus en plus strict, qui violait le principe de la convertibilité propre à l'étalon-or. Les Etats-Unis abandonnèrent ce régime en avril 1933, suivis par plusieurs pays d'Amérique latine. La différence essentielle entre les participants au bloc-or et les autres économies résidait dans la dynamique de la reprise économique, la production et le revenu des premiers stagnant durant les années trente (voir graphique 1.4).

La décision de maintenir la parité-or ne fut pas le fait de la Banque nationale, laquelle semblait toutefois s'être ralliée au consensus politique qui régnait en la matière. Une grande partie de la littérature moderne a tenté d'expliquer les raisons pour lesquelles la Suisse (de même que les deux autres pays du bloc-or, la France et les Pays-Bas) demeurèrent fidèles jusqu'au bout à l'étalon-or⁵⁶. Ce choix visait-il à préserver les intérêts du secteur financier helvétique, comme on l'affirma d'abord par analogie avec le Royaume-Uni où le retour vers le milieu des années vingt à une parité-or surévaluée avait été dicté par les intérêts de la City⁵⁷? Des auteurs plus récents ont tenté de l'expliquer plutôt par des facteurs psychologiques, tels que l'attachement à l'orthodoxie de l'étalon-or⁵⁸ ou au prétendu «mythe du franc suisse»⁵⁹.

En Suisse, la discussion publique au sujet du régime de change tourna essentiellement, au cours de la Grande dépression, autour de la question du

54 BNS, procès-verbal de séances du Comité de banque (1931), 4/5 septembre, p. 218.

55 Cette section est basée sur des recherches effectuées en collaboration avec Thomas Helbling, du FMI.

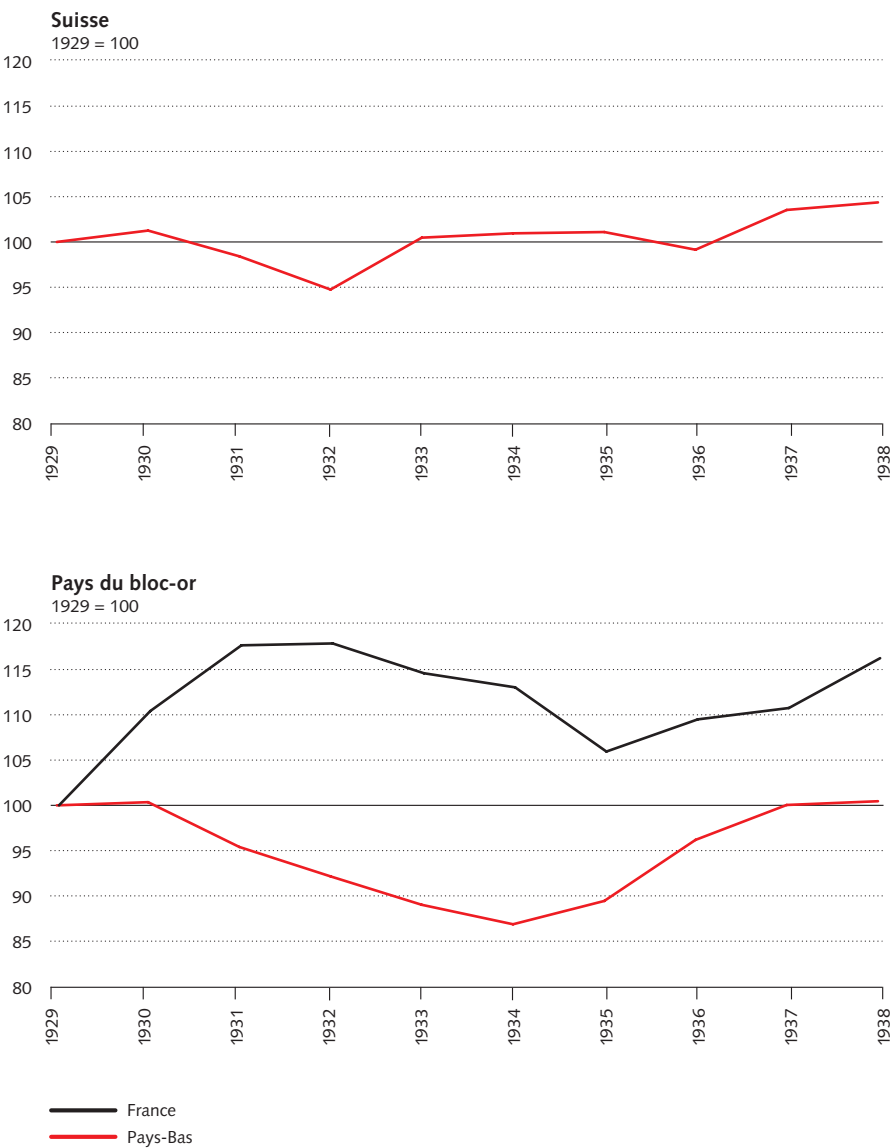
56 Eichengreen et Sachs (1985).

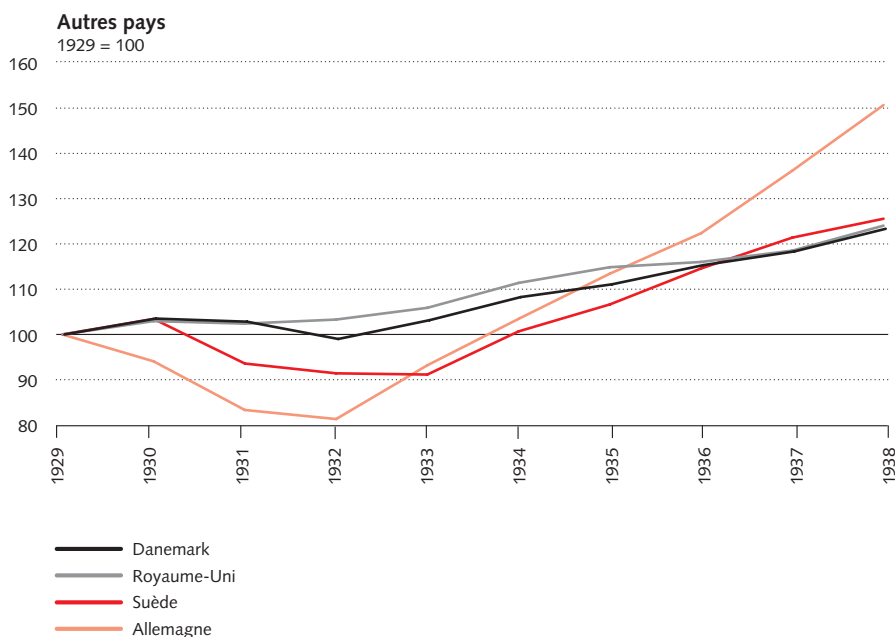
57 Arlettaz (1982).

58 Baumann et Halbeisen (1999), ainsi que l'interprétation générale d'Eichengreen et Temin (2000).

59 Tanner (2000).

Graphique 1.4
PIB réel dans les années trente





Source: Bordo *et al.* (2001).

commerce extérieur. Elle fut toutefois compliquée par l'existence de pratiques commerciales qui s'éloignaient nettement du débat classique sur les conditions de l'ajustement sous le régime de l'étalon-or. Un degré élevé de protectionnisme, l'existence de quotas et un contrôle des changes très étendu rendaient difficile l'appréciation de l'impact des changements de politique monétaire sur le commerce. On pensait que le maintien d'un franc de plus en plus surévalué pénalisait les exportations suisses et pesait sur l'emploi. Or, curieusement, les plus grands exportateurs suisses de l'époque, à savoir CIBA pour les produits pharmaceutiques et la chimie, Brown Boveri et Sulzer pour l'industrie des machines, de même que la très puissante Union suisse du commerce et de l'industrie, s'opposaient publiquement à toute idée de dévaluation⁶⁰. Etant donné que d'importants partenaires commerciaux de la Suisse faisaient partie du bloc-or (en Europe occidentale) ou étaient soumis au contrôle des changes (en Europe centrale), un changement de parité, disait-on dans ces milieux, ne mènerait qu'à une hausse des prix des importations

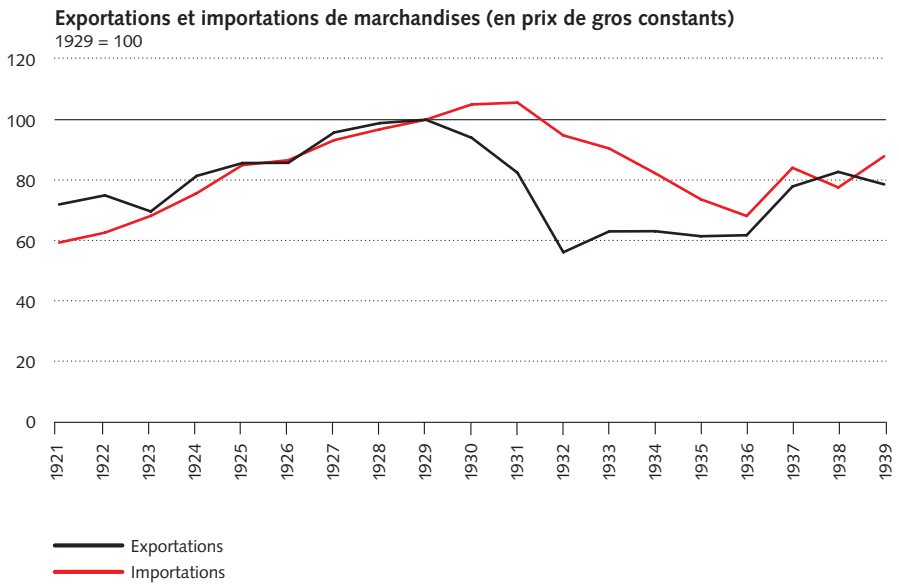
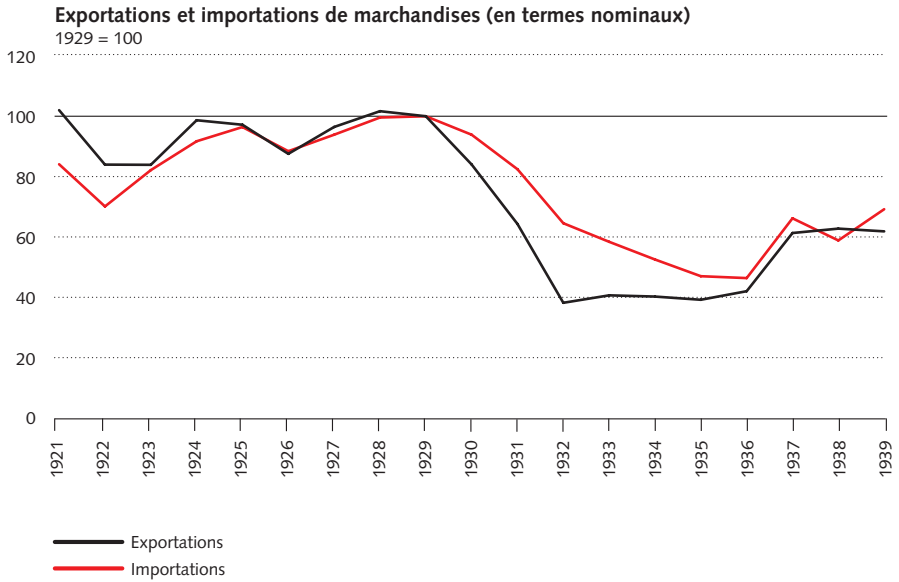
⁶⁰ Müller (2002).

de marchandises et de matières premières, et le renchérissement des produits alimentaires importés susciterait des demandes de relèvement des salaires. Certaines considérations sur la nature des marchés d'exportation pesaient également d'un poids considérable. Les principaux exportateurs helvétiques ne s'adressaient pas au marché, très sensible aux prix, des produits de masse, mais se concentraient sur des créneaux spécialisés, où la demande se caractérisait par une forte inélasticité des prix. En outre, depuis 1931, le commerce avec l'Europe centrale était organisé sur une base bilatérale, des accords de clearing ayant été conclus avec douze pays ayant instauré un contrôle des changes, dont l'Allemagne. Les cours de change prévus dans ces accords ayant été fixés de manière artificielle, un changement de la parité du franc suisse par rapport à l'or n'aurait eu qu'un effet insignifiant sur le volume des échanges. Paradoxalement, les milieux qu'il n'eût pas été étonnant de voir exiger du gouvernement une politique différente prirent clairement parti pour le statu quo, affirmant qu'une dévaluation risquait d'exercer un effet dépresseur sur l'activité économique plutôt que de favoriser son expansion. Rares étaient les hommes d'affaires qui, fût-ce en privé, s'avançaient à reconnaître l'évidence, à savoir que l'économie suisse aurait tout à gagner d'une «monnaie manipulée»⁶¹.

Les effets de la Grande dépression se firent nettement sentir sur les échanges extérieurs de la Suisse. Entre 1930 et 1933, le déficit de la balance commerciale se creusa en termes aussi bien nominaux que réels. Il se réduisit par la suite avec le redressement des exportations consécutif à la reprise économique aux Etats-Unis et dans d'autres pays (voir graphique 1.5). Le commerce extérieur helvétique présentait une asymétrie de structure et d'orientation entre les exportations et les importations. Ainsi, la Suisse exportait surtout des produits finis et importait avant tout des produits alimentaires et des matières premières; et si l'on prend pour base la période allant de 1925 à 1929 qui précéda la grande crise, les importations provenaient en bonne partie des pays du bloc-or, tandis que les exportations à destination des pays du bloc-sterling ainsi que des autres régions du monde représentaient une part relativement importante du total. Durant la période de crise de 1930 à 1935, les exportations vers les pays du bloc-sterling comme vers ceux du bloc-dollar enregistrèrent un sévère recul, alors que les importations furent moins affectées. Les chiffres nominaux peuvent toutefois, par le biais d'effets de prix, masquer des croissances en volume. Il convient donc d'être prudent et de prendre également en considération le volume des échanges. En volume, les importations

61 Halbeisen (2005), l'exemple de l'entreprise Saurer, à Arbon.

Graphique 1.5
Evolution du commerce extérieur de la Suisse



Source: Statistique historique de la Suisse (1996).

provenant des pays du bloc-or (dont certains, telle la France, avaient institué des régimes de quotas étendus) et de l'Allemagne (dont la monnaie se revalorisait en termes réels par rapport au franc suisse) avaient diminué, tandis que celles en provenance des pays du bloc-sterling, du bloc-dollar et des autres régions du monde restaient bien soutenues (voir graphiques 1.6 et 1.7).

D'importants flux nets de devises résultaient également des exportations de services (avant tout d'assurance) et d'entrées considérables de capitaux (1.6). Durant les années trente, un écart substantiel se creusa entre l'évolution des réserves monétaires (or et devises) et celle de la balance commerciale, constamment déficitaire (voir graphique 1.8). Les cours de change bilatéraux reflétaient de manière très claire le maintien de la parité-or du franc, alors que les principaux partenaires commerciaux de la Suisse dévaluaient leur monnaie ou contrôlaient les changes. En termes réels, le franc se revalorisa par rapport à la livre sterling et au dollar des Etats-Unis; il s'apprécia également par rapport au franc français, la baisse des prix étant plus marquée en France (voir graphique 1.9).

Pour évaluer les choix de politique qui se présentent, on recourt à une procédure en deux étapes⁶². La première repose sur une simulation au moyen d'un modèle de McCallum-Nelson modifié, en l'occurrence un macromodèle d'une petite économie ouverte⁶³. A la différence de ses versions modernes dans lesquelles l'ancre nominale est normalement définie par des règles régissant le taux d'intérêt, ce modèle comporte un mécanisme d'ajustement monétaire rattaché à l'étalon-or. Les simulations de politique sont ensuite conduites au moyen d'un macromodèle élargi, incluant les flux de capitaux et le secteur bancaire. Finalement, le modèle est étendu aux échanges commerciaux avec plusieurs partenaires, les variables relatives aux pays partenaires étant exogènes.

Dans une seconde étape, le modèle est appliqué à différents scénarios, dont deux scénarios contrefactuels de dévaluation qui sont analysés ici.

Scénario sterling: On suppose que, la Banque d'Angleterre ayant abandonné l'étalon-or, la Banque nationale y renonce à son tour, de manière inattendue, au profit d'un rattachement du franc à la livre sterling. Pour simplifier, ce scénario considère que la relation de change entre la livre sterling et le franc est restée, pendant toute l'année 1938, à son niveau moyen de 1931. Les relations de change avec les autres monnaies (franc français, *Reichsmark* et

62 Voir l'annexe I, basée sur des travaux effectués en collaboration avec Thomas Helbling, du FMI.

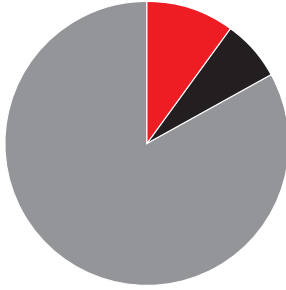
63 McCallum et Nelson (2001).

Graphique 1.6

Structure du commerce extérieur de la Suisse, de 1925 à 1929

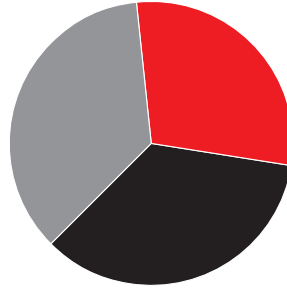
Moyennes annuelles, en pour-cent du total

Exportations selon la catégorie



■ 10% Produits alimentaires
 ■ 7% Matières premières
 ■ 83% Produits finis

Importations selon la catégorie



■ 29% Produits alimentaires
 ■ 35% Matières premières
 ■ 36% Produits finis

Exportations selon la destination



■ 17% Allemagne
 ■ 12% Bloc-or
 ■ 19% Bloc-sterling
 ■ 17% Bloc-dollar
 ■ 35% Autres

Importations selon la provenance

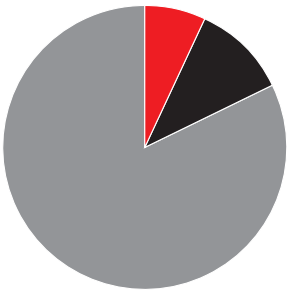


■ 21% Allemagne
 ■ 24% Bloc-or
 ■ 9% Bloc-sterling
 ■ 17% Bloc-dollar
 ■ 29% Autres

Sources: Statistique historique de la Suisse (1996). Annuaire statistique de la Suisse (diverses années).

Graphique 1.7
Structure du commerce extérieur de la Suisse, en 1934 et 1935
Moyennes annuelles, en pour-cent du total

Exportations selon la catégorie



- 7% Produits alimentaires
- 11% Matières premières
- 82% Produits finis

Importations selon la catégorie



- 25% Produits alimentaires
- 32% Matières premières
- 43% Produits finis

Exportations selon la destination



- 21% Allemagne
- 20% Bloc-or
- 13% Bloc-sterling
- 11% Bloc-dollar
- 35% Autres

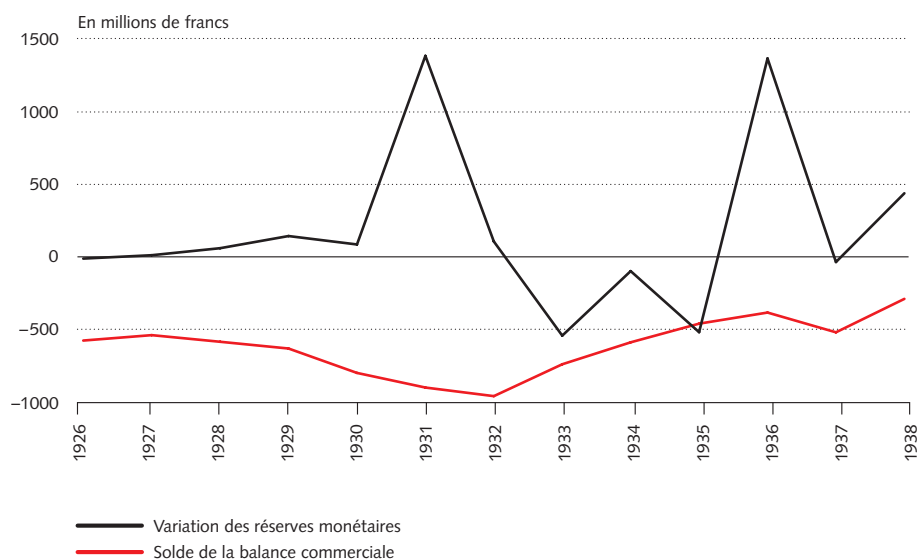
Importations selon la provenance



- 27% Allemagne
- 22% Bloc-or
- 8% Bloc-sterling
- 13% Bloc-dollar
- 30% Autres

Sources: Statistique historique de la Suisse (1996). Annuaire statistique de la Suisse (diverses années).

Graphique 1.8
Réerves monétaires et balance commerciale



Source: Statistique historique de la Suisse (1996).

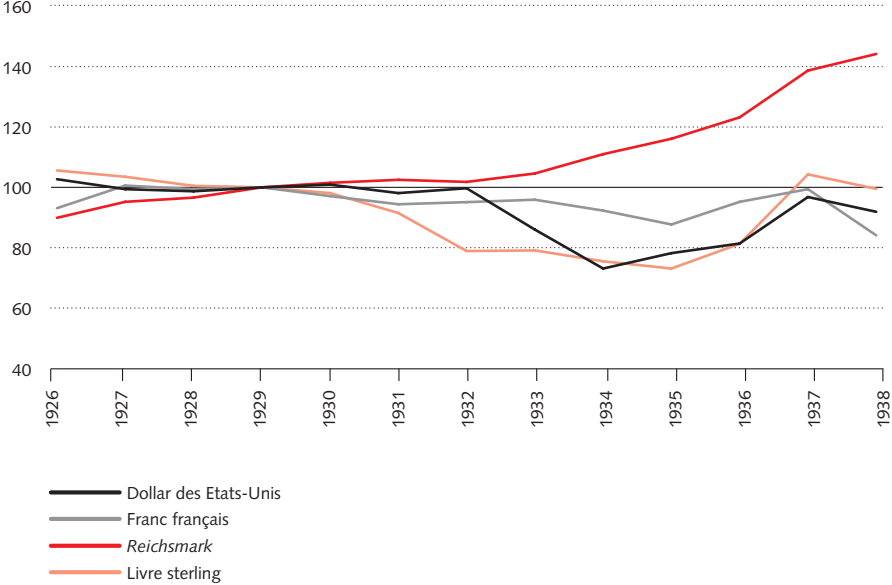
dollar des Etats-Unis) ont été calculées sur la base des cours croisés (*cross-rates*) alors en vigueur.

Scénario dollar: On suppose que, les Etats-Unis ayant abandonné l'étalon-or, la Banque nationale y renonce à son tour, de manière inattendue, au profit d'un rattachement du franc au dollar. Pour simplifier, ce scénario considère que la relation de change entre le dollar et le franc est restée, pendant toute l'année 1938, à son niveau moyen de 1932. Les relations de change avec les autres monnaies (franc français, *Reichsmark* et livre sterling) ont été calculées sur la base des cours croisés alors en vigueur.

Ces simulations contrefactuelles reposent sur l'hypothèse fondamentale que le changement de politique monétaire fut inattendu, et la nouvelle politique jugée crédible et durable par les opérateurs sur les marchés. Elles font clairement apparaître qu'une dévaluation décidée plus tôt aurait stimulé la production et accéléré le passage de la déflation à l'inflation (le graphique 1.10 montre les écarts par rapport au niveau des prix, et non l'inflation). Un rattachement à la livre aurait atténué la récession, alors qu'un rattachement au dollar aurait eu un effet procyclique en amplifiant la reprise induite par le retournement conjoncturel intervenu aux Etats-Unis en 1933.

Graphique 1.9
Cours de change réels bilatéraux

Francs suisses par unité de monnaie étrangère, sur la base de l'indice des prix de gros
1929 = indice 100



Sources: Statistique historique de la Suisse (1996). Mitchell (1976). Calculs effectués par les auteurs.

La Suisse profita de substantielles entrées nettes de devises et d'or, dont certaines semblent avoir correspondu à des afflux de capitaux. Une dévaluation décidée plus tôt aurait pu freiner ces mouvements. A supposer que la Banque nationale se soit abstenue de stériliser ses interventions sur les marchés des changes, il en aurait résulté une réduction des afflux de capitaux qui, par le jeu du mécanisme de l'étalon-or, eût amoindri les effets bénéfiques d'une telle dévaluation. La diminution des entrées nettes aurait restreint la croissance de l'offre de monnaie et entraîné dans son sillage une hausse des taux d'intérêt dont se serait ressentie la demande intérieure.

Le graphique 1.11 reprend les données du graphique 1.10 en y ajoutant les effets d'une simulation contrefactuelle avec un rattachement au dollar, qui tient compte du fait que les entrées nettes d'or et de devises auraient été inférieures de 50% à partir de 1933. Les résultats montrent que les effets positifs de la dévaluation seraient moindres, sans être pour autant négligeables.

Une analyse de la robustesse des résultats tend à prouver que seule une combinaison de très basses élasticités-prix de la demande d'exportations et d'un impact fortement négatif sur les autres entrées de devises et d'or aurait

pu atténuer les effets bénéfiques d'une dévaluation décidée plus tôt, au point de la rendre contreproductive.

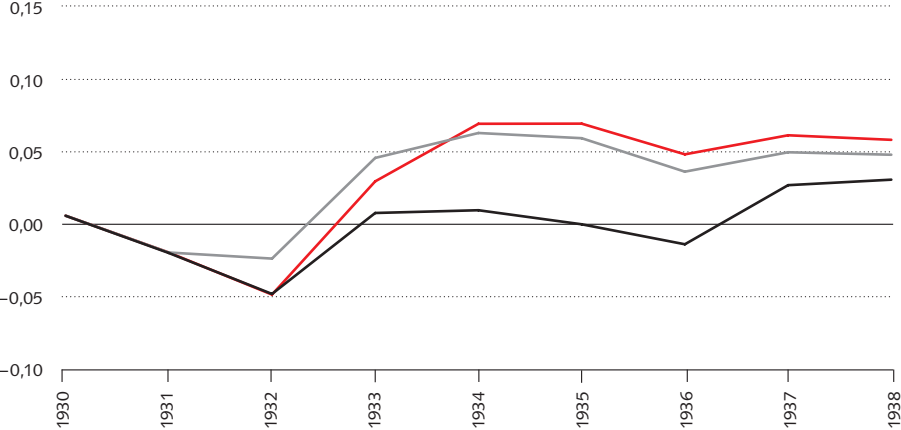
Il semble peu probable, aujourd'hui comme hier, qu'un changement de régime monétaire eût été de nature à entraîner des conséquences catastrophiques pour la Suisse et son système bancaire. La littérature récente sur l'étalon-or et son coût analyse les effets de ce système sur la stabilité du secteur financier. Si l'on en a beaucoup moins parlé à l'époque que des aspects commerciaux, c'est notamment par crainte que la moindre allusion publique à une possible instabilité du secteur bancaire suisse ne déclenche un mouvement de panique et n'ouvre une crise de confiance générale⁶⁴. Le maintien de l'étalon-or provoqua tout d'abord de très importantes entrées de capitaux (*hot money*). Mais il fit également apparaître un risque potentiel d'attaques spéculatives contre le franc dans le cas où des sorties de fonds se seraient produites. L'éventualité que le mouvement de fuite des capitaux s'inverse représentait à cet égard une double menace: pour les banques dans lesquelles ces capitaux étaient déposés, d'une part, et pour la Banque nationale, qui se serait trouvée en fin de compte dans l'obligation de céder des devises contre des francs, d'autre part. Face à une telle situation, l'attitude la plus évidente consistait à affirmer qu'il était hors de question pour la Banque nationale de toucher à la parité du franc. De fait, durant la période qui suivit immédiatement la crise de la livre en septembre 1931, le franc suisse sembla relativement stable, et la plupart des attaques spéculatives dirigées contre les derniers bastions de l'étalon-or prirent pour cible les Etats-Unis et la France. Toutefois, il devenait de plus en plus évident que la masse de capitaux à court terme qui avaient été déposés en Suisse durant les années de crise n'était pas nécessairement attachée au système financier helvétique et pouvait refluer vers d'autres horizons, entraînant une crise bancaire et monétaire identique à celle qui avait provoqué l'effondrement de l'Europe centrale en 1931. De telles sorties de capitaux auraient pu avoir pour origine des préoccupations liées à la sécurité ou à la situation politique de l'Europe et aussi, bien entendu, à la stabilité et à la crédibilité de la politique suisse. Les responsables de la politique monétaire mesuraient le dilemme qui était le leur: la situation devenait de plus en plus précaire, mais toute initiative de leur part risquait d'être plus déstabilisatrice encore.

Un document interne de la BNS, rédigé peu après la crise britannique, expose clairement les raisons qu'il y avait de résister aux pressions qui s'exerçaient en faveur d'une dévaluation. Dévaluer, affirmaient ses auteurs, ne ferait qu'augmenter le coût des importations et conduirait à une hausse générale des

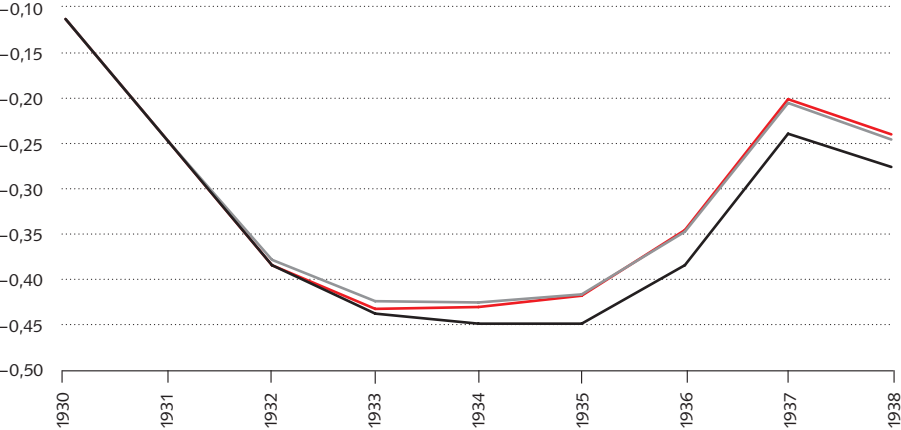
64 Bernanke et James (1991).

Graphique 1.10
Simulations contrefactuelles: données de base

Production
Ecart par rapport à 1929 (variable en logarithme)



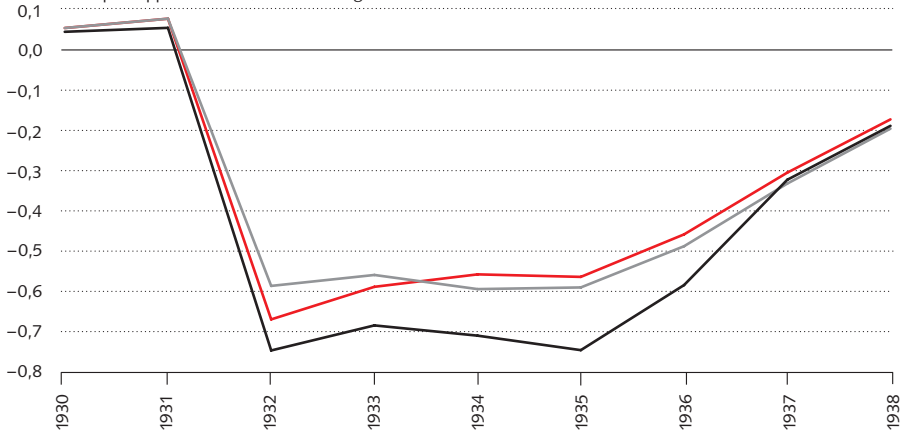
Prix
Ecart par rapport à 1929 (variable en logarithme)



- Evolution effective
- Simulation contrefactuelle avec le franc rattaché à la livre
- Simulation contrefactuelle avec le franc rattaché au dollar

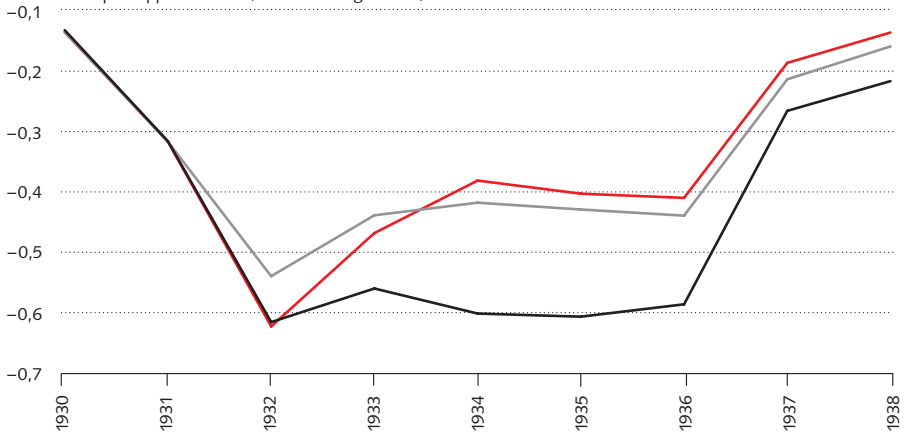
Exportations vers le bloc-sterling

Ecart par rapport à 1929 (variable en logarithme)



Exportations vers le bloc-dollar

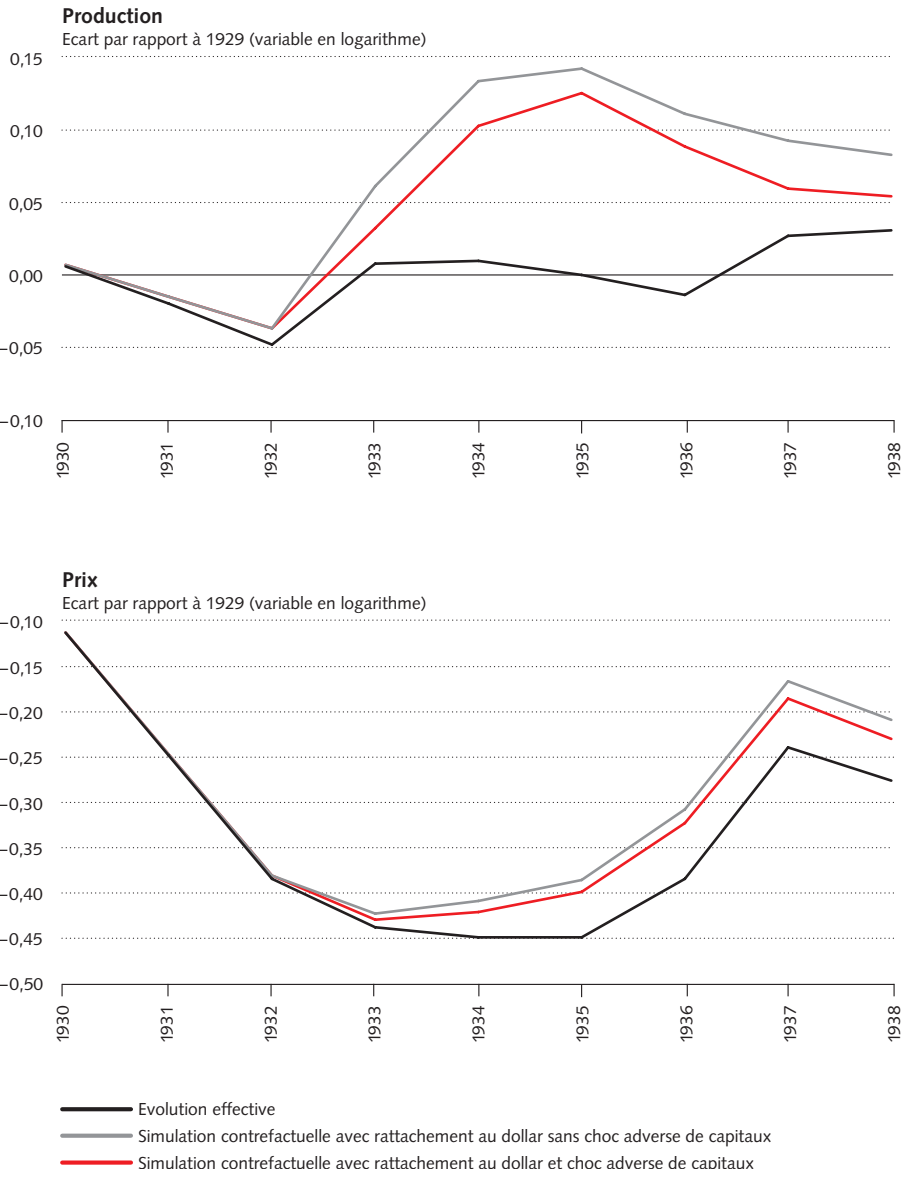
Ecart par rapport à 1929 (variable en logarithme)



- Evolution effective
- Simulation contrefactuelle avec le franc rattaché à la livre
- Simulation contrefactuelle avec le franc rattaché au dollar

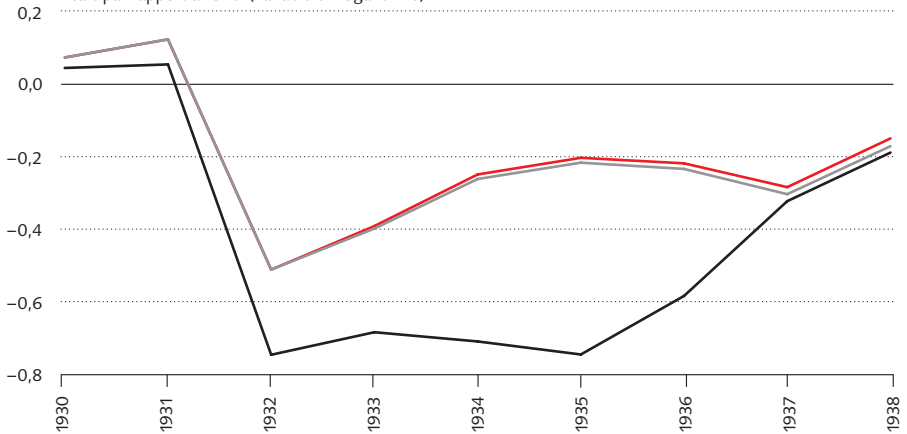
Sources: Statistique historique de la Suisse (1996). Calculs effectués par les auteurs.

Graphique 1.11
Simulations contrefactuelles avec des élasticités estimées de la demande d'exportation et d'importation et choc adverse de flux de capitaux



Exportations vers le bloc-sterling

Ecart par rapport à 1929 (variable en logarithme)

**Exportations vers le bloc-dollar**

Ecart par rapport à 1929 (variable en logarithme)



— Evolution effective

— Simulation contrefactuelle avec rattachement au dollar sans choc adverse de capitaux

— Simulation contrefactuelle avec rattachement au dollar et choc adverse de capitaux

Sources: Statistique historique de la Suisse (1996). Calculs effectués par les auteurs.

prix, infligeant «à ce pays de rentiers à épargne élevée qu'est la Suisse des dommages énormes que ne contrebalancerait en rien, à supposer qu'elle se produise avec le temps, l'amélioration de l'emploi industriel»⁶⁵.

Face à ce dilemme, la Banque nationale modifia nettement sa stratégie de défense du franc au cours des cinq années suivantes, et la vulnérabilité du système bancaire suisse apparut alors plus clairement. Les responsables de la politique monétaire avaient toutefois les mains liées, en ce sens que si un changement de stratégie eût été souhaitable pour surmonter une dépression, seule une situation de crise aurait permis de le justifier et de l'expliquer sur le plan politique. Aussi la Suisse, tout comme les Pays-Bas, resta-t-elle fidèle à l'étalon-or jusqu'à ce qu'une «crise» évidente crée, avec l'arrivée au pouvoir du Front populaire en France en 1936, la possibilité de recourir à des mesures exceptionnelles.

La controverse au sujet du régime monétaire devint, en Suisse comme dans le reste de l'Europe, un enjeu hautement politisé, dont s'empara notamment l'initiative de crise. Lancée par les syndicats et le parti socialiste, prônant un large programme de création d'emplois qui aurait pu engendrer certaines incertitudes quant à l'évolution du franc, elle fut rejetée le 2 juin 1935 en votation populaire. L'échec de l'initiative de crise mit fin aux pressions spéculatives auxquelles le franc suisse était en butte. Plusieurs économistes suisses préconisaient une politique du crédit plus audacieuse. Eugen Böhler, professeur à l'Ecole polytechnique fédérale de Zurich, et Paul Keller (St-Gall) notamment présentèrent des mesures en vue de lutter contre les crises économiques et susceptibles à leurs yeux de constituer un «programme positif pour la Suisse». Analysant le pour et le contre d'une dévaluation, ils fournirent des exemples de résultats macroéconomiques favorables empruntés à des pays qui avaient abandonné l'étalon-or au début des années trente, sans aller toutefois jusqu'à recommander que la Suisse en fasse autant⁶⁶. Mais la question de la pérennité des parités fixes se serait également posée en présence d'une politique monétaire expansionniste. La Banque nationale hésitait à entrer dans cette voie, affirmant qu'un accroissement du crédit ne créerait que l'illusion d'un boom⁶⁷. Pour la gauche qui, jusqu'à l'échec de l'initiative de crise, avait éludé la question, la dévaluation devint par la suite une option envisageable.

Certains critiques de la politique officielle réclamaient davantage qu'une expansion du crédit et plaidaient également en faveur d'une modification du

65 BNS, crise, économie et banques (1932).

66 Böhler et Keller (1935). Allgoewer (2003), chapitre 7.

67 BNS, procès-verbal de séance du Comité de banque (1936), 4 février, p. 66.

cours de change. Cette position était soutenue par certains industriels, notamment dans les branches exportatrices, qui attendaient d'une dévaluation une capacité concurrentielle accrue et, partant, un accès à de nouveaux marchés. Sans doute avait-elle également le soutien d'une partie des milieux bancaires, soucieux du maintien de la stabilité du système financier. En revanche, les représentants de certains groupes d'intérêts dont tout porte à croire qu'ils auraient été parmi les gagnants d'une dévaluation faisaient preuve d'une discrétion remarquable. Cela tenait en partie au fait qu'ils se sentaient protégés par les mesures prises en leur faveur, grâce à un lobbying soutenu et à une forte représentation au sein des Chambres fédérales. Les agriculteurs, qui dans beaucoup de pays (dont les États-Unis) formaient un puissant groupe d'intérêt et militaient activement pour la dévaluation, étaient protégés par un système de quotas et de droits de douane. Les hôteliers, dont les prestations auraient été rendues plus attrayantes par une dévaluation, avaient réussi de leur côté à faire insérer dans les accords de *clearing* conclus après 1934 avec l'Allemagne des clauses donnant aux transferts effectués à des fins touristiques la priorité sur les créances financières. En 1934, une garantie fédérale contre les risques à l'exportation (GRE) fut instituée en faveur des exportateurs. La stratégie adoptée par le Conseil fédéral pour la négociation d'accords bilatéraux, qui jouaient un rôle régulateur de plus en plus grand dans les paiements internationaux, s'inspirait de la devise selon laquelle «le travail passe avant le capital»⁶⁸. Les options défendues par certains groupes d'intérêts n'étaient pas toujours exemptes de contradictions: ainsi les ouvriers d'usines, bénéficiaires potentiels d'un redressement des exportations, s'inquiétaient du sort que connaîtraient leurs épargnes en cas de dévaluation.

Les partisans d'un changement de parité se gardaient bien d'afficher publiquement leur opinion, craignant de passer pour des traîtres à la patrie. L'ancien conseiller fédéral Edmund Schulthess, président de la Commission fédérale des banques nouvellement créée, n'hésitait pas quant à lui à prôner ouvertement un changement de parité, jugeant impossible de conserver l'ancienne. Avant de démissionner au printemps de 1935 du Conseil fédéral, il avait été de ceux qui pensaient qu'il fallait, fût-ce au moyen de mesures administratives, ajuster les prix et les coûts de la Suisse au niveau mondial, ce qui reviendrait à les réduire de quelque 20%. Mais, ayant quitté le gouvernement, il se rendit compte qu'une telle démarche était vaine et fut violemment attaqué par ceux qui dénonçaient en lui un «propagandiste de la dévaluation»⁶⁹.

68 Frech (2001), pp. 74ss.

69 BNS, procès-verbal de séance du Comité de banque (1936), 22 juillet, p. 272.

De même Paul Rossy, suppléant du chef du 2^e département, qui avait été détaché auprès de la Confédération, fut contraint de quitter la Banque en octobre 1935 pour s'être montré trop favorable à l'idée d'une dévaluation⁷⁰.

Le principal argument que la Banque nationale faisait désormais valoir était qu'une dévaluation équivaldrait à une violation des droits de propriété. Dans une lettre adressée en avril 1936 au Département fédéral de l'économie publique, la Direction générale précisait ainsi: «La monnaie est certes un outil de l'économie, mais elle ne doit pas être un outil de la politique économique, elle est l'aune à laquelle sont évalués tous les biens économiques. [...] Non seulement le contrat à court terme, mais un ordre qui s'étend sur plusieurs décennies doivent être protégés d'un changement arbitraire des rapports de valeur. L'Etat serait le premier à souffrir de l'abandon du principe de bonne foi.»⁷¹

La Banque nationale avait cependant à cet égard une attitude de plus en plus ambiguë. En public, elle se posait en championne absolue de l'orthodoxie monétaire et de la parité existante. Vers la fin de 1935 par exemple, elle accepta de participer à un service de presse de l'Office suisse d'expansion commerciale dont le but était de faire paraître dans les journaux des commentaires sur les marchés de l'argent et des capitaux, mais en particulier sur des questions ayant trait aux cours de change⁷². De son côté, la Banque de France lança en faveur de l'étalon-or une campagne de soutien aussi massive que coûteuse. En privé toutefois, les dirigeants de la Banque nationale, qui ne pensaient pas que le Conseil fédéral aurait la volonté politique de mettre en œuvre une politique budgétaire suffisamment restrictive pour convaincre les marchés de l'attachement indéfectible de la Suisse à l'étalon-or, se montraient très sceptiques.

La Direction générale était divisée. Gottlieb Bachmann, son président, s'opposait fermement à tout changement de la politique monétaire. Au mois d'avril 1936 cependant, Charles Schnyder von Wartensee, son vice-président, remit à la Direction générale une note dans laquelle il expliquait que «les milieux suisses de Paris, Londres et New York doutent que la Suisse, avec son niveau de vie élevé et sa forme démocratique de gouvernement qui empêche de prendre rapidement les décisions qui s'imposent, soit capable de résister longtemps à la pression générale»⁷³. En mai, après une crise politique en France, la Direction générale examina la question d'une éventuelle

70 Banque d'Angleterre, présidence de la BNS (1937). Il revint à la BNS en 1937 en tant que vice-président de la Direction générale.

71 BNS, au Département fédéral de l'économie publique (1936).

72 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1935), 8 octobre, n° 919.

73 BNS, note de Charles Schnyder (1936).

dévaluation du franc français, dont le résultat serait de faire du franc suisse la cible de nouvelles pressions spéculatives. La déflation avait provoqué en France et dans d'autres pays une «radicalisation des masses»⁷⁴. De cette époque date un document interne de la BNS dans lequel le dollar des Etats-Unis, le florin néerlandais et le franc belge sont envisagés comme devises-or pouvant entrer dans le calcul de couverture-or des billets en circulation et servir aux paiements en or⁷⁵.

La Banque nationale fit également savoir à d'autres banques centrales qu'elle suivrait vraisemblablement l'exemple de la France. La Banque d'Angleterre fut informée par le vice-président Charles Schnyder que si la France dévaluait, la Suisse le ferait certainement à son tour et que, s'agissant de la méthode et de l'ampleur de la dévaluation, le Conseil fédéral «s'en remettrait pour l'essentiel à l'avis de la Banque nationale»⁷⁶. Le désaccord portait uniquement sur la nouvelle parité du franc. Alors qu'Ernst Weber, le chef du 3^e département, souhaitait une dévaluation de 40% quoi que fit la France, Schnyder affirmait que la Suisse devait s'aligner sur ce pays⁷⁷. Le 2 juin 1936, une réunion extrêmement tendue eut lieu entre la Direction générale de la BNS et la Délégation des finances du Conseil fédéral. A l'issue de celle-ci, la Direction générale adressa au Conseil fédéral une lettre dans laquelle elle précisait qu'il était devenu clair, étant donné l'importance des enjeux économiques, que la Confédération n'était pas en mesure d'imposer l'austérité budgétaire avec toute la fermeté nécessaire. La Direction générale donnait en outre l'assurance que la BNS continuerait à défendre le franc, mais en faisant observer que cette défense favoriserait uniquement «les milieux qui se servent des réserves d'or de la BNS pour convertir leurs placements domestiques en devises et pénaliseraient ceux qui se montreraient fidèles jusqu'au bout à la monnaie nationale»⁷⁸.

La réunion du 2 juin déboucha sur l'arrêté fédéral du 19 juin 1936 sur la protection de la monnaie nationale prévoyant des sanctions à l'encontre de ceux qui spéculeraient contre le franc suisse. A l'instar de tant d'autres arrêtés de ce type pris dans les années trente, il n'eut pas grand effet et ne fit sans doute qu'accroître la nervosité des déposants, aussi bien en Suisse qu'à l'étranger, les mesures de ce genre pouvant facilement être interprétées comme le signe avant-coureur d'une dévaluation.

74 BNS, procès-verbal de séances de la Direction générale (1936), 7/8 mai, n° 451.

75 BNS, abandon de l'étalon-or par la France (1935).

76 Banque d'Angleterre, entretien avec Schnyder (1936).

77 *Ibidem*.

78 BNS, au Conseil fédéral (1936).

Au mois de juin 1936, un document interne dressa une sorte de bilan des avantages et inconvénients d'une dévaluation. En cas de modification de la parité du franc, on pouvait espérer «une diminution de la thésaurisation, le rapatriement des capitaux placés à l'étranger ou dans des titres étrangers, une détente du marché des capitaux, un redémarrage des exportations et une adaptation plus rapide aux conditions économiques globales». Mais il fallait également s'attendre «à des incertitudes liées à l'évolution économique et financière, à une pénalisation des créanciers par rapport aux débiteurs, à une destruction partielle d'épargne, à une hausse générale des prix, à des revendications salariales, à une radicalisation politique ainsi qu'à un ébranlement du moral»⁷⁹.

Vers la fin du mois de septembre, une attaque spéculative de grande envergure se développa contre le franc français. Le passé ayant montré avec quelle facilité de telles attaques pouvaient passer d'un pays à l'autre, il était clair que si la France dévalua, une énorme pression s'exercerait aussitôt sur les derniers pays attachés à l'étalon-or, à savoir les Pays-Bas et la Suisse. Le jeudi 24 septembre, Bachmann fut convié à une réunion à laquelle assistait également Charles Spinasse, le ministre français de l'économie, qui avait fait le vol Paris-Bâle pour annoncer que son gouvernement accepterait, le vendredi 25, une proposition de dévaluer le franc français d'environ 30%. Le lendemain matin, la Direction générale décidait, malgré la dévaluation du franc français, de maintenir inchangée la parité du franc suisse. Le Conseil de banque se réunit le même jour, mais ne prit aucune décision importante. A vrai dire, la Direction générale entendait que l'on évite autant que possible de parler du changement de parité, pour la raison que ce dernier faisait l'objet au même moment de discussions au Département fédéral des finances. Le samedi, lors d'une séance du Conseil fédéral, Bachmann continua d'écarter l'idée d'une dévaluation du franc. En revanche, à la question de savoir s'il faudrait s'y résigner à un stade ultérieur, il répondit qu'on ne pouvait en exclure la possibilité. Le Conseil fédéral décida alors de dévaluer le franc, en arguant que l'économie suisse n'était pas en mesure de supporter plus longtemps le maintien des cours de change existants. Au lieu de fixer une nouvelle parité, l'arrêté fédéral du 27 septembre 1936 établit une bande de fluctuation (comprise entre 190 et 215 milligrammes d'or fin) à l'intérieur de laquelle le franc devait désormais évoluer⁸⁰. Bachmann fit néanmoins savoir à la Banque d'Angleterre qu'il s'était opposé jusqu'à la fin à la dévaluation⁸¹.

79 BNS, questions au sujet de la dévaluation (1936).

80 Rapport de Bachmann au Comité de banque: BNS, procès-verbal du Comité de banque (1936), 28 septembre, pp. 366ss, en particulier p. 371.

81 Banque d'Angleterre, entretien avec Pfenninger (1936).

La dévaluation fut suivie d'un rétablissement rapide du système financier helvétique. Lors de la séance du Conseil de banque du 28 septembre, à laquelle la dévaluation était à l'ordre du jour, Ernst Weber, membre de la Direction générale, put annoncer que les grandes banques estimaient judicieuse la décision qui avait été prise⁸². Les cours des actions des banques les plus importantes progressèrent alors rapidement (plus rapidement même que ceux des autres actions suisses). Durant le mois qui suivit la dévaluation, les cours des actions de la Société de Banque Suisse, du Crédit Suisse et de l'Union de Banques Suisses augmentèrent respectivement de 50%, 43% et 47%⁸³. Le directeur général de la Société de Banque Suisse adressa même à un haut fonctionnaire du ministère britannique des finances une lettre dans laquelle il écrivait que le Conseil fédéral avait sans aucun doute choisi la bonne voie en se ralliant au mouvement qui s'était dessiné en faveur d'un réaligement des cours de change par rapport aux monnaies principales⁸⁴.

La dévaluation de 1936 fut accompagnée de la signature par la France, le Royaume-Uni et les Etats-Unis d'un accord tripartite visant à la stabilisation du système monétaire international, qui préfigurait en quelque sorte les accords de Bretton Woods. Le gouvernement des Etats-Unis ayant demandé à la Belgique et à la Suisse si l'on pouvait espérer de leur part des déclarations similaires en faveur de la stabilité monétaire, la Direction générale jugea qu'une telle prise de position serait dans l'intérêt de la «protection de la monnaie». Elle estima toutefois que l'accord devait avoir pour condition préalable un prix fixe s'appliquant aux achats et aux ventes d'or, prix qu'elle établit à 4973,92 francs par kilogramme d'or pour les ventes et à 4869,80 francs par kilogramme pour les achats⁸⁵. Le Conseil fédéral émit alors à l'adresse de la BNS une directive exigeant le maintien pour le franc suisse d'un cours de change correspondant à une valeur or de 205 milligrammes (soit 4878 francs pour un kilogramme d'or fin). La Suisse était confrontée à des incertitudes majeures, liées en partie au fait que l'accord tripartite stipulait que les parités pouvaient être dénoncées moyennant un préavis de vingt-quatre heures, mais plus encore à l'instabilité persistante du franc français. Quand la France dévalua une nouvelle fois, en juillet 1937, la Banque nationale commença à changer de point de vue sur la situation monétaire, allant même jusqu'à estimer qu'un flottement serait préférable, vu les circonstances, à des cours de change fixes. Dans une lettre adressée au Conseil fédéral, la Direction

82 BNS, procès-verbal de séance du Comité de banque (1936), 28 septembre, p. 374.

83 Bebié (1939). Heer (1937). Perrenoud *et al.* (2002).

84 Banque d'Angleterre, Golay à Niemeyer (1936).

85 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1936), 22 octobre, n° 1135.

générale notait ainsi: «Il n'existe pas en ce moment, que ce soit d'un point de vue économique ou psychologique, de lien entre les monnaies suisse et française pouvant justifier, comme en septembre 1936, que les deux pays conduisent une politique de change similaire. Une révision des dispositions constitutionnelle sur la monnaie serait uniquement envisageable si les deux pays représentant le plus grand poids économique, le Royaume-Uni et les Etats-Unis, décidaient d'un commun accord de réorienter leurs monnaies.»⁸⁶ Le rattachement à l'or, en l'absence duquel la Suisse jugeait qu'il serait préférable de renoncer aux parités fixes, restait la clé de voûte de la stabilité monétaire. Après avoir conduit au XIX^e siècle une politique monétaire consistant pour l'essentiel à adopter les normes des pays voisins et de ses partenaires commerciaux – ce qui l'obligeait à s'aligner sur le franc français –, la Suisse faisait maintenant de la stabilité une valeur en soi, qu'un lien étroit avec un métal précieux était le mieux à même de protéger.

Sur le plan institutionnel, la Banque nationale se trouvait plongée dans une polémique dont l'objet était de savoir à qui devait revenir la plus-value résultant de la revalorisation de l'or et quel usage il convenait d'en faire. Selon un premier calcul, la revalorisation de l'encaisse-or dégagerait une plus-value de 35%, ce qui correspondait à 538 millions de francs. Au départ, cette somme fut consacrée à la création d'un fonds d'égalisation des changes destiné à financer les interventions sur le marché, du type de l'*Exchange Equalisation Account* britannique de 1932 ou de l'*Exchange Stabilisation Fund* américain de 1934. Mais, contrairement aux fonds britannique et américain qui se trouvaient en mains gouvernementales et rompaient ainsi avec la philosophie qui avait inspiré la politique des instituts d'émission des années vingt, le fonds suisse était géré par la Banque nationale. Il fut cependant liquidé par la suite, du fait des grosses dépenses découlant de la guerre. En 1940, 325 millions de francs suisses furent versés à la Confédération et 150 millions aux cantons. Afin que la Banque nationale puisse continuer à intervenir sur le marché des changes, l'encaisse-or fut réévaluée une nouvelle fois le 3 juin 1940, de 6,4%, de sorte que les réserves de la BNS se trouvèrent augmentées de 100,9 millions de francs. Ce montant servit finalement à payer aux Etats-Unis une partie – 100 millions de francs – de la contribution suisse prévue dans le cadre de l'Accord de Washington⁸⁷ (2.2.3).

⁸⁶ BNS, au chef du DFFD (1937).

⁸⁷ Jaquemet (1974).

1.6 Les mouvements de capitaux

Le débat sur l'étalon-or, dont la vulnérabilité aux mouvements de capitaux flottants était devenue de plus en plus évidente au cours des années trente, fit ressortir les points faibles apparus au sein du système financier helvétique.

La Suisse, qui s'était rapidement établie comme une plaque tournante financière neutre durant la Première Guerre mondiale, apparaissait dans les années vingt comme un havre de stabilité dans un monde en proie à l'inflation et à la dépréciation monétaire. En outre, le manque de transparence dans les rapports de propriété et le contrôle des entreprises faisait des institutions financières helvétiques un maillon attrayant dans la chaîne des holdings. Des entreprises et des particuliers d'Allemagne et d'autres pays d'Europe centrale voyaient par conséquent dans les banques suisses et leurs filiales un moyen de se procurer des avantages fiscaux par le biais des prêts qu'elles leur accordaient. La Suisse était ainsi devenue un refuge fiscal. En 1919 et 1920, les flux de capitaux qu'elle avait accueillis pendant la guerre s'inversèrent, et la Banque nationale s' alarma des effets déstabilisants de ces sorties de capitaux. Au mois de juillet 1920, des représentants des banques commerciales et cantonales ainsi que de la BNS se réunirent pour discuter de la situation qui régnait sur le marché des capitaux. En raison surtout des problèmes rencontrés par les établissements de crédit hypothécaire et au vu de l'ampleur prise par les sorties de capitaux, une limitation des mouvements de capitaux fut réclamée. Lors d'une discussion ultérieure au sein de la Direction générale, ses trois membres convinrent que la Banque ne devait pas s'opposer à une fermeture du marché aux ventes de titres suisses par des étrangers⁸⁸.

Au cours des années vingt et surtout trente, les incertitudes liées aux perspectives politiques, économiques et militaires provoquèrent des flux de capitaux considérables. La Suisse, pays neutre et disposant d'importantes institutions financières, se retrouva naturellement au cœur de bon nombre de ces mouvements, tout comme les Etats-Unis, qui devinrent après 1934 la destination préférée des capitaux européens en fuite. Le plus souvent, ces mouvements de capitaux anticipaient des modifications des cours de change et reflétaient également l'instabilité politique ambiante.

Aux sorties de capitaux du début des années vingt succédèrent bientôt de nouveaux afflux de fonds provoqués par l'inflation et les turbulences monétaires qui secouaient l'Europe centrale. En 1924, le franc s'étant pratiquement stabilisé, la Banque nationale se montra moins préoccupée: «Il ne faut pas

88 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1920), 8 juillet, n° 595.

trop reprocher aux banques leurs placements à l'étranger, parfaitement légitimes quand il leur est impossible de faire suffisamment fructifier leurs fonds dans le pays même⁸⁹. Mais l'inquiétude subsistait, dans la mesure où les entrées massives de fonds à court terme pouvaient soudainement s'inverser. En 1930, un banquier privé suisse confiait à un représentant de la Banque d'Angleterre qu'il serait très inquiet s'il connaissait le niveau des entrées de fonds étrangers (sans doute d'origine française et allemande) en Suisse⁹⁰. En 1927, la Banque nationale tenta d'instituer un système de contrôle informel en concluant avec les banques un *gentlemen's agreement* (que l'on imaginait calqué sur le système de concertation informel que la Banque d'Angleterre entretenait avec les *city banks*), mais qui s'avéra un échec⁹¹. Il lui arriva également de demander à d'autres banques centrales d'intervenir, afin de limiter les entrées de capitaux en provenance de la Suisse. C'est ainsi qu'au milieu de l'année 1933, le président de la Direction générale pria la Banque d'Angleterre d'empêcher Nestlé d'acheter de l'or à Londres. Celle-ci lui rétorqua sur un ton glacial que la BNS serait en mesure de régler elle-même le problème si la loi lui donnait, comme à la Banque d'Angleterre, le pouvoir d'exiger de l'entreprise une déclaration appropriée à remettre à l'institut d'émission⁹². La Banque nationale en vint peu à peu à admettre que la mobilité du capital faisait partie intégrante de l'économie suisse. Contrairement à d'autres banques centrales, elle ne tenta pas au cours des années trente de se couper des marchés financiers internationaux et d'imposer des contrôles pour isoler son économie.

La Suisse, à laquelle les turbulences monétaires du début des années trente avaient valu de nouvelles entrées de capitaux, savait pertinemment que ces flux pouvaient s'inverser. D'autres pays en avaient fait l'expérience, au détriment de la stabilité de leur secteur financier. Les banques américaines avaient ainsi perdu des dépôts étrangers entre septembre 1931 et avril 1933, période durant laquelle la convertibilité-or du dollar fut suspendue. A partir d'avril 1933, ce fut au tour des banques françaises de voir fuir des capitaux (dont une grande partie prit initialement le chemin de la Suisse). Quelques-uns des plus forts afflux de capitaux que connut la Suisse coïncidèrent avec les manifestations fascistes de 1934 en France et l'arrivée au pouvoir du Front populaire en 1936. Une analyse des entrées de fonds aux Etats-Unis et des capitaux quittant la Suisse pour les Etats-Unis fait apparaître des pics

89 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1924), 23 septembre, n° 772.

90 Banque d'Angleterre, fonds étrangers en Suisse (1930).

91 Banque d'Angleterre, Bachmann à Norman (1927).

92 Banque d'Angleterre, Siepmann à Bachmann (1933).

particulièrement marqués au moment des crises politiques et économiques qui secouèrent la France (en septembre et novembre 1936, ainsi qu'en février 1937) et des pointes de moindre importance, correspondant celles-là aux crises politiques allemandes (pogromes de novembre 1938, invasion de la Tchécoslovaquie en mars 1939)⁹³. En 1937, les banques suisses estimaient à 6650 millions de francs les fonds étrangers placés en Suisse, alors que la Banque nationale donnait, elle, le chiffre de 16 000 millions de francs⁹⁴. Une partie de ces capitaux étaient évidemment susceptibles d'être rapatriés. Quelques attaques spéculatives contre le franc suisse se produisirent après avril 1933, puis de nouveau entre février et avril 1934, le dollar s'étant stabilisé. Le franc suisse fut encore attaqué en 1935, et la Banque nationale perdit 744 millions de francs de réserves d'or au cours des cinq premiers mois de l'année. Tant que la Suisse fit partie du bloc-or, l'érosion de ses réserves se poursuivit (voir graphique 1.2). Mais les attaques spéculatives cessèrent pratiquement après la dévaluation du franc.

Les banques étaient également vulnérables aux sorties de capitaux, car la spéculation contre le franc entraînait des retraits de fonds. Le lien existant entre la diminution des réserves des banques centrales et la vulnérabilité des banques était un thème souvent débattu à l'époque. L'économiste autrichien Gottfried von Haberler releva par exemple en 1937 que les banques considéraient les fonds en provenance de l'étranger comme des capitaux spéculatifs et n'en prêtaient qu'une part relativement faible. Si elles se montraient imprudentes, la banque centrale en déduirait probablement que l'augmentation des réserves d'or due à l'afflux de fonds étrangers risquerait de disparaître à nouveau très rapidement, et elle s'abstiendrait pour cette raison de mettre à disposition davantage de monnaie de banque centrale⁹⁵.

La réaction officielle à ces dangers consista d'abord à insérer dans la loi de 1934 sur la Banque nationale une disposition faisant obligation aux banques de déclarer à la BNS les crédits d'une durée de douze mois et davantage ainsi que d'un montant de 10 millions de francs suisses et plus; les établissements bancaires étaient ainsi encouragés à garder des actifs liquides. En outre, un *gentlemen's agreement* fut passé en juin 1935, en vertu duquel les banques s'engageaient à ne pas participer à des opérations revêtant un caractère «spéculatif». On attendait qu'elles mettent fin aux opérations de change à terme et aux opérations sur or avec le public. Mais il apparut rapidement que les

93 Wilkins (1999).

94 Jung (2001), pp. 56s et p. 65.

95 von Haberler (1937), p. 336.

banques transgressaient allègrement ces conventions qui n'avaient aucun caractère contraignant, et que la Banque nationale n'était pas bien armée pour se tenir informée de l'état du secteur financier⁹⁶. En mars 1936, le Conseil fédéral décida d'instaurer sous l'égide de l'Office fédéral de la statistique une commission chargée de se pencher sur les problèmes de la balance des paiements et demanda à la Banque nationale d'analyser les flux de capitaux des banques. Il fallut toutefois deux ans pour obtenir de celles-ci une coopération qui ne fut jamais que partielle, car elles ne fournissaient jamais de renseignements sur leurs dépôts⁹⁷.

Nombre de banquiers craignaient que le Conseil fédéral n'impose un contrôle des capitaux sous une forme ou une autre. Au mois de juillet 1935, le banquier genevois Albert Pictet accompagna une délégation de l'Union suisse du commerce et de l'industrie (aujourd'hui *economiesuisse*) se rendant auprès du ministre de l'économie, le conseiller fédéral Hermann Obrecht, pour lui faire savoir que tout contrôle des changes, sous quelque forme que ce soit, aurait des conséquences désastreuses pour l'économie suisse. Obrecht répondit qu'il avait étudié la question et qu'il était lui aussi parvenu à la conclusion que des contrôles signifieraient l'effondrement du franc suisse⁹⁸. Les banquiers s'en retournèrent rassurés. En juin 1936, le Conseil fédéral promulgua un arrêté (d'avance voué à l'échec) prévoyant des amendes pour toute spéculation contre le franc. En novembre 1937, la Banque nationale conclut avec les banques un nouveau *gentlemen's agreement* en vertu duquel les dépôts étrangers à vue dans les banques suisses ne devaient pas être rémunérés et devaient être transformés en dépôts à trois mois de préavis, et les dépôts à terme d'une durée inférieure à six mois être frappés d'une commission de 1%. Après 1937, il n'y eut plus d'afflux majeurs de capitaux en temps de paix, et les estimations de juin 1939 relatives aux capitaux étrangers placés en Suisse étaient inférieures à celles de 1937⁹⁹. Dans le même temps, la Banque nationale étoffa considérablement ses réserves d'or.

1.7 Les achats et les ventes d'or

Il n'y avait pas, en Suisse, de marché organisé de l'or comme à Londres, mais des centaines de banquiers, d'intermédiaires et de joailliers faisaient le négoce des métaux précieux. L'un des objectifs visés lors de la création de la Banque nationale avait été de centraliser ce marché, afin d'empêcher

96 BNS, procès-verbal de séances de la Direction générale(1936), 2/4 juin, n° 584.

97 Baumann et Halbeisen (1999).

98 Perrenoud *et al.* (2002), p. 62.

99 Jung (2001), pp. 56s.

que les fluctuations des prix des métaux précieux n'affectent la monnaie en circulation.

Durant la Première Guerre mondiale, la Banque nationale, craignant de perdre une partie de ses réserves d'or, tenta de restreindre les exportations de pièces d'or. Au mois de mars 1915, un arrêté fédéral interdit de vendre les pièces de l'UML au-dessus de leur valeur nominale, et en 1918, l'interdiction d'exporter fut étendue à toutes les pièces. La Banque nationale était également préoccupée par les exportations d'or vers la Turquie et l'Allemagne sous forme de grosses pièces de joaillerie. Elle acheta en outre des quantités considérables d'or à la France et à l'Allemagne, principalement en 1916. Entre 1914 et 1918, la Suisse importa des pièces de monnaie en grand nombre: elle en acheta pour 168,9 millions de francs à l'Allemagne, 63,8 millions à l'Autriche-Hongrie, 31,4 millions à la France et 7,6 millions à l'Italie¹⁰⁰. L'encaisse-or de la Banque passa ainsi de 212 millions de francs en 1914 à 432 millions en 1918, et la couverture métallique des billets en circulation en Suisse atteignit 80%, soit deux fois le minimum légal.

Ces achats posaient des problèmes sur le plan politique et sur celui de la stabilité monétaire. Au début de 1916, le ministre suisse des affaires étrangères, Arthur Hoffmann, mit la Banque nationale en garde contre l'achat de dollars en Allemagne, faisant observer que «la guerre économique avec l'Allemagne allait vraisemblablement s'intensifier et que l'on obligerait les pays neutres à réduire ou cesser tout commerce avec les puissances centrales»¹⁰¹. Un rapport du 3^e département datant de la fin de 1916 appelait à la prudence quant aux achats d'or à des pays belligérants, faisant valoir qu'«au moment difficile où se terminerait la guerre et commencerait la paix, une réserve trop grande de métal représenterait pour la Suisse une lourde immobilisation [de ses ressources]». Et le rapport de conclure: «Nous avons de quoi expliquer aux deux groupes de puissances que nous leur avons acheté tout le métal monétaire qu'il était en notre pouvoir d'acheter et que nous ne pouvons faire davantage.» La Direction générale en tira les conséquences et suggéra alors au Conseil fédéral d'interdire toute importation d'or et d'argent métal (comme l'avaient déjà fait les pays scandinaves)¹⁰². Les pièces qui arrivaient en grande quantité de l'Allemagne en guerre portaient souvent des traces de violence. En 1918, l'Administration fédérale des postes publia une note par laquelle elle faisait savoir que la Confédération refuserait à l'avenir «les pièces de cinq

100 Annuaire statistique de la Suisse (diverses années), tableaux XI 3 et VI a 1, et calculs effectués par les auteurs.

101 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1916), 2 mars, n° 180.

102 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1916), 15 décembre, n° 889.

francs d'origine belge, italienne ou française noircies par le feu et la fumée ou portant des traces de sang, et que leurs propriétaires étaient priés de les nettoyer ou de les faire nettoyer»¹⁰³.

Une polémique toute semblable à celle qu'avaient menée les théoriciens protomonétaristes de la monnaie franche au cours de la Première Guerre mondiale surgit à l'occasion de la Seconde et, comme précédemment, la Direction de la BNS s'en offusqua. Ainsi, au mois de juin 1941, un journal (d'un éditeur anonyme) destiné aux postiers attribua la hausse du coût de la vie à «la politique monétaire inflationniste de notre Banque nationale S.A.». La Direction générale discuta de cet article et de ses auteurs présumés au cours de l'une de ses séances¹⁰⁴.

Aussi, lorsqu'elle procéda à de nouveaux achats d'or, la Banque nationale s'efforça-t-elle de les parer de vertus stabilisatrices et anti-inflationnistes, en faisant valoir qu'ils venaient étoffer ses réserves métalliques. L'argument paraissait d'autant plus crédible qu'une bonne partie des réserves de la BNS se trouvaient bloquées aux Etats-Unis. Mais sur le fond, bien entendu, l'argument était spécieux: mettant davantage de francs en circulation, les achats d'or de la Suisse renforçaient les pressions inflationnistes. Devenue très sensible aux reproches selon lesquels elle conduisait une politique inflationniste, la Banque nationale faisait cependant de la couverture-or et du maintien d'un régime de changes fixes un moyen de désamorcer les critiques.

Les opérations sur or de la Première Guerre mondiale ne donnèrent jamais matière à controverse une fois les hostilités terminées, encore qu'une partie des envois d'or effectués par l'Allemagne, en particulier ceux de pièces de cinq francs belges, aient pu être entachés d'irrégularités. Par contre, les opérations sur or que la Banque nationale effectua durant la Seconde Guerre mondiale furent d'emblée l'objet de polémiques.

Pendant ce conflit, la *Reichsbank* vendit de l'or pour 244 millions de francs à des banques suisses, et pour 1231,1 millions à la Banque nationale, soit l'équivalent de près des quatre cinquièmes des ventes d'or que l'Allemagne effectua à l'étranger pendant la guerre¹⁰⁵. La Banque nationale acheta également de grandes quantités d'or aux Alliés (pour 668,6 millions de francs suisses au Royaume-Uni, pour 1528,7 millions aux Etats-Unis et pour une somme relativement faible au Canada); cet or faisait partie du stock qui resta bloqué à l'étranger. Les ventes d'or à la Suisse permettaient de lui acheter des

103 Cité dans Weisskopf (1948), p. 150.

104 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1941), 13 août, n° 598.

105 Cette section est basée, sauf indication contraire, sur CIE (1998) et CIE (2002a), ainsi que sur Grossen (2001), mais aussi sur Crettol et Halbeisen (1999).

produits, mais aussi d'obtenir des francs suisses utilisables en Europe, à des fins militaires et de renseignements. Ces opérations reflétaient une forte demande de francs suisses émanant aussi bien des Alliés que des puissances de l'Axe. Leur effet monétaire était inflationniste, car elles augmentaient le nombre des billets de banque en circulation, quand bien même une partie des francs supplémentaires entraient dans les réserves des banques centrales, notamment celle du Portugal, et se trouvaient donc détenus à l'étranger. Mais les analystes de l'époque (y compris ceux de la BNS) ne considéraient pas l'inflation comme un problème lié avant tout à la masse monétaire. D'autres aspects des transactions officielles entre la Suisse et le *Reich* allemand – en particulier l'existence d'importants crédits de clearing (un milliard de francs suisses en 1944) – contribuèrent eux aussi aux pressions inflationnistes qui s'exerçaient sur la Suisse.

Le potentiel inflationniste des achats d'or effectués par la Banque nationale auprès des Alliés et des puissances de l'Axe fut partiellement contrebalancé par des opérations de stérilisation, un genre d'interventions qui n'avait pas encore été pratiqué, ni même envisagé, pendant la Première Guerre mondiale. Elles consistaient en ceci que la Confédération achetait de l'or à la BNS et, par là même, épongeait le surplus de monnaie mis en circulation. La Banque nationale prit de son côté des mesures supplémentaires visant à empêcher une expansion inflationniste de l'approvisionnement monétaire. Elle tenta surtout de limiter les échanges de dollars contre francs en signant le 24 septembre 1941 une convention avec les banques commerciales. Cette convention séparait le marché des changes en deux, avec d'un côté le «dollar commercial» qui se traitait à la parité-or, et de l'autre le «dollar financier», négocié librement à un cours nettement inférieur. Des quotas furent introduits pour les exportations suisses qui étaient réglées en dollars commerciaux. Les paiements effectués au titre des services diplomatiques suisses et des interventions humanitaires se virent eux aussi appliquer le cours commercial (2.2.2). Pour freiner les ventes de dollars, la Banque nationale prit plusieurs mesures particulièrement drastiques. Entre avril 1942 et novembre 1943, elle refusa notamment d'acheter les dollars que des organisations juives des Etats-Unis souhaitaient échanger pour venir en aide à des réfugiés, et si elle consentit finalement à en acheter au mois de novembre 1943, ce fut au cours du dollar financier, de loin inférieur au cours commercial¹⁰⁶.

Pour stopper l'hémorragie de ses réserves d'or en Suisse, la Banque nationale tenta en octobre 1941 de centraliser le marché de l'or. Elle envisagea dans

106 Picard (1994), p.384. CIE (2002a), p.226.

un premier temps d'instaurer un contrôle des changes, mais finit par y renoncer. Elle pria toutefois la *Reichsbank* de traiter avec elle et non avec les banques commerciales. Du coup, ces dernières cessèrent d'acheter de l'or allemand en Suisse. Elles n'en poursuivirent pas moins leurs transactions à l'étranger, qui portaient il est vrai sur des montants de moindre importance. La réglementation du marché de l'or subit un nouveau tour de vis au mois de décembre 1942, lorsque le Conseil fédéral plafonna le prix des pièces et des lingots, restreignant ainsi la possibilité pour les banques de profiter de la forte augmentation du prix de l'or. A partir de cette date, les importations et les exportations d'or furent en outre soumises à une autorisation de la BNS (2.2.2).

La Banque nationale fut très tôt parfaitement consciente de la dimension politique de la question. Sa Direction générale avait été rendue attentive, dès le mois d'octobre 1940, à des articles de la presse américaine reprochant à la Suisse d'aider les forces de l'Axe. Elle s'entretint avec le Département politique fédéral (les affaires étrangères de l'époque) des mesures de rétorsion que les Alliés étaient susceptibles de prendre. Elle fit valoir alors que, n'ayant pas imposé de blocage des comptes allemands ou italiens, les Etats-Unis ne pouvaient guère reprocher à la Suisse ses opérations avec la *Reichsbank*, opérations qui paraissaient en outre offrir une certaine protection contre une attaque allemande. Au mois de novembre 1940, Ernst Weber, président de la Direction générale, remit au conseiller fédéral Ernst Wetter une lettre de Per Jacobsson, le chef du service économique et monétaire de la BRI. Dans cette lettre, Jacobsson mentionnait l'opinion d'Emil Puhl, le vice-président de la *Reichsbank*, selon lequel la convertibilité du franc suisse «constituait une raison de ne pas priver la Suisse de sa liberté». Aussi la stratégie de la Banque nationale semble-t-elle avoir été notamment inspirée à l'époque par l'idée que le marché financier suisse représentait un moyen de dissuasion au cas où les Allemands auraient envisagé une opération militaire contre la Suisse. En d'autres termes, fournir des services financiers mettait la Suisse à l'abri d'une attaque.

Le principal problème soulevé par les opérations que la Suisse effectua avec l'Allemagne pendant la guerre résidait dans la nature douteuse du droit de propriété de la *Reichsbank* sur une grande partie de son or. Les quantités qu'elle vendit furent de loin supérieures à celles qu'elle possédait avant la guerre. Selon les chiffres qu'elle avait publiés à la veille de la guerre, ses réserves ne représentaient alors que 124 millions de francs suisses. Les observateurs bien informés considéraient toutefois ce montant comme nettement inférieur à la réalité, car il ne tenait pas compte de réserves latentes évaluées à 358 millions de francs. En outre, la *Reichsbank* avait repris, juste avant ou après l'annexion de l'Autriche et l'invasion de la Tchécoslovaquie, l'or des

banques centrales de ces deux pays. On peut estimer de manière réaliste à 1125 millions de francs suisses l'or détenu par la *Reichsbank* en septembre 1939 (y compris celui de l'Autriche et de la Tchécoslovaquie). Ce montant est nettement inférieur à celui des quantités d'or vendues à la Suisse.

Pendant la Seconde Guerre mondiale, l'Allemagne acheta bien un peu d'or (surtout à l'Union soviétique), mais le stock dont elle disposait provenait principalement d'autres sources. Si l'on s'en tient à des considérations purement arithmétiques, et sans entrer dans les détails de chaque opération sur métaux précieux, une partie de l'or vendu par l'Allemagne pendant la guerre ne pouvait provenir que de l'expropriation de banques centrales, notamment de celles de Belgique, des Pays-Bas et du Luxembourg. Le pillage et l'expropriation de particuliers furent également pour la *Reichsbank* une source d'approvisionnement en or. Les autorités qui, dans le cadre du plan quadriennal, supervisaient un contrôle des changes draconien, mirent la main sur l'équivalent de 311 millions de francs suisses de métal jaune. L'or volé en Europe orientale aux victimes de l'holocauste et remis à la *Reichsbank* en 76 livraisons par le *SS-Hauptsturmbannführer* Bruno Melmer représentait 2577 kilogrammes de fin (soit un montant de 12,5 millions de francs suisses), dont 119 kilogrammes furent vendus à la BNS sous forme de lingots.

Pendant la deuxième moitié de 1940, alors que Jacobsson, Weber et Wetter réfléchissaient aux implications politiques des opérations sur or, les premières indications parvinrent à la BNS selon lesquelles les particuliers et les banques centrales des pays occupés avaient été dépouillés de leur or. Plus tard, des journaux suisses (en particulier la *Neue Zürcher Zeitung* dans un article paru en août 1942) attirèrent l'attention du public sur le fait que l'or allemand avait été en partie volé¹⁰⁷. Dans son compte rendu du 16 mai 1946 au Conseil fédéral, la Banque nationale affirma toutefois que les Alliés n'avaient signalé qu'en janvier 1943 qu'une partie de l'or vendu par l'Allemagne aux pays neutres pouvait avoir été volée (cette affirmation était fausse, car il y avait eu précédemment des mises en garde au caractère moins officiel). Les indications les plus explicites, comprenant des détails sur la longue saga des réserves d'or belges, furent fournies durant l'été 1943 par le gouverneur de la Banque de France, Yves de Boisanger, selon lequel l'or volé à la Belgique avait été emporté à Berlin pour être utilisé dans le cadre de transactions internationales. De fait, de Boisanger avait été directement impliqué dans le transfert de l'or belge à Berlin. Au commencement de la guerre en effet, cet or avait été confié à la France, puis transporté de Bordeaux à Dakar, d'où il était retourné en France via le

¹⁰⁷ Wolff (1942).

Sahara. Le gouverneur de la Banque de France d'alors, qui avait refusé de le remettre aux Allemands sans le consentement de la Belgique, avait été renvoyé par le gouvernement de Vichy et remplacé par de Boisanger, plus complaisant.

Les mises en garde de 1943 donnèrent lieu à de nouvelles discussions entre la Direction générale et les autorités politiques, et tout particulièrement au sein du Comité de banque. Les réunions du Comité des 22 et 23 juillet, ainsi que des 26 et 27 août 1943, firent apparaître de très nettes divergences de vues entre le président de la Direction générale, Ernst Weber, et le président du Conseil et du Comité de banque, Gottlieb Bachmann, qui l'avait précédé à la tête de la Direction générale de 1925 à 1939. Pour Weber, le maintien de l'étalon-or impliquait nécessairement des achats d'or à l'étranger, tandis que Bachmann insistait sur la dimension politique de la question et faisait valoir que la Suède et les Pays-Bas avaient refusé lors de la Première Guerre mondiale de procéder à de tels achats, pour la raison technique qu'ils entraînaient une création excessive de crédit.

Weber, dont le point de vue était diamétralement opposé, tint devant le Comité de banque le langage suivant: «Nous ne pouvons croire que nous agissons mal en acceptant l'or de la *Reichsbank*. Nous estimons, au contraire, pouvoir accepter de l'Allemagne autant d'or qu'avant pour satisfaire sa demande de francs suisses. Une autre attitude serait comme l'aveu d'avoir commis une injustice.»¹⁰⁸ Un membre de la Direction générale fit observer lors des discussions au sein du Conseil de banque que la Banque nationale n'avait pas été informée des vols d'or perpétrés par les Allemands, et qu'au demeurant le droit international permettait à l'occupant de procéder à des réquisitions d'or. L'argumentation de Weber s'expliquait par la crainte que la Suisse ne soit sommée de restituer l'or dont il se serait avéré qu'il avait été volé. Dans le courant de l'été 1943, lorsque la preuve incontestable des vols d'or (et de leur ampleur) montra à l'évidence que la Banque nationale se trouvait déjà en possession d'or entaché d'illégalité, la principale raison invoquée par cette dernière pour persévérer dans ses opérations controversées sur or semble avoir été de maintenir l'apparence de la bonne foi. On écarta délibérément l'idée d'interrompre ces opérations ou simplement celle d'exiger de l'Allemagne de fournir l'assurance formelle qu'il ne s'agissait pas d'or volé. Car, pensait-on à la BNS, des doutes auraient pu alors entacher sa bonne foi, et la Banque se serait trouvée exposée, une fois la guerre terminée, à des poursuites de la part des victimes de spoliations, en vertu des dispositions du Code civil suisse (les articles 2, 3, 714 et 934 du Code civil suisse servirent de base légale à la

¹⁰⁸ BNS, procès-verbal de séance du Comité de banque (1943), 23 juillet, p. 182.

législation des années d'après-guerre sur les biens spoliés). Ses affirmations répétées selon lesquelles ses opérations avec les financiers nazis avaient été menées en toute bonne foi se révélèrent être un dangereux piège: en effet, pour pouvoir justifier l'argument, la Direction en vint à se croire obligée de continuer à acheter de l'or allemand. La Banque nationale poursuivit cette stratégie jusqu'aux derniers jours d'avril 1945, malgré les pressions toujours plus vives exercées par les Alliés.

Une conséquence singulière de cette stratégie reposant sur l'argument de la bonne foi résidait dans le fait que la Banque ne discutait pas de ses opérations sur or avec le Conseil fédéral. Des membres de ce dernier affirmèrent par la suite n'avoir jamais été informés de manière appropriée des contacts qu'aurait eus la BNS et des craintes qu'elle aurait pu éprouver au sujet de ces achats¹⁰⁹. Ce n'est que le 9 octobre 1943 que la Direction générale adressa au conseiller fédéral Wetter une lettre l'informant que «[...] la *Reichsbank* avait, depuis plusieurs années, vendu de temps en temps à la Banque nationale de l'or sous forme de lingots et de pièces. La Banque nationale est en droit de penser que l'or que lui propose une banque centrale étrangère a été acquis par des moyens légaux.»¹¹⁰ Robert Kohli, le négociateur en chef du Département politique fédéral, parvint après la guerre à la conclusion que la Banque nationale «avait peut-être été un peu trop jalouse de son autonomie»¹¹¹.

1.8 La politique de prêteur ultime

Au XIX^e siècle, les banques centrales, notamment la Banque d'Angleterre et la Banque de France, se voyaient souvent attribuer le rôle de *lender of last resort*, ou prêteur ultime. Pour les théoriciens de la doctrine des effets réels (*real-bills*) en particulier, il s'agissait là en quelque sorte d'un corollaire de leur philosophie monétaire, en ceci qu'il revenait aux banques centrales d'assurer constamment l'existence d'un marché des effets commerciaux. S'il leur arrivait effectivement de voler au secours d'établissements en proie à des problèmes de liquidités, elles n'étaient cependant guère enclines à considérer ces interventions comme faisant partie de leur cahier des charges. *Lombard Street*, le livre de Walter Bagehot où l'on trouve la formulation la plus célèbre de la théorie du prêteur ultime, doit en partie son existence à la réaction de la Banque d'Angleterre à un article du même auteur paru dans *The Economist* et

109 Il est indiqué par deux fois dans les dossiers de la BNS, en septembre 1942 et en juillet 1943, que le Conseil fédéral avait été informé de la politique de l'or de la Banque: CIE (2002a), p. 202.

110 Repris de: Documents diplomatiques suisses 1848–1945 (1992), p. 36 et p. 40.

111 Cité dans Maissen (2001), p. 298.

se félicitant de la nouvelle philosophie adoptée par l'institut d'émission. L'un des directeurs de la Banque ayant protesté d'une plume courroucée, Bagehot rétorqua que le public avait le droit de savoir si la Banque d'Angleterre – «détentrice de nos ultimes réserves bancaires» – se reconnaissait dans cette mission et était prête à l'assumer, ce qui, maintenant, paraissait très incertain¹¹². Richard Sayers, l'historien de la Banque d'Angleterre, conclut que, «sans exclure catégoriquement toute possibilité de venir en aide en cas de crise», la Banque d'Angleterre «s'efforçait, en se tenant à l'écart d'une bonne partie des affaires courantes, d'échapper à cette éventualité. Le résultat ne fut pas édifiant»¹¹³. La Banque de France, qui avait secouru quelques banques sous la monarchie de Juillet, fut l'objet sous le Second Empire (du temps de Napoléon III) de fortes pressions politiques visant à ce qu'elle intensifie son action dans ce domaine¹¹⁴. Mais elle assista non sans une pointe de plaisir, et en se gardant bien d'intervenir, à la spectaculaire banqueroute de l'Union Générale en 1882. Des économistes de l'époque la félicitèrent vivement pour avoir laissé aux crises le soin de purger l'économie des excès de la spéculation. Clément Juglar, le théoricien des cycles économiques, écrivait en 1884 qu'une crise, pour une nation, était l'opération rendue nécessaire pour rétablir un équilibre rompu par des excès¹¹⁵. La *Reichsbank* était plus explicite quant à sa mission stabilisatrice. Dans un ouvrage commémoratif publié en 1900, on pouvait lire que la *Reichsbank* était «le support ultime du marché domestique»¹¹⁶. En 1914, la loi régissant la Réserve fédérale des Etats-Unis stipulait que la mission de la banque centrale consistait à répondre aux besoins du commerce et des affaires (*accommodating commerce and business*).

Etant donné les dangers possibles d'une prise en compte trop explicite du rôle de prêteur ultime, la loi instituant la BNS se gardait bien, et ce n'était pas surprenant, de toute référence à une obligation en la matière. Si elle autorisait la Banque à escompter des effets allant jusqu'à trois mois d'échéance, elle s'abstenait clairement de lui en faire une obligation (par analogie, on pourrait soutenir à propos des opérations sur or que la banque centrale n'était pas tenue légalement d'acheter de l'or à d'autres banques centrales). D'un autre côté, le conseiller fédéral Robert Comtesse, qui représentait le Conseil fédéral lors de la première Assemblée générale de la BNS, fut très clair quant à la responsabilité d'une banque d'émission unitaire jouant, comme il le fit

112 Bagehot (1873), p. 165.

113 Sayers (1976), vol. I, p. 2.

114 Plessis (1982).

115 Bouvier (1960), p. 282.

116 *Deutsche Reichsbank* (1910), p. 41.

observer, un rôle spécial en ce qu'elle remplaçait les intérêts particuliers des anciennes banques d'émission. Une banque, dit-il, «[...] qui sera douée de la puissance nécessaire pour pouvoir toujours connaître et apprécier sainement les besoins du marché [...] et constituer, en même temps, une réserve suffisante pour pouvoir faire face à toutes les éventualités.»¹¹⁷ Que fallait-il entendre par «toutes les éventualités»? Un nombre considérable de petites banques suisses (83 au total) disparurent entre 1906 et 1914. Les pertes en capitaux qui en résultèrent se chiffraient à 53,5 millions de francs suisses, et celles qui furent encourues par les créanciers, à 59 millions. On ne songea cependant guère à un risque systémique, et l'on attribua généralement ces faillites à la mauvaise gestion, à des fraudes ou à un manque de vigilance du conseil d'administration. Dans un cas particulièrement grave, qui se produisit en 1914 au Tessin, la Banque nationale fit à la *Banca Popolare Ticinese* une avance de 1,5 million de francs, garantie par des hypothèques. Mais cela ne fut pas suffisant pour la sauver de la faillite¹¹⁸.

La mission d'ordre général incombant à la Banque nationale d'assurer la prospérité de l'économie fut interprétée comme une obligation qui lui était faite d'être attentive à des branches économiques en butte à des difficultés extraordinaires et vis-à-vis desquelles il lui serait loisible d'assouplir les règles régissant habituellement l'escompte. C'est ainsi qu'en 1914, quelques jours seulement après le déclenchement de la guerre, la BNS accepta d'admettre à l'escompte pour 150 000 à 200 000 francs suisses d'effets de la manufacture horlogère Tavannes Watch Co. pour sauver 800 emplois¹¹⁹. Des avances exceptionnelles furent également consenties à d'autres secteurs économiques soudainement frappés par la Première Guerre mondiale, tels que l'industrie hôtelière des Grisons ou des fromageries alpines. En 1916, la Banque réescompta des effets afin de venir en aide à la *Basler Hypothekenbank* dont les activités, presque entièrement tournées vers l'Allemagne, subissaient de plein fouet les conséquences de l'effondrement du *Reichsmark* sur les marchés des changes¹²⁰.

Ces crédits accordés de bonne grâce dans des situations exceptionnelles donnèrent bientôt lieu à un débat politique. Le problème de la Suisse était radicalement différent de celui qu'avait à l'esprit Bagehot, qui entendait qu'en cas de crise la banque centrale admette à l'escompte les effets domestiques. Or, les établissements financiers helvétiques n'en possédaient guère, si bien que pour prendre des mesures stabilisatrices en Suisse, il fallait recourir à des

117 BNS (1932), p. 29.

118 Wetter (1918), en particulier p. 2 et p. 143.

119 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1914), 8 août, n° 786.

120 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1916), 27 juillet, n° 527.

effets étrangers et à d'autres actifs détenus par des entreprises ou des banques suisses. Au cours de la Première Guerre mondiale, le problème se posa également vis-à-vis de certains gouvernements étrangers. Fallait-il octroyer des crédits aux belligérants si cela devait aider à sauver des emplois en Suisse ? En 1916, Hirter, le président du Conseil de banque, plaida en faveur d'un crédit à l'Allemagne, au motif que « si la Banque nationale refusait de participer à cette opération de crédit et que les négociations échouent, elle serait tenue responsable des conséquences économiques qui en découleraient ». En sa qualité de chef du 2^e département, Rodolphe de Haller fit toutefois remarquer que l'économie suisse devenait de plus en plus dépendante des puissances de l'Entente, et que la France ou le Royaume-Uni pouvaient très bien geler les actifs suisses déposés à Paris ou à Londres¹²¹.

A la fin de la guerre, la Banque nationale avait octroyé pour 282 millions de francs suisses de crédits à l'Entente et pour 243 millions de francs à l'Allemagne. Au mois de janvier 1919, la Direction générale décida de ne plus allouer de crédits à l'Entente¹²². C'est ainsi qu'une doctrine mal formulée eut pour conséquence curieuse que la Banque nationale se sentit obligée d'octroyer des crédits non seulement à des entreprises suisses, mais également à des gouvernements étrangers lorsque les intérêts de l'économie l'exigeaient.

Pendant l'entre-deux-guerres, des problèmes plus spécifiques se posèrent au système financier. En 1920, le Crédit Foncier Suisse, dont une bonne partie des actifs était placée en Allemagne sous forme de crédits hypothécaires, éprouva des difficultés à assurer le remboursement des obligations qu'il avait émises et sollicita, pour faire face à ses engagements, un crédit d'escompte de 5,5 à 6 millions de francs suisses. Les effets qu'il était à même de proposer n'étaient pas de toute évidence des effets commerciaux au sens où l'entendaient les principes d'escompte de Kundert¹²³. Mais la Banque nationale accepta de participer à une action de secours.

La question de la stabilité financière se posa dans toute son acuité à la suite de la sévère crise financière qui secoua l'Europe centrale au cours de l'été 1931 et mit en danger nombre de banques suisses qui avaient octroyé des crédits en Autriche, en Hongrie ou en Allemagne. La faillite de la *Creditanstalt* autrichienne au mois de mai, puis celle de la *Danat Bank* allemande en juillet de la même année, furent à l'origine de cette crise qui affecta également les banques suisses et réduisit leurs liquidités. Les pertes enregistrées sur leurs placements

121 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1916), 31 août, n° 625.

122 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1919), 9 janvier, n° 37.

123 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1920), 8 juillet, n° 596.

à l'étranger amenèrent certains établissements à la faillite. En juillet 1931, juste après le déclenchement de la crise allemande, la Suisse détenait selon certaines estimations quelque 13% de l'ensemble des créances à court terme sur l'Allemagne. Selon Gottlieb Bachmann, le président de la Direction générale, les banques suisses avaient prêté à l'Allemagne entre 750 millions et 1 milliard de francs; mais il tenait ce chiffre de la *Reichsbank*, qui était elle-même mal informée. Une grande partie de ces actifs bancaires se trouvait désormais gelée ou soumise à un contrôle des changes très strict. A la fin de 1931, les crédits octroyés à l'Allemagne représentaient 23% du bilan du Crédit Suisse; au 30 septembre de la même année, la proportion équivalente était de 20% pour l'Union de Banques Suisses et de 19% pour la Société de Banque Suisse¹²⁴. En 1932, la moitié des placements à l'étranger des établissements suisses de crédit étaient effectués en Allemagne. Le problème de l'exposition au risque se posa pendant toutes les années trente. Ce n'est toutefois qu'à partir de 1935 que la Banque nationale se mit à collecter systématiquement des données sur les actifs à l'étranger du système financier suisse¹²⁵. A la fin de 1934, les prêts gelés représentaient 12,5% du bilan de la Société de Banque Suisse, 17,4% de celui du Crédit Suisse et 19,5% de celui de l'Union de Banques suisses. Une partie importante de ces positions se trouvait en Allemagne¹²⁶.

Les difficultés rencontrées par les banques suisses se manifestèrent dès 1931, lors de la grande crise bancaire qui frappa l'Europe centrale, et la situation se détériora durant une grande partie de la décennie. Les huit grandes banques suisses virent leurs bilans diminuer de moitié entre 1929 et 1938, et leurs pertes s'élevèrent à 7% de la somme des bilans¹²⁷. Le Comptoir d'Escompte Genevois, la seule grande banque de Suisse romande, s'était fortement engagé en Europe centrale. La Banque nationale fut contrainte de lui ouvrir un crédit extraordinaire de 9 millions de francs et de combiner cette mesure avec la mise sur pied d'un syndicat de garantie spécialement constitué¹²⁸. La Confédération versa un montant de 20 millions de francs au titre d'une contribution spéciale. Invitant les banques suisses à se montrer solidaires de cette action de soutien, la Banque nationale fit valoir que l'illiquidité de leurs actifs à l'étranger rendait toutes les banques suisses vulnérables et que la disparition de l'une d'entre elles risquait d'attirer l'attention sur la précarité de l'ensemble du système financier et, partant, de déclencher une réaction de

124 Perrenoud *et al.* (2002), pp. 205ss. CIE (2002b), p. 246.

125 Halbeisen (1998), p. 65.

126 Perrenoud *et al.* (2002), p. 81.

127 Halbeisen (1998), p. 67.

128 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1931), 5 octobre, n° 804.

panique. Devant des banquiers spécialement réunis au mois d'août 1931, la Direction générale laissa entendre qu'il était maintenant nécessaire de constituer «une certaine communauté de destin et de solidarité». Bachmann annonça que la BNS allait assouplir ses règles d'escompte des effets¹²⁹. Mais la tentative de sauvetage, qui eut pour point culminant une fusion avec l'Union Financière et la création d'une nouvelle Banque d'Escompte, se solda par un échec, dû en grande partie au gouvernement socialiste du canton de Genève qui était hostile à une «socialisation des pertes», c'est-à-dire à un sauvetage financé par des deniers publics. La banque fut liquidée en 1934.

Après la dévaluation en Angleterre, les guichets de la Banque Populaire Suisse subirent au mois de septembre 1931 les assauts de nombreux petits déposants effrayés par l'ampleur de ses engagements en Allemagne et en Europe centrale en général. Cet établissement survécut grâce à une injection de 100 millions de francs de la Confédération et deux réductions de capital particulièrement drastiques. La Banque nationale consentit également un crédit et participa au sauvetage de la banque en mettant à sa tête l'un de ses propres cadres supérieurs, Alfred Hirs, en lieu et place de l'ancienne direction¹³⁰.

La Banque nationale veilla lors de ces sauvetages à ne pas intervenir de façon trop voyante. Sa Direction générale et le Conseil fédéral étaient d'avis qu'elle ne devait pas se laisser entraîner dans une crise du système bancaire. Rappelant celle du système bancaire allemand en 1931, qui avait paralysé la *Reichsbank*, le conseiller fédéral Jean-Marie Musy, qui dans le passé n'avait pas épargné ses critiques à la BNS, expliqua que celle-ci «ne devait pas être immobilisée par des engagements dans d'autres entreprises». La Banque nationale fit alors remarquer que, dans ces conditions, l'Etat aurait à faire face à des responsabilités sociales (*Fürsorgeaufgaben*) accrues¹³¹. Il fut donc décidé de créer une nouvelle institution, chargée comme la *National Credit Corporation* aux Etats-Unis et l'*Akzept- und Garantiebank* de 1931 en Allemagne de trouver des solutions aux problèmes des banques en proie à des difficultés. Son nom – Caisse de prêts de la Confédération suisse – rappelait l'institution créée en 1914 et liquidée dix ans plus tard. Contrairement à l'ancienne Caisse, la nouvelle institution n'avait toutefois pas pour mission d'accorder des prêts essentiellement garantis par des actifs suisses, mais d'avancer de l'argent sur la base d'actifs étrangers non réalisables. De même, elle n'était pas entièrement financée par l'Etat: 75 des cent millions de francs du fonds de garantie

129 BNS, conférence des banques (1931). Cité dans Baumann (2004), p. 98.

130 Baumann (2004).

131 Cité dans Baumann (2004), p. 99.

provenaient de la Confédération, le restant étant apporté par les banques. Dans la mesure où elle pouvait présenter ses effets à l'escompte de la BNS, elle bénéficiait d'un effet de levier qui allait au-delà du montant du fonds de garantie et assumait ainsi en partie la fonction de prêteur ultime.

Corollaire d'une aide plus étendue, le contrôle et la surveillance des banques furent renforcés. A la suite de la crise allemande de 1931, le Département fédéral des finances suggéra la création d'une autorité de surveillance pour les banques. La Banque nationale proposa une solution beaucoup plus modeste, consistant à établir un «contact plus étroit» entre elle et les banques privées; les banques cantonales, rappelait-elle, étaient déjà soumises à un contrôle de l'Etat. Les banques devraient désormais remettre leurs bilans mensuels à la BNS qui les regrouperait et les publierait sous une forme agrégée. Il lui serait en outre reconnu le droit d'exiger des compléments d'information. Et la Banque nationale d'ajouter que «l'intérêt du public pour nos plus grandes banques est tel qu'on ne peut se permettre de laisser tomber l'une d'entre elles»¹³².

Les discussions aboutirent à la loi de 1934 sur les banques, qui instituait la révision, mais évitait tout renforcement significatif de la surveillance et de la réglementation. Son principal architecte, Paul Rossy, futur vice-président de la Direction générale et temporairement détaché auprès de la Confédération, expliqua qu'elle était «dénuee de toute qualité étatiste [et qu'elle] laissait aux banques toute la souplesse et toutes les possibilités dont elles avaient besoin pour se développer et s'adapter à un environnement économique en mutation»¹³³. Elle ne résolvait cependant pas le problème des pressions exercées sur la BNS pour qu'elle accorde des aides particulières aux branches économiques en proie à des difficultés (10.4.2), ce qui était à l'époque une pratique courante de la part des autres banques centrales. Ainsi, pendant la Grande dépression, la Banque d'Angleterre avait consacré beaucoup d'efforts à mettre sur pied une opération de sauvetage concertée en faveur de l'industrie textile du Lancashire. A la fin de l'été 1936, veille de la dévaluation et dans un climat de récession économique généralisée et de radicalisation politique accrue, la Banque nationale se montra disposée à accepter à l'escompte davantage d'effets de cantons et de communes, à condition que leurs finances soient saines et leurs budgets équilibrés¹³⁴. Par là, elle cherchait surtout à donner un coup de pouce à l'industrie du bâtiment.

132 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1931), 27 août, n° 689.

133 Rossy et Reimann (1936). Perrenoud *et al.* (2002), p. 111.

134 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1936), 3 septembre, n° 943.

1.9 La politique de stabilisation

1.9.1 Introduction

Il est très difficile de dissocier le débat sur la fonction de prêteur ultime de l'exigence plus générale selon laquelle la politique de la banque centrale ne doit pas être axée uniquement sur la prévention des mouvements de panique sur les marchés financiers, mais doit contribuer également à la stabilisation macroéconomique. Dans le climat politique surchauffé qui régnait après la Première Guerre mondiale, la Banque nationale justifia le rythme rapide des réductions de son taux d'escompte en faisant valoir que cela s'était produit, «comme on l'avait maintes fois répété, dans l'intérêt du commerce et de l'industrie et celui, plus général, d'une économie nationale durement éprouvée par la crise. Les milieux économiques intéressés n'ont pas été les seuls à nous presser à plusieurs reprises d'agir dans ce sens, l'autorité suprême du pays elle-même est allée jusqu'à insister auprès de la Banque nationale.»¹³⁵ Laquelle semblait très fière de s'être ainsi laissé fléchir.

Au cours des années trente, la Banque nationale offrit beaucoup plus de résistance à ce genre de pressions. Cela s'explique en partie par les expériences faites durant la phase d'inflation qui suivit la fin de la Première Guerre mondiale et qui avait fortement contribué à la politisation des questions monétaires. Mais cela s'explique également par la conscience qu'avait la Banque de viser des objectifs contradictoires en cherchant à contribuer à la fois à la stabilisation intérieure et au maintien du régime des cours de change. Les demandes de liquidités supplémentaires, en particulier, se heurtèrent à une grande circonspection de sa part. Discutant, au début de 1936, de la possibilité de procéder à des achats de titres sur le marché pour accroître les liquidités, la Direction générale releva que de telles opérations d'*open market* seraient contraires à la loi sur la Banque nationale, qui n'autorisait qu'un placement temporaire sous forme de bons du Trésor ou d'obligations. Dans un procès-verbal d'une séance du Comité de banque, il est en outre précisé ce qui suit: «Il est indéniable qu'une expansion du crédit peut, suivant les circonstances, avoir des effets bénéfiques. Mais rien ne permet d'affirmer que ces effets se produiront. La Direction générale a tendance à penser qu'il en résulterait tout au plus un semblant de reprise conjoncturelle, qui ne pourrait se consolider en véritable redressement [...]. N'oublions pas, pour terminer, le pire danger d'une expansion du crédit, le danger d'inflation.»¹³⁶ La Banque nationale se

¹³⁵ BNS, critiques envers la Banque (1924).

¹³⁶ BNS, procès-verbal de séance du Comité de banque (1936), 4 février, pp. 65s.

détourna alors catégoriquement de l'idée qu'elle aurait à assumer la responsabilité d'une stabilisation générale de l'économie des années trente, si durement éprouvée par la crise.

1.9.2 Une appréciation de la politique de stabilisation à l'aide d'une version moderne de la règle de Taylor

L'approche de Taylor¹³⁷, qui appliqua rétrospectivement sa règle¹³⁸ à la politique monétaire des Etats-Unis, peut servir à une appréciation quantitative de la politique menée par la BNS au cours de ses premières années d'existence. Selon Taylor, la politique monétaire peut être appréciée au cours de différentes périodes à l'aide d'une relation quantitative simple entre l'instrument à court terme de la politique monétaire et, d'une part, l'écart du PIB réel par rapport à la tendance – soit l'écart de production – et, d'autre part, l'écart du taux d'inflation par rapport à un objectif approprié. Taylor a démontré que sa règle pouvait être dérivée facilement de la théorie quantitative de la monnaie et qu'elle pouvait s'appliquer aussi bien aux comportements de banques centrales qui se conforment aux règles de l'étalon-or, ou au contraire mènent une politique de *leaning against the wind* comme dans les années cinquante et soixante, qu'aux approches actuelles faisant intervenir des objectifs implicites ou explicites d'inflation.

Sur le graphique 1.12, les taux d'intérêt, qui sont calculés rétrospectivement pour la période allant de 1914 à 1945 à l'aide de la règle de Taylor, sont comparés aux taux suisses effectifs pour la même période¹³⁹. Dans ce cas, on a recouru à une formule utilisée par la BNS pour les années 1980 à 2004.

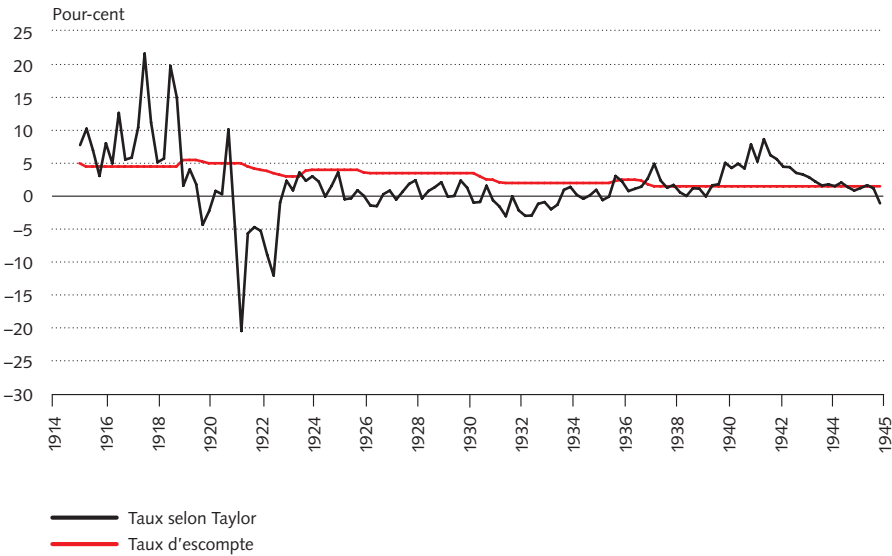
Les graphiques 1.12a et 1.12b montrent que la politique monétaire de la BNS fut en général trop laxiste pendant la Première Guerre mondiale et trop rigoureuse par la suite, pratiquement jusqu'à la veille de la Seconde Guerre mondiale, où elle redevint trop lâche. Le graphique 1.12b fait en outre apparaître que les différentes évolutions, à savoir le niveau élevé du taux d'intérêt selon la règle de Taylor pendant la Première Guerre mondiale, puis le faible niveau qui suivit cette dernière, et enfin le retour à un niveau élevé à la fin des années trente, sont le reflet de chocs importants d'inflation et de déflation, mais aussi de chocs de la production réelle globale. Il semblerait donc que la politique monétaire menée pendant une assez longue période avant la Seconde Guerre mondiale n'ait pas été axée essentiellement sur la

137 Taylor (1999).

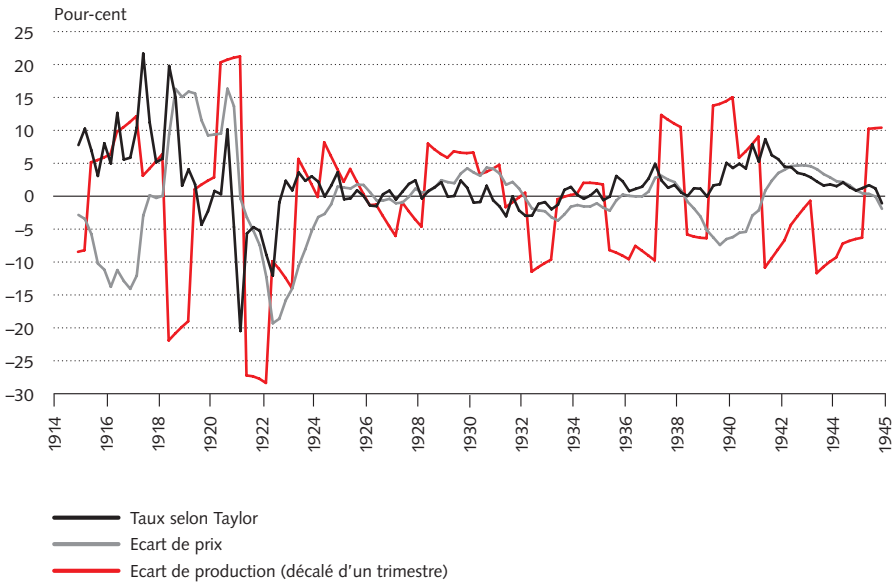
138 Taylor (1993).

139 Voir annexe II.

Graphique 1.12a
Taux selon la règle de Taylor et taux d'escompte, de 1914 à 1945



Graphique 1.12b
Composantes de la règle de Taylor, de 1914 à 1945



Sources: BNS (1944). BNS, Bulletin mensuel (1943, 1944 et 1945). Statistique historique de la Suisse (1996).
Calculs effectués par les auteurs.

stabilité des prix, ni sur celle de la production. La principale exception fut la période de l'étalon-or, durant laquelle l'amplitude des fluctuations du taux d'intérêt selon la règle de Taylor fut nettement moins prononcée. Toutefois, le fait que ce taux se soit inscrit le plus souvent au-dessous du taux officiel d'escompte sous le régime de l'étalon-or laisse penser que la politique monétaire avait tendance à être trop restrictive.

1.10 L'ordre monétaire de l'après-guerre

Pays neutre, la Suisse ne participa pas en 1944 à la conférence monétaire des Nations Unies (nom donné à la coalition des pays alliés durant la guerre) de Bretton Woods, où fut défini l'ordre monétaire de l'après-guerre. Les responsables helvétiques considérèrent les résultats de cette conférence avec méfiance. Dans un rapport confidentiel dont le Conseil fédéral eut connaissance en août 1944, Walter Bosshard, journaliste à la *Neue Zürcher Zeitung*, citait un représentant de la Banque d'Angleterre selon lequel «[...] la Suisse n'acceptera jamais les propositions de Bretton Woods, dont certaines contiennent des conditions qui sont par trop contraires à ses traditions économiques et financières»¹⁴⁰. La philosophie sous-jacente à Bretton Woods, qui envisageait une libéralisation du commerce extérieur mais se proposait de limiter et réglementer durablement les mouvements de capitaux, était particulièrement étrangère aux vues auxquelles la Suisse était parvenue pendant l'entre-deux-guerres. Quand le Conseil fédéral rejeta finalement l'idée d'une collaboration avec les institutions de Bretton Woods, il justifia sa décision par son refus de rendre publiques des informations incompatibles avec la conception suisse des droits de propriété et risquant, de ce fait, de mettre en danger l'ordre public. Mais il craignait surtout que le Fonds monétaire international (FMI) ne serve de prétexte à déclarer le franc suisse, qui était convertible, «monnaie rare», à l'encontre de laquelle les membres du Fonds pouvaient prendre des sanctions. On voyait dans les obligations d'information imposées par le FMI une tentative américaine d'espionnage économique¹⁴¹. Le rapport de Bosshard s'achevait sur des remarques empreintes de scepticisme quant à la probabilité d'une mise en application des Accords de Bretton Woods, en raison du profond différend qui existait à ce sujet entre le Royaume-Uni et les Etats-Unis ainsi que de l'hostilité des milieux financiers new-yorkais. Le journaliste pensait que des collaborations économiques et monétaires au niveau régional seraient plus probables.

¹⁴⁰ Rapport sur Bretton Woods (1944).

¹⁴¹ Tanner (2003).

Bosshard attendait de la Suisse qu'elle fasse davantage d'efforts pour participer à la nouvelle architecture institutionnelle qui était en train de naître sur le plan international. Il fut atterré de constater que Berne n'avait pas cru bon d'envoyer un observateur à Bretton Woods. Il savait toutefois pertinemment combien l'hostilité des autorités américaines, en particulier du Trésor, à l'égard de la Suisse pour son comportement pendant la guerre avait empoisonné le climat dans le pays dès lors qu'il s'agissait d'envisager une coopération internationale. Mais l'antagonisme n'était pas qu'américain. Bosshard cite en outre une conversation avec des fonctionnaires britanniques au cours de laquelle la Direction de la BNS fut décrite de la manière suivante: «Ils m'ont dit que règne à la Banque nationale une absence de projet d'une candeur qui fait la perplexité de Londres, mais ne l'étonne plus guère. Que ces vieux messieurs de la Direction générale se croyaient encore au XIX^e siècle et ne savaient souvent pas ce qu'ils se voulaient et que, s'ils étaient encore à la barre après la guerre, Londres serait amené à pratiquer à l'égard de la Suisse une politique différente, plus intransigente.»¹⁴²

Les différends qui surgirent avec les Alliés à partir de 1943 au sujet des opérations sur or influencèrent certainement l'attitude de la Suisse après la guerre lorsque la nature problématique des achats d'or devint un thème majeur des négociations avec les Alliés, en particulier celles qui se déroulèrent dans le cadre de l'Accord de Washington. La Suisse invoqua deux arguments pour sa défense. Elle fit valoir en premier lieu que la neutralité avait rendu ces achats nécessaires. L'argument était aussi peu convaincant que celui avancé occasionnellement par les Alliés et selon lequel ces opérations violaient la neutralité; en réalité, la loi sur la neutralité n'interdisait ni n'exigeait de tels achats; ceux-ci étaient simplement autorisés. Elle ajouta que la Banque nationale n'avait aucune raison de penser que l'or allemand qu'elle achetait ne datait pas d'avant la guerre. Un argument lui aussi de peu de poids face aux déclarations faites aux Alliés par le vice-président de la *Reichsbank*, Emil Puhl, selon lequel la Direction générale de la BNS était au courant de l'affaire de l'or belge. La position de la Suisse fut encore affaiblie par le fait que les membres de la Direction générale se rejetaient mutuellement la responsabilité de la politique de l'or menée pendant la guerre et que les Etats-Unis avaient eu accès à des documents sur des débats internes qui révélaient notamment les propos et les attitudes antisémites de l'un des membres de la Direction générale, Alfred Hirs.

La Suisse dut finalement payer un montant de 250 millions de francs, dont 100 millions provenaient de la BNS, dans le cadre de l'Accord de Washington.

¹⁴² Rapport sur Bretton Woods (1944).

En échange, les Alliés renonçaient à toutes les prétentions formulées à l'encontre de la BNS au sujet de l'or acheté à l'Allemagne pendant la guerre. Le montant à verser était basé en grande partie sur la quantité probable, calculée par les Alliés, de l'or belge qui avait pris le chemin de la Suisse. A l'époque (mai 1946), le sort de l'or de la banque centrale des Pays-Bas – dont une partie avait également été vendue à la Suisse par l'Allemagne – et de l'or d'origine privée (celui par exemple fourni à la *Reichsbank* par Melmer) n'avait pas encore été clairement établi par les Alliés. Le gouvernement néerlandais comprit ultérieurement, alors qu'il était trop tard pour revenir sur les termes de l'Accord de Washington et sur la somme à verser par la Suisse, que la question particulièrement délicate de l'or néerlandais avait été complètement oubliée ou ignorée à Washington. Une partie non négligeable de cet or avait vraisemblablement été dérobée à des particuliers victimes de l'occupation nazie.

Les relations diplomatiques tendues des années 1943 à 1946 marquèrent les esprits et la politique en Suisse. Lors de la création de la Banque nationale en 1907, ses responsables avaient pleinement adhéré aux doctrines qui prévalaient à l'époque sur le plan international dans le domaine de la politique monétaire. En 1944 en revanche, leurs successeurs n'étaient pas disposés à épouser les vues exposées à la conférence de Bretton Woods et qui s'étaient imposées à l'échelle internationale. Selon eux, il n'était en particulier ni possible ni souhaitable de contrôler les mouvements de capitaux, comme les négociateurs des Accords de Bretton Woods étaient convaincus de pouvoir le faire. L'expérience des années 1936 et 1937 avait nourri un certain scepticisme à l'endroit d'un système de changes fixes et préparé les esprits à vivre avec des monnaies qui fluctuent. A Londres et à Washington, la philosophie des autorités monétaires helvétiques était jugée inconsistante, et on la considérait plutôt comme un curieux vestige du XIX^e siècle. Elle ne relevait sans doute pas d'une grande finesse politique, et certains aspects des relations que la Suisse avait entretenues avec l'Allemagne nazie apparaissaient à bien des égards douteux sur le plan de la morale et du droit, et pour le moins politiquement maladroits. Mais quelque désuètes qu'elles aient pu paraître au milieu du XX^e siècle, les vues des responsables suisses en matière de contrôle des mouvements de capitaux et des cours de change allaient devenir à partir des années septante l'approche dominante des économistes internationaux et des banquiers centraux. La Suisse a peut-être eu besoin d'un certain isolement sur le plan politique pour que cette conception de la politique monétaire puisse résister à un contexte intellectuellement et politiquement hostile.

1.11 Conclusion

La Banque nationale était née du besoin de rationaliser le trafic des paiements à l'intérieur d'un petit pays situé à la périphérie d'une économie mondiale interconnectée par l'étalon-or de la fin du XIX^e siècle. Les principaux fondements de la politique monétaire – la convertibilité de la monnaie métallique et la libre circulation des capitaux – tenaient aux circonstances et aux exigences du système, et non aux choix des législateurs ou des banques centrales. Sous le régime de l'étalon-or, ces dernières n'avaient pas à intervenir de manière active, mais se bornaient à faciliter le libre jeu des forces du marché. Comme la Réserve fédérale des Etats-Unis, la Banque nationale fut une création tardive, conçue pour répondre aux défaillances apparues dans le trafic des paiements. Le système financier international de l'époque fut assez rapidement balayé par la Première Guerre mondiale, et les nouvelles banques centrales durent s'adapter à un environnement marqué par l'inconvertibilité des monnaies et un contrôle étendu des changes et du commerce.

A la différence de banques centrales plus anciennes, la Banque nationale était en outre le produit d'une ère démocratique, dans laquelle les aspirations du public jouaient un rôle nettement plus important et les contraintes politiques étaient prises en compte, lors de la composition du Conseil de banque et de la fixation de la durée du mandat de Banque notamment, de manière à répondre aux besoins et aux exigences du pays.

Des crises internationales la mirent d'emblée à l'épreuve. En 1907 d'abord, alors qu'elle venait à peine d'être créée, puis avec la suspension de la convertibilité-or, décrétée en 1914 au début de la guerre, et plus tard avec la Grande dépression de l'entre-deux-guerres. Comparée à d'autres instituts d'émission, la Banque nationale se tira à son avantage de ces situations difficiles. Contrairement aux Etats-Unis, la Suisse n'eut pas à suspendre en 1907 la conversion en numéraire des dépôts dans les banques, ni à prendre, comme l'Allemagne ou l'Italie, des mesures drastiques de limitation du crédit. A la différence d'autres banques centrales européennes et américaines, qui laissèrent encore passer un an avant d'agir, aggravant ainsi la dépression, la Banque nationale mit sur les rails en 1919 un processus de désinflation qui se déroula relativement bien, avec une crise économique très prononcée mais de courte durée. Même lors de la Grande dépression des années trente, la Banque nationale ne commit pas d'erreurs flagrantes de politique monétaire, tout au moins en comparaison d'autres banques centrales plus prestigieuses qu'elle. La réponse des Etats-Unis, du Royaume-Uni, de l'Allemagne et de la France à l'effondrement de l'ordre économique libéral fut affligeante. Le Système de Réserve fédérale fut impuissant à empêcher la crise monétaire et bancaire des années 1930 à 1933.

Humiliée par les circonstances dans lesquelles elle avait été amenée à abandonner l'étalon-or en 1931, la Banque d'Angleterre n'allait retrouver sa raison d'être institutionnelle (et son autonomie opérationnelle) qu'à la fin du siècle. De son côté, la *Reichsbank* allemande fut mise à genoux par la crise bancaire de 1931, alors que la Banque de France était l'objet d'attaques politiques virulentes qui la frappèrent de plein fouet.

Néanmoins, si l'on considère rétrospectivement la politique monétaire suisse, on ne peut manquer de constater quelques erreurs qui furent lourdes de conséquences. La modélisation des alternatives au maintien de l'étalon-or entre 1913 et 1936 montre qu'en abandonnant plus tôt ce dernier, la Suisse aurait pu enregistrer des gains substantiels sur le plan économique. L'application rétrospective de la version moderne de la règle de Taylor met clairement en évidence le biais déflationniste persistant de la politique menée durant les années vingt et trente.

On est frappé de la façon dont les choix de politique économique étaient discutés en Suisse. Il y eut certes des débats au sujet de la politique monétaire et du maintien de l'étalon-or, mais ces débats s'inscrivaient dans un cadre plus général qui était axé sur la politique du Conseil fédéral; ils ne concernaient pas l'influence que la Banque nationale était susceptible d'exercer. Après la dévaluation de 1936, les discussions politiques tournèrent moins autour de la question des responsabilités que de celle de savoir comment il convenait de partager entre la Confédération et la Banque nationale le gain issu de la dévaluation. Alors que les politiques suivies par le Système de Réserve fédérale, la Banque d'Angleterre, la Banque de France et la *Reichsbank* étaient à cette époque l'objet de controverses toujours plus vives, le débat en Suisse ne se focalisa pas dans la même mesure sur la Banque nationale. En raison peut-être de la situation géopolitique toujours plus délicate dans laquelle se trouvait le pays, la BNS bénéficia de plus en plus du consensus qui entourait les institutions nationales. Pendant la Seconde Guerre mondiale, il n'y eut curieusement guère de controverses à son sujet et sur sa politique. Après avoir suscité tant de polémiques à ses débuts, elle devenait peu à peu une vénérable institution nationale.

Ayant réalisé un parcours quasiment sans faute de 1907 à la fin des années trente, la Banque nationale sut rester fidèle, sur le plan national, à une tradition et une doctrine qui ont pu paraître singulièrement démodées au regard de ce qui se passait dans d'autres pays. Elle ne mena pas, comme d'autres instituts d'émission, une politique de stabilisation ambitieuse et procéda avec davantage de retenue qu'eux à des interventions directes sur les marchés. Les critiques (légitimes) que lui valut de la part de la communauté internationale

son rôle pendant la Seconde Guerre mondiale (durant laquelle, dans des circonstances fondamentalement différentes, son comportement fut très semblable à celui qu'elle avait eu lors de la Première Guerre) l'isolèrent des pressions que d'autres banques centrales, qui avaient donné une nouvelle orientation à leurs politiques, auraient pu exercer sur elle. Elle resta de ce fait très attachée à la défense de la stabilité monétaire et se montra peu encline à considérer qu'il lui incombait de se mettre au service des efforts de stabilisation macroéconomique entrepris par l'Etat. Les politiques menées pendant les années trente formèrent ainsi un utile point de départ pour la période d'après-guerre et jetèrent les bases de la culture de stabilité qui allait être plus tard de règle.

1.12 ANNEXE I: La politique de change des années trente¹⁴³

1.12.1 Théorie

Les politiques monétaires possibles sont analysées en deux étapes. La première repose sur une simulation réalisée à l'aide d'un modèle de McCallum-Nelson modifié (un macromodèle d'une petite économie ouverte)¹⁴⁴, la seconde sur des simulations conduites avec un macromodèle plus étendu, comprenant des flux de capitaux et un secteur bancaire.

Le modèle utilisé est un macromodèle monétaire fondé microéconomiquement de façon à inclure plusieurs partenaires commerciaux. Contrairement à ses versions modernes dans lesquelles l'ancre nominale est généralement définie par une règle de taux d'intérêt, le modèle comprend un mécanisme d'ajustement monétaire rattaché à l'étalon-or.

Les principaux éléments sont les suivants:

- Le comportement de la *demande agrégée* obéit aux règles classiques. La demande est corrélée positivement avec le revenu passé (pour une fraction des consommateurs et des entreprises ayant des contraintes de liquidités) et avec le revenu attendu (pour une fraction des consommateurs et des entreprises tournés vers l'avenir), le revenu généré à l'étranger et le cours de change réel (prix étrangers en francs suisses par rapport aux prix domestiques). Par contre, la demande agrégée est corrélée négativement avec les taux d'intérêt réels attendus.
- L'*offre agrégée* est corrélée négativement avec le cours de change réel, l'hypothèse étant que les importations sont toutes des importations de

¹⁴³ Ecrit en collaboration avec Thomas Helbling, du FMI.

¹⁴⁴ McCallum et Nelson (2001).

produits intermédiaires constituant des facteurs de production. Toutes choses égales par ailleurs, une dévaluation réelle réduit le potentiel de production en raison de son effet négatif sur les prix de ces facteurs.

- La *demande de monnaie centrale* est corrélée positivement avec les prix et le revenu, mais négativement avec le taux d'intérêt nominal. Les fluctuations de la monnaie centrale apparaissent dans le solde global de la balance des paiements, laquelle dépend de la balance commerciale, qui, dans le modèle, est endogène, ainsi que d'autres flux nets, exogènes ceux-là.
- La *demande d'importation* est corrélée positivement avec le revenu intérieur et négativement avec le cours de change réel.
- L'*inflation* est déterminée à l'aide d'une courbe de Phillips hybride selon Fuhrer et Moore¹⁴⁵, prenant en compte l'inflation attendue et l'inflation passée. L'inflation est en outre positivement corrélée avec l'écart de production.

Le modèle comprend par ailleurs un certain nombre de chocs. S'agissant avant tout de simulations de politique monétaire, il en contient pour toutes les équations de comportement. Il existe ainsi des chocs de demande agrégée, d'offre agrégée, de demande de monnaie et d'offre de monnaie (qui représente essentiellement la partie inexpliquée de la balance des paiements). De plus, le modèle comprend des chocs de demande étrangère.

Les principales hypothèses sont les suivantes:

- Quatre régions d'exportation et d'importation: bloc-or (sans la Suisse), Allemagne, bloc-sterling, bloc-dollar (y compris le reste du monde).
- L'évolution de la production et des prix est, par approximation, celle du principal pays de chaque bloc.
- Les prix et les revenus étrangers sont repris tels quels.
- Ventilation des exportations et des importations selon les prix et les quantités sur la base des prix de gros.
- La stationnarité est obtenue en définissant toutes les variables par rapport à leur niveau de 1929.
- Le niveau des prix est stationnaire.

Le modèle a été calibré à l'aide des paramètres de McCallum-Nelson, à l'exception du commerce extérieur qui a été ajusté de manière à correspondre aux données suisses de la fin des années vingt. D'autres calibrations ont également été effectuées avec des valeurs alternatives.

¹⁴⁵ Fuhrer et Moore (1995).

Le modèle a été résolu et simulé à l'aide de méthodes standards. Les simulations ont été opérées en deux étapes. Le modèle a d'abord été résolu et simulé pour les années 1930 à 1938, sans chocs. Les différences entre les valeurs effectives et les valeurs simulées ont ensuite été utilisées pour calculer les chocs. Ces derniers ont, autrement dit, été déterminés de manière qu'ils reproduisent les valeurs et les politiques observées.

Le modèle a ensuite été appliqué à des scénarios alternatifs, notamment à deux scénarios contrefactuels:

- *Scénario sterling*: On suppose que, la Banque d'Angleterre ayant abandonné l'étalon-or, la Banque nationale y renonce à son tour, de façon inattendue, au profit d'un rattachement du franc à la livre sterling. Pour simplifier, ce scénario considère que la relation de change entre la livre sterling et le franc est restée, pendant toute l'année 1938, à son niveau moyen de 1931. Les relations de change avec les autres monnaies (franc français, *Reichsmark* et dollar des Etats-Unis) ont été calculées sur la base des cours croisés alors en vigueur.
- *Scénario dollar*: On suppose que, les Etats-Unis ayant abandonné l'étalon-or, la Banque nationale y renonce à son tour, de manière inattendue, au profit d'un rattachement du franc au dollar. Pour simplifier, ce scénario considère que la relation de change entre le dollar et le franc est restée, pendant toute l'année 1938, à son niveau moyen de 1932. Les relations de change avec les autres monnaies (franc français, *Reichsmark* et livre sterling) ont été calculées sur la base des cours croisés alors en vigueur.

Ces simulations contrefactuelles ont notamment pour hypothèse fondamentale que le changement de politique monétaire fut inattendu, et la nouvelle politique jugée crédible et durable par les acteurs du secteur privé.

1.12.2 Simulations

Une première série de simulations contrefactuelles de politique monétaire est fondée sur les paramètres de McCallum-Nelson. On notera que l'élasticité-prix des demandes d'exportation et d'importation est fixée à 0,33, et l'élasticité-revenu correspondante, à 1 (les élasticités-prix se rapportent aux cours de change réels, tels que définis ci-dessus). Le succès d'une dévaluation décidée plus tôt dépendrait dans une large mesure de l'élasticité-prix de la demande extérieure et de celle de la demande d'importation. Quelle est la pertinence empirique des paramètres de McCallum-Nelson pour la Suisse des années trente? De simples estimations de fonctions linéaires d'exportation et d'importation (en volume) effectuées à l'aide de la méthode des moindres carrés (*Ordinary Least Square*, OLS) et utilisant pour la Suisse et ses

partenaires commerciaux des données (en logarithmes) des années 1925 à 1938 font apparaître les élasticités qui figurent au tableau 1.1.

Tableau 1.1

Demande d'exportation: élasticité-revenu et élasticité-prix

	Elasticité-revenu	Elasticité-prix
Bloc-or	0,860	0,407
Allemagne	1,863	-2,358
Bloc-sterling	-0,835	2,038
Bloc-dollar et reste du monde	0,882	1,508
Moyenne	0,6923	0,399
Moyenne pondérée par le commerce extérieur	0,757	0,783
Moyenne pondérée par le commerce extérieur pour les coefficients ayant un signe correct	1,078	1,422

Une estimation de la demande d'importation concernant la même période fait apparaître une élasticité de $-0,15$ pour le revenu et de $-0,30$ pour les prix.

De manière générale, on ne voit pas d'indices probants permettant de conclure à un défaut d'élasticité. Au contraire, si les exportations destinées au bloc-or et à l'Allemagne ne semblent pas avoir été très sensibles aux modifications des cours de change réels, plus de 50% des exportations de marchandises paraissent avoir été assez sensibles aux prix. En données pondérées par le commerce extérieur, la condition de Marshall-Lerner semble donc avoir été remplie, ce qui signifie qu'était également satisfait l'un des préalables pour qu'une dévaluation améliore la balance commerciale. La démonstration est toutefois affaiblie par la présence de coefficients ayant un signe incorrect. Cela dit, certains de ces signes pourraient être le reflet de circonstances propres à l'époque. L'Allemagne a institué un contrôle des changes en 1931, ce qui explique peut-être l'élasticité-prix négative. De telles circonstances pouvaient réduire les avantages d'une dévaluation décidée plus tôt, sans toutefois les annuler entièrement.

La situation de l'Allemagne aurait-elle diminué les bénéfices d'une dévaluation? Une nouvelle simulation contrefactuelle a été effectuée au moyen d'une version du modèle dans laquelle les exportations destinées à l'Allemagne sont exogènes et, ainsi, ne subissent pas les effets de la dévaluation (ou d'autres mesures prises par la Suisse). Les élasticités sont estimées, sauf les élasticités-revenus ayant un signe incorrect, pour lesquelles les valeurs de McCallum-Nelson ont été maintenues. Afin de garder des hypothèses conservatrices, les élasticités-prix supérieures à 1 ont été multipliées par 0,5.

Le résultat montre, comme prévu, qu'une dévaluation décidée plus tôt aurait permis des gains de production considérables par rapport à la politique effectivement adoptée.

La Suisse profita de substantielles entrées nettes de devises et d'or, dont certaines semblent avoir correspondu à des afflux de capitaux. Une dévaluation décidée plus tôt aurait pu exercer une influence défavorable sur ces entrées. A supposer que la Banque nationale se soit abstenue d'effectuer des interventions stérilisées sur les marchés des changes, il en aurait résulté une réduction des flux de capitaux qui, par le jeu du mécanisme de l'étalon-or, aurait atténué les effets bénéfiques d'une dévaluation décidée plus tôt. Des entrées nettes en repli auraient freiné l'approvisionnement monétaire et, partant, entraîné un relèvement des taux d'intérêt, qui aurait pénalisé la demande intérieure. En outre, les effets d'une simulation contrefactuelle faisant intervenir un franc rattaché au dollar, alors que les entrées nettes d'or et de devises reculèrent de 50% à partir de 1933, montrent que les avantages de la dévaluation auraient été moindres, mais pas négligeables pour autant (voir graphique 1.11).

Une analyse de robustesse tend à prouver que seule une élasticité-prix très réduite de la demande d'exportation, combinée à des effets en sens inverse extrêmement marqués pour les autres entrées de devises et d'or, aurait pu atténuer les avantages d'une dévaluation décidée plus tôt, au point de la rendre contreproductive.

1.13 ANNEXE II: L'application de la règle de Taylor

1.13.1 Théorie

La règle originale de Taylor est exprimée par l'équation

$$(1) \quad r = \pi + qy + h(\pi - \pi^*) + r^f$$

r étant le taux d'intérêt à court terme (instrument de la politique monétaire), π le taux d'inflation, y l'écart entre la production effective et tendancielle, π^* l'objectif d'inflation et r^f le taux d'intérêt réel d'équilibre. En outre, q et h représentent la sensibilité du taux d'intérêt aux fluctuations de l'économie réelle et de l'inflation. Selon Taylor, q et h devraient être tous deux positifs. Dans le cas du premier coefficient (q), l'écart de production amènerait un resserrement de la politique monétaire, dans le cas du deuxième, h ne devrait pas être négatif, car le taux d'intérêt baisserait au lieu d'augmenter lorsque l'inflation s'aggrave¹⁴⁶.

¹⁴⁶ Taylor (1999), p. 236.

La règle de Taylor est appliquée à la Suisse pour les années 1914 à 1945, période pendant laquelle la Banque nationale mena deux politiques monétaires différentes: une politique reposant sur l'étalon-or de 1925 à 1936 et une politique discrétionnaire de 1914 à 1925 et de 1936 à 1945. Sous le régime de l'étalon-or, la sensibilité à court terme du taux d'intérêt à l'inflation serait positive, reflétant l'effet du mécanisme des prix en liaison avec celui de l'ajustement monétaire. Si la banque centrale se conformait à la règle pour accélérer le mécanisme d'ajustement, il en résulterait une sensibilité plus grande. Sous le régime de l'étalon-or, le taux d'intérêt devrait également augmenter, étant donné que le renforcement de la production génère une plus forte demande monétaire ou que le déficit de la balance commerciale se creuse. En menant une politique monétaire discrétionnaire, la banque centrale considérerait l'équation (1) comme une fonction de réaction aux changements de deux de ses grands objectifs macroéconomiques possibles, la stabilité des prix et celle de la production.

La méthodologie est la suivante: sur la base des données disponibles, la règle de Taylor est d'abord estimée pour la Suisse et les années 1914 à 1945, puis une évaluation de la politique monétaire est opérée par comparaison des taux d'intérêt effectifs de l'époque avec les taux découlant de cette règle appliquée par la BNS, après adaptation aux données historiques.

1.13.2 Estimations de la règle de Taylor pour la Suisse et les années 1914 à 1945

La méthode utilisée pour estimer une règle de Taylor s'appliquant à la Suisse est celle de Romer et Romer¹⁴⁷, qui ont examiné sous le même angle la politique monétaire de la Réserve fédérale des années cinquante. Leur estimation de la règle de Taylor anticipée est basée sur Clarida, Gali et Gertler¹⁴⁸, selon lesquels la Réserve fédérale fixe le taux des fonds fédéraux (*federal funds rate*) en fonction de l'inflation ainsi que de l'écart entre la production réelle et tendancielle. La règle est dite *forward-looking*, c'est-à-dire tournée vers le futur ou anticipée, parce que la Réserve fédérale est supposée réagir aux attentes afférentes aux variables.

L'équation ci-après est estimée à l'aide de données trimestrielles pour les années 1914 à 1945:

$$(2) \dot{i}_t = \alpha + \beta E_t \pi_{t+1} + \gamma E_t (Y - \bar{Y})_{t+1},$$

\dot{i}_t étant le taux d'escompte officiel, π_t le taux d'inflation selon l'IPC et $(Y - \bar{Y})$ l'écart entre le logarithme du PIB réel et sa tendance obtenue au moyen

¹⁴⁷ Romer et Romer (2002).

¹⁴⁸ Clarida, Gali et Gertler (2000).

du filtre de Hodrick-Prescott (HP). Les mêmes régressions, prenant le taux lombard comme taux de référence de la politique monétaire, donnent des résultats (non présentés ici) très proches de ceux qui sont calculés avec le taux d'escompte officiel. Les équations ont été estimées à l'aide d'une régression linéaire utilisant des variables instrumentales. On a eu recours aux instruments suivants: les taux d'inflation contemporains et ceux de deux périodes antérieures ainsi que des écarts de production contemporains.

Le tableau 1.2 montre les résultats trimestriels pour trois périodes: A: 1914.1 à 1925.1, sans étalon-or, B: 1925.2 à 1936.3, après le retour à l'étalon-or et C: 1936.4 à 1945.4, après la dévaluation du franc suisse et sa mise en flottement.

Afin de permettre une comparaison avec les données historiques, l'équation (2) est également estimée pour la période allant de 1980 (3^e trim.) à 2004 (3^e trim.) sur la base de données récentes de la BNS¹⁴⁹.

Comme l'indique le tableau 1.2, les coefficients d'inflation et de production sont peu élevés et significatifs uniquement pour les années 1925 à 1936, durant lesquelles la Suisse était revenue à l'étalon-or¹⁵⁰. Les résultats sont très proches de ceux qui ont été obtenus par Taylor¹⁵¹. Ce dernier montre que les coefficients d'inflation et d'écart de production ne représentent qu'une fraction de ce qu'il avait trouvé pour la période qui a suivi la Seconde Guerre mondiale¹⁵². Il en conclut que les responsables de la politique monétaire américaine d'alors réagissaient beaucoup moins vivement aux mouvements de l'inflation et de l'activité réelle que ceux d'aujourd'hui. Les résultats concernant la Suisse peuvent être interprétés de la même manière, comme le montre le tableau 1.3.

L'approche selon la méthode de Dueker permet d'estimer un modèle prohibit ordinal de la règle de Taylor¹⁵³. Elle prend en considération les très rares adaptations de taux d'intérêt auxquelles la Banque nationale a procédé durant cette période. Les résultats sont très semblables à ceux du tableau 1.2. La réaction du taux d'escompte officiel aux mouvements de l'inflation et de l'écart de production s'établit à moins de 0,10.

149 Nous tenons à remercier Katrin Assenmacher, collaboratrice de la BNS, qui a établi cette régression.

150 Les résultats sont du même ordre si l'on utilise comme régresseur pour l'inflation des écarts du niveau de prix par rapport à la tendance.

151 Taylor (1999).

152 Taylor (1999), tableau 7.1, p. 330.

153 Dueker (1999).

Tableau 1.2

Règle de Taylor anticipée appliquée au taux d'escompte officiel, en données trimestriellesA: 1914 (1^{er} trim.) à 1925 (1^{er} trim.)

	Coefficient	Ecart-type	Valeur P
Constante	4,315	0,115	0,000
Inflation	0,008	0,007	0,262
Production	0,003	0,011	0,780

B: 1925 (2^e trim.) à 1936 (3^e trim.)

	Coefficient	Ecart-type	Valeur P
Constante	2,906	0,093	0,000
Inflation	0,063	0,025	0,017
Production	0,057	0,012	0,000

C: 1936 (4^e trim.) à 1945 (4^e trim.)

	Coefficient	Ecart-type	Valeur P
Constante	1,515	0,017	0,000
Inflation	-0,001	0,001	0,416
Production	-0,001	0,001	0,381

Tableau 1.3

Règle de Taylor anticipée appliquée au Libor à trois mois, en données trimestrielles1980 (3^e trim.) à 2004 (3^e trim.)

	Coefficient	Ecart-type	Valeur P
Constante	1,123	0,404	0,006
Inflation	1,290	0,190	0,000
Production	0,190	0,208	0,362

1.13.3 *Evaluation ex-post de la politique monétaire menée de 1914 à 1945 par la BNS*

Taylor a utilisé la version initiale de sa règle¹⁵⁴, qu'il avait développée dans les années quatre-vingt pour décrire la politique monétaire de la Réserve fédérale, afin d'évaluer celle de périodes antérieures¹⁵⁵. Selon cette règle, il a calculé ensuite un taux d'intérêt pour les années 1880 à 1914 et 1955 à 1997, puis a comparé les résultats obtenus avec les taux effectivement pratiqués durant ces périodes¹⁵⁶. L'écart entre ces taux fournit un indicateur ex-post de l'efficacité de la politique monétaire.

Il existe pour la Suisse une variante simple de la règle de Taylor estimée par la BNS pour les années 1980 à 2004 et utilisée ensuite pour calculer des taux d'intérêt selon cette règle pour les années 1914 à 1944. La règle qu'applique actuellement (2005) la Banque nationale est la suivante:

$$(3) \quad i_t = r + \pi_t + 0,5 (\pi - \pi^*)_t + 0,5 (y - y^*)_{t-1},$$

les pondérations de 0,5 étant celles recommandées à l'origine par Taylor¹⁵⁷. La Banque nationale estime la cible d'inflation (IPC) à 1%, le taux d'intérêt réel r est fixé à 1,4%, ce qui correspond à la croissance moyenne du PIB réel, filtré selon HP, des années 1980 à 2004. La croissance tendancielle de la production, qui sert de base au calcul de l'écart de production, est générée à l'aide d'un filtre de HP, λ étant de 3200. Le graphique 1.13a montre une application de la règle de Taylor par la BNS et le Libor à trois mois¹⁵⁸ au cours des années 1980 à 2004, et le graphique 1.13b, les composantes de la règle de Taylor.

Les calculs ont également été effectués pour les années 1914 à 1945 en utilisant des données trimestrielles et les mêmes pondérations que dans l'équation (3). La tendance de l'inflation et de la croissance du PIB réel est mesurée au moyen d'un filtre HP, et l'inflation, à l'aide de l'IPC. La production industrielle a remplacé le PIB réel, car aucune donnée s'y rapportant n'était disponible pour la période considérée. Le graphique 1.12a montre la règle de Taylor et le taux d'escompte officiel pour les années 1914 à 1945, et le graphique 1.12b, les données relatives à l'inflation et à l'écart de production, qui ont servi au calcul de la règle de Taylor pour les années 1914 à 1944.

154 Taylor (1993).

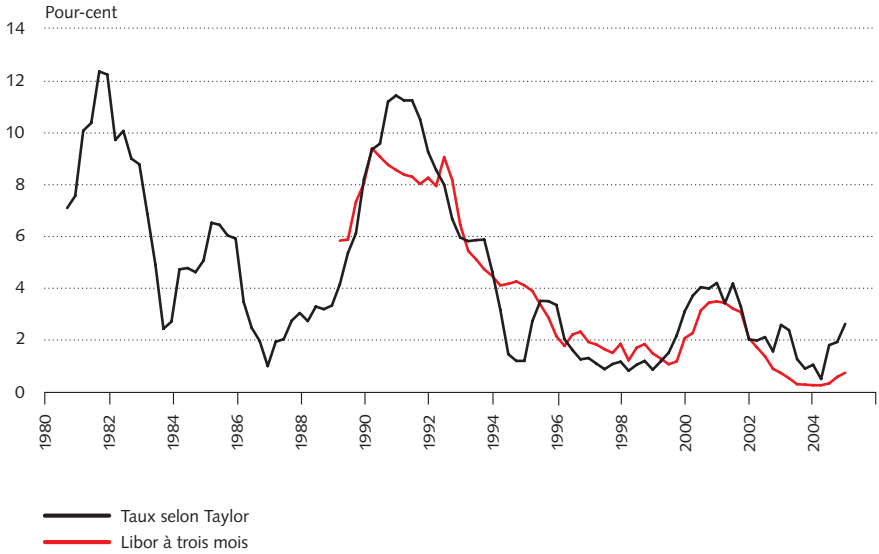
155 Taylor (1999).

156 Orphanides (2003) a effectué des calculs similaires pour la période de l'entre-deux-guerres aux Etats-Unis.

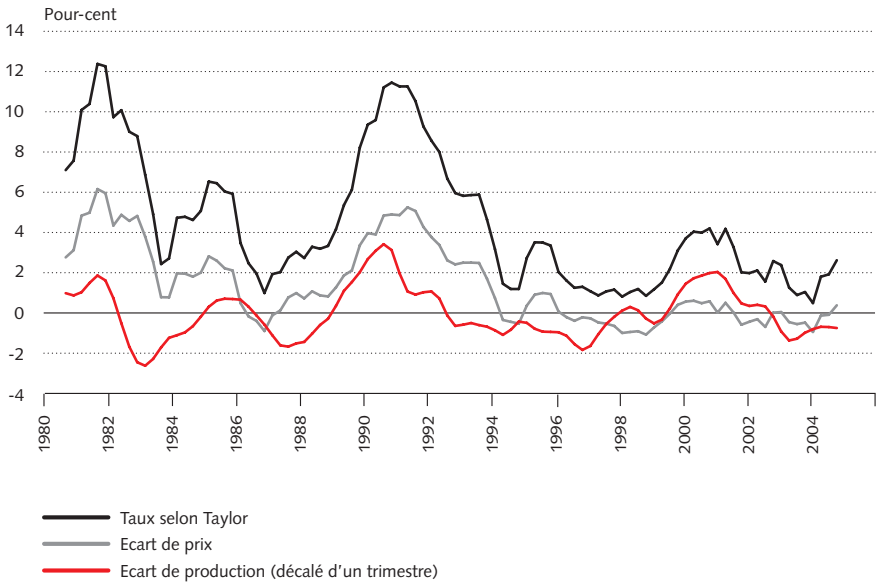
157 Taylor (1993).

158 La BNS a encore calculé huit autres variantes de la règle, mais en utilisant des méthodes différentes pour la détermination de l'écart de production et de l'écart d'inflation.

Graphique 1.13a
Taux selon la règle de Taylor et Libor à trois mois, de 1980 à 2004



Graphique 1.13b
Composantes de la règle de Taylor, de 1980 à 2004



Sources: BNS, Bulletin mensuel et Bulletin mensuel de statistiques économiques (diverses années).
Calculs effectués par les auteurs.

Sources

- Banque d'Angleterre, Bachmann à Norman (1927), *letter from G. Bachmann to M. Norman*, 14 octobre, BEA OV 63/21.
- Banque d'Angleterre, Bachmann à Siepmann (1931), *letter from G. Bachmann to H. A. Siepmann [Bank of England]*, 19 septembre, BEA OV 63/23.
- Banque d'Angleterre, entretien avec Pfenninger (1936), *note of a conversation with Dr. Pfenninger* [assistant personnel de Bachmann], 12 octobre, C.A.G [Gunston], BEA OV 63/2.
- Banque d'Angleterre, entretien avec Schnyder (1936), *note of a conversation with M. Schnyder von Wartensee* by D. F. C. [Conolly], 12 mai, BEA OV 63/24.
- Banque d'Angleterre, entretien avec Weber (1931), *note of a conversation with Dr. Weber of the Swiss National Bank on Tuesday*, 11 août, BEA OV 63/23.
- Banque d'Angleterre, fonds étrangers en Suisse (1930), *Foreign Money in Switzerland*, note de Conolly, 5 août, BEA OV 63/1.
- Banque d'Angleterre, Golay à Niemeyer (1936), *letter from M. Golay, General Manager, Swiss Bank Corporation, to Sir Otto Niemeyer*, 2 octobre, Londres, BEA OV 63/2.
- Banque d'Angleterre, informations sur la BNS (1935), *information obtained from Dr. Pfenninger* [assistant personnel de Bachmann] *about Swiss National Bank*, note, 29 octobre, BEA OV 63/24.
- Banque d'Angleterre, Norman à Bachmann (1929), *letter from M. Norman to G. Bachmann*, 11 novembre, BEA OV 63/1.
- Banque d'Angleterre, présidence de la BNS (1937), *Swiss National Bank: presidency and other posts*, note de V. Gautier [suppléant du chef du 1^{er} département], 29 novembre, BEA OV 63/24.
- Banque d'Angleterre, Siepmann à Bachmann (1933), *letter from H. A. Siepmann to G. Bachmann*, 18 août, BEA OV 63/23.
- BNS, abandon de l'étalon-or par la France (1935), *Abgang Frankreichs von der Goldwährung*, suggestions du chef du 2^e département à la Direction générale au sujet de l'abandon de l'étalon-or par la France, 31 mai, ABNS.
- BNS, au chef du DFFD (1937), lettre au chef du Département fédéral des finances et des douanes, 1^{er} juillet, ABNS.
- BNS, au Conseil fédéral (1936), lettre de la BNS au Conseil fédéral au sujet de l'entretien du 2 juin avec la Délégation des finances, 16 juin, ABNS.
- BNS, au Département fédéral de l'économie publique (1936), lettre de la BNS au chef du Département fédéral de l'économie publique au sujet de la monnaie, 2 avril, ABNS.
- BNS, *Bulletin mensuel* (diverses années), Bibliothèque de la BNS, Zurich.
- BNS, *Bulletin mensuel de statistiques économiques* (diverses années), Bibliothèque de la BNS, Zurich.
- BNS, conférence des banques (1931), *Notiz über die Bankenkonzferenz vom 7. August*, ABNS.
- BNS, crise, économie et banques (1932), *Krise, Wirtschaft und Banken*, les influences sur la balance des paiements et le problème de l'étalon-or, rapport du 3 mars, ABNS.
- BNS, critiques envers la Banque (1924), *Bericht des Direktoriums über die seitens des Chefs des Eidgenössischen Finanzdepartements im Nationalrat an der Tätigkeit der Nationalbank geübte Kritik*, proposition de la Direction générale au Comité de banque, n° 39, 3 juillet; ABNS.
- BNS, la politique d'escompte (1924), *Die Diskontpolitik der Bank*, proposition de la Direction générale au Comité de banque, n° 18, 24 janvier/14 février, ABNS.

BNS, note de Charles Schnyder (1936), note à la Direction générale [demande en vue d'un état des lieux], 21 avril, ABNS.

BNS, procès-verbal de séance du Conseil de banque (1924), version française, ABNS.

BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (diverses années), ABNS.

BNS, procès-verbaux de séances du Comité de banque (diverses années), ABNS.

BNS, procès-verbaux des Assemblées générales (diverses années), ABNS.

BNS, questions au sujet de la dévaluation (1936), note du 5 juin, ABNS.

BNS, Sarasin à Usteri (1924), lettre d'A. Sarasin, Bâle, à P. Usteri à l'attention du Comité de banque et de la Direction générale de la BNS, proposition non numérotée de la Direction générale au Conseil de banque, septembre, ABNS.

Rapport sur Bretton Woods (1944), «Bericht über die Finanz- und Währungskonferenz von Bretton Woods, N.H., 1.–23. Juli 1944», B [Walter Bosshard], confidentiel et pas destiné à la publication, New York, 3 août, dans *Schweizerische Gesandtschaft in den USA an das EPD*, Washington, 7.8.1944, BARE 2001 (D) -/e, vol. 499.

Bibliographie

Allgoewer, E. (2003), *Gold Standard and Gold Standard Mentality in Switzerland*, thèse d'habilitation, manuscrit, St-Gall.

Andrist, F., R. G. Anderson et M. M. Williams (2000), «Real Output in Switzerland: New Estimates for 1914–47», dans *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 82 (3), pp. 43–70.

Annuaire statistique de la Suisse (diverses années), Bureau fédéral de statistique [ancienne dénomination], Berne.

Arlettaz, G. (1982), «Crise et déflation: Le primat des intérêts financiers en Suisse au début des années 1930», dans *Relations internationales*, 30, pp. 159–175.

Bagehot, W. (1873), *Lombard Street: A description of the money market*, King, 14th edition, Murray, 1915, Londres.

Bänziger, H. (1986), *Die Entwicklung der Bankenaufsicht in der Schweiz seit dem 19. Jahrhundert*, Haupt, Berne.

Baumann, J. (2004), *Bundesintervention in der Bankenkrise 1931–1937*, manuscrit de thèse, Zurich.

Baumann, J. et P. Halbeisen (1999), *Die Internationalisierung des Finanzplatzes Schweiz und ihre Folgen für die Währungspolitik: Konsens und Konflikte zwischen der Nationalbank und den Geschäftsbanken 1919–1933*, manuscrit.

Bebí, R. (1939), *Die Abwertung des Schweizerfrankens: Ursachen, Durchführung und erste Auswirkungen*, Waldgarten, Zurich.

Bernanke, B. et H. James (1991), «The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison», dans R. G. Hubbard (éd.), *Financial Markets and Financial Crises*, Chicago University Press, Chicago, pp. 33–68.

BNS (1932), *La Banque nationale suisse 1907–1932*, Zurich.

BNS (1944), *Manuel statistique du marché financier suisse*, informations du Service d'études et de statistiques de la Banque nationale suisse, 26^e numéro, Schulthess, Zurich

BNS (1957), *Banque nationale suisse 1907–1957*, Zurich.

- Böhler, E. et P. Keller (1935), *Krisenbekämpfung: Ergebnisse der Krisenpolitik des Auslandes: Grundlagen eines positiven Programms für die Schweiz*, Rüegg, Zurich.
- Borchardt, K. (1976), «Währung und Wirtschaft 1876–1914», dans Deutsche Bundesbank (éd.), *Währung und Wirtschaft in Deutschland, 1876–1975*, Knapp, Francfort-sur-le-Main.
- Bordo, M. D. (1984), «The Gold Standard: The Traditional Approach», dans M. D. Bordo et A. J. Schwartz (éd.), *A Retrospective on the Classical Gold Standard: 1821–1931*, University of Chicago Press, Chicago, pp. 23–113.
- Bordo, M. D. et H. James (2002), «Haberler versus Nurkse: The Case for Floating Exchange Rates as an Alternative to Bretton Woods», dans A. Arnon et W. Young (éd.), *The Open Economy Macromodel: Past, Present and Future*, Kluwer, Boston, pp. 161–182.
- Bordo, M. D., B. Eichengreen, D. Klingenberg et M. S. Martinez-Peria (2001), «Is the Crisis Problem Growing More Severe?», dans *Economic Policy*, 16 (32), pp. 51–82.
- Bouvier, J. (1960), *Le krach de l'Union Générale: 1878–1885*, Presses universitaires de France, Paris.
- CIE (1998), Commission Indépendante d'Experts Suisse – Seconde Guerre Mondiale, *La Suisse et les transactions sur l'or pendant la Seconde Guerre Mondiale*, rapport intermédiaire, OFCL, Berne.
- CIE (2002a), Commission Indépendante d'Experts Suisse – Seconde Guerre Mondiale, *La Suisse et les transactions sur l'or pendant la Seconde Guerre Mondiale*, [texte intégral en allemand uniquement], vol. 16 des publications de la CIE, Chronos, Zurich.
- CIE (2002b), Commission Indépendante d'Experts Suisse – Seconde Guerre Mondiale, *La Suisse, le national-socialisme et la Seconde Guerre mondiale*, rapport final, Pendo, Zurich.
- Clarida, R., J. Gali et M. Gertler (2000), «Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory», dans *Quarterly Journal of Economics*, 115 (1), pp. 147–180.
- Crettol, V. et P. Halbeisen (1999), *Les motivations monétaires des opérations sur or de la Banque nationale suisse pendant la Seconde Guerre mondiale*, tiré à part, BNS, Zurich.
- David, T. (1995), «Un indice de la production industrielle de la Suisse durant l'entre-deux-guerres», dans *Revue suisse d'histoire*, 45 (1), pp. 109–130.
- Deutsche Reichsbank (1910), *The Reichsbank 1876–1900*, Government Printing Office, Washington DC.
- Documents diplomatiques suisses 1848–1945 (1992), Commission nationale pour la publication des documents diplomatiques suisses (éd.), volume 15 (1943–1945), préparé sous la direction de P. Marguerat et L.-E. Roulet par R. Blättler, C. Krüttli-Tüscher et M. Perrenoud, Benteli, Berne.
- Dueker, M. (1999), «Measuring Monetary Policy Inertia in Target Fed Funds Rate Changes», dans *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 81 (5), pp. 3–9.
- Ehrsam, P. (1985), «Die Bankenkrise der 30er Jahre in der Schweiz», dans Eidgenössische Bankenkommission (éd.), *50 Jahre Eidgenössische Bankenaufsicht*, Schulthess, Zurich, pp. 83–118.
- Eichengreen, B. et J. Sachs, (1985), «Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s», dans *Journal of Economic History*, 45 (4), pp. 925–46.
- Eichengreen, B. et P. Temin (2000), «The Gold Standard and the Great Depression», dans *Contemporary European History*, 9 (2), pp. 183–207.
- Frech, S. (2001), *Clearing. Les opérations de paiement de la Suisse avec les puissances de l'Axe*, [texte intégral en allemand uniquement], volume 3 des publications de la Commission Indépendante d'Experts Suisse – Seconde Guerre Mondiale, Chronos, Zurich.

Friedman, M. et A. J. Schwartz (1963), *A monetary history of the United States, 1867–1960*, Princeton University Press, Princeton NJ.

Fuhrer, J. C. et G. R. Moore (1995), «Monetary Policy Trade-offs and the Correlation between Nominal Interest Rates and Real Output», dans *American Economic Review*, 85 (1), pp. 219–239.

Global Financial Database, www.globalfinancialdata.com.

Grossen, J.-M. (2001), «Transactions germano-suisse sur l'or pendant la Seconde Guerre mondiale», dans CIE (éd.), *La Suisse, le national-socialisme et le droit*, volume 18 des publications de la Commission Indépendante d'Experts Suisse – Seconde Guerre Mondiale, Chronos, Zurich, pp. 127–215.

Halbeisen, P. (1998), «Bankenkrise und Bankengesetzgebung», dans S. Guex (éd.), *Krisen und Stabilisierung: Die Schweiz in der Zwischenkriegszeit*, Chronos, Zurich, pp. 61–79.

Halbeisen, P. (2005), «Goldstandard oder «manipulierte Währung»? Partikularinteressen und Währungspolitik in den 1930er Jahren», dans *Traverse*, 12 (1), pp. 169–176.

Halbeisen, P. (2007), «Open Financial Markets in Switzerland and their Impact on Monetary and Financial Policy», dans M. Müller et T. Myllyntaus (éd.), *Pathbreakers: Small European Countries Responding to Globalisation and Deglobalisation*, Lang, Berne.

Halbeisen, P. et M. Müller (1998), «Die schrittweise Nationalisierung des Geldes: Von der Einführung der Schweizer Währung (Münzreform 1848) zur nationalen Kontrolle des Geldwesens (Gründung der Nationalbank 1907)», dans A. Mosser (éd.), *Österreichs Weg zum Euro. Aspekte – Perspektiven – Handlungsräume*, publications de l'Österreichische Gesellschaft für Unternehmensgeschichte, 20, Vienne, pp. 63–86.

Heer, M. (1937), *Die Abwertung des Schweizer Frankens*, [s.l., s.n.].

Holtfrerich, C.-L. (1986), *Die deutsche Inflation 1914–1923: Ursachen und Folgen in internationaler Perspektive*, De Gruyter, Berlin.

James, H. (2001), *The End of Globalization: Lessons from the Great Depression*, Harvard University Press, 2001, Cambridge MA.

Jaquemet, G. (1974), *Der Abwertungsgewinn der Schweizerischen Nationalbank aus dem Jahre 1936*, manuscrit, [s.l.].

Jung, J. (éd.), (2001), *Zwischen Bundeshaus und Paradeplatz: Die Banken der Credit Suisse Group im Zweiten Weltkrieg: Studien und Materialien*, Editions Neue Zürcher Zeitung, Zurich.

Kellenberger, E. (1937), «Die offizielle Währungspolitik der Schweiz», dans *Journal de statistique et revue économique suisse*, 73, pp. 309–320.

Kundert, H. (1907), *Was bringt uns die Nationalbank?*, publications de textes économiques de la Chambre de commerce de Zurich, 5, Bopp, Zurich.

Laidler, D. (1984), «Misconceptions about the Real Bills doctrine», dans *Journal of Political Economy*, 92 (1), pp. 149–155.

Lotz, W. (1881), «Diskonto und Diskontpolitik», dans J. Conrad et al. (éd.), *Handwörterbuch der Staatswissenschaft*, Jena: Gustav Fischer, vol. 2, pp. 932–943.

Lotz, W. (1976), *Geschichte und Kritik des deutschen Bankgesetzes vom 14. März 1875*, Auvermann, (réédition), Glashütten im Taunus.

Maissen, T. (2001), «Die Raubgoldproblematik 1933–1945», dans J. Jung (éd.), *Zwischen Bundeshaus und Paradeplatz: Die Banken der Credit Suisse Group im Zweiten Weltkrieg: Studien und Materialien*, Editions Neue Zürcher Zeitung, Zurich.

McCallum, B. T. et E. Nelson (2001), «Monetary Policy for an Open Economy: An Alternative Framework with Optimizing Agents and Sticky Prices», dans *NBER Working Paper Series*, 8175.

Meltzer, A. H. (2004), *A history of the Federal Reserve*, vol. 1, University of Chicago Press, Chicago.

Mints, L. W. (1945), *A history of banking theory in Great Britain and the United States*, University of Chicago Press, Chicago.

Mitchell, B. R. (1976), *European Historical Statistics: 1750–1970*, Columbia University Press, New York.

Müller, M. (2002), «Coping with barriers to trade: internationalisation strategies of Swiss firms in the interwar period», dans H. Bonin, Y. Lung et S. Tolliday (éd.), *Transnational Companies: 19th–20th Centuries*, Plage, Paris, pp. 239–254.

Müller, P. (2003), «La bataille pour le franc: la Suisse entre déflation et dévaluation (1931–1936)», dans P. Müller, I. Paccaud et J. M. Schaufelbuehl (éd.), *Franc suisse, finance et commerce: Politique monétaire helvétique 1931–1936? Les relations de la Suisse avec l'Angleterre (1940–1944) et la France (1944–1949)*, Antipodes, Lausanne, pp. 7–145.

Neldner, M. (2003), «Competition Necessarily Tends to Produce Excess: The Experience of Free Banking in Switzerland», dans *German Economic Review*, 4 (3), pp. 389–408.

Orphanides, A. (2003), «Historical Monetary Policy Analysis and the Taylor Rule», dans *Journal of Monetary Economics*, 50 (5), pp. 983–1022.

Palyi, M. (1934), *Monetary chaos and gold; an address on the European monetary problem before the Chicago council on foreign relations*, The University of Chicago Press, Chicago.

Perrenoud, M., R. López, F. Adank, J. Baumann, A. Cortat et S. Peters (2002), *La place financière et les banques suisses à l'époque du national-socialisme: les relations des grandes banques avec l'Allemagne (1931–1946)*, publications de la Commission Indépendante d'Experts Suisse – Seconde Guerre Mondiale, vol. 13, Payot, Lausanne.

Picard, J. (1994), *Die Schweiz und die Juden 1933–1945: Schweizerischer Antisemitismus, jüdische Abwehr und internationale Migrations- und Flüchtlingspolitik*, Chronos, Zurich.

Plessis, A. (1982), *La Banque de France et ses deux cents actionnaires sous le Second Empire*, Droz, Genève.

Redish, A. (2000), *Bimetallism: An economic and historical analysis*, Cambridge University Press, Cambridge.

Ritzmann, F. (1964), «Die Entwicklung des schweizerischen Bank- und Kreditsystems», dans *Ein Jahrhundert schweizerischer Wirtschaftsentwicklung: Festschrift zum hundert-jährigen Bestehen der Schweizerischen Gesellschaft für Statistik und Volkswirtschaft, 1864–1964*, Stämpfli, Berne.

Ritzmann, F. (1973), *Die Schweizer Banken: Geschichte, Theorie, Statistik*, Haupt, Berne.

Romer, C. et D. Romer (2002), «A Rehabilitation of Monetary Policy in the 1950s», dans *NBER Working Paper Series*, 8800.

Rossy, P. et R. Reimann (1936), *Commentaire de la loi fédérale du 8 novembre 1934 sur les banques et les caisses d'épargne*, Editions polygraphiques, Zurich.

Ruoss, E. (1992), *Die Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank 1907–1929: Grundlagen, Ziele und Instrumente*, thèse Zurich.

Sargent, T. J. et N. Wallace (1982), «The Real-Bills Doctrine versus the Quantity Theory of Money, A Reconsideration», dans *Journal of Political Economy*, 90 (6), pp. 1212–1236.

Sayers, R. S. (1957), *Central banking after Bagehot*, Clarendon Press, Oxford.

Sayers, R. S. (1976), *The Bank of England 1891–1944*, Cambridge University Press, Cambridge.

Statistique historique de la Suisse (1996), publié par H. Ritzmann-Blickenstorfer sous la direction de H. Siegenthaler, Chronos, Zurich.

Tanner, J. (2000), «Goldparität im Gotthardstaat: Nationale Mythen und die Stabilität des Schweizer Franken in den 1930er und 40er Jahren», dans *Etudes et sources des Archives fédérales suisses*, 26, pp. 250–280.

Tanner, J. (2003), «Bretton Woods and the European neutrals, 1944–1973», dans M. Flandreau, C.-L. Holtfrerich et H. James (éd.), *International financial history in the twentieth century: System and anarchy*, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 153–167.

Taylor, J. B. (1993), «Discretion versus policy rules in practice», dans *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, pp. 195–214.

Taylor, J. B. (1999), «A Historical Analysis of Monetary Policy Rules», dans J. B. Taylor (éd.), *Monetary Policy Rules*, University of Chicago Press, Chicago, pp. 319–347.

von Haberler, G. (1937), *Prosperity and Depression: A Theoretical Analysis of Cyclical Movements*, Société des Nations, Genève.

Wagner, A. (1866), «Diskonto und Diskontobanken», dans H. Rentzsch, *Handwörterbuch der Volkswirtschaftslehre*, Mayer, Leipzig.

Weber, E. J. (1992), «Free Banking in Switzerland After the Liberal Revolutions in the Nineteenth Century», dans K. Dowd (éd.), *The Experience of Free Banking*, Routledge, Londres, pp. 187–205.

Weisskopf, E. (1948), *Das schweizerische Münzwesen von seinen Anfängen bis zur Gegenwart*, Francke, Berne.

Wetter, E. (1918), *Bankkrisen und Bankkatastrophen der letzten Jahre in der Schweiz*, Orell Füssli, Zurich.

Wilkins, M. (1999), «Swiss Investments in the United States 1914–1945», dans S. Guex (éd.), *La Suisse et les grandes puissances, 1914–1945: relations économiques avec les Etats-Unis, la Grande-Bretagne, l'Allemagne et la France*, Droz, Genève.

Wolff, S. (1942), «Das Gold in der Kriegswirtschaft», dans *Neue Zürcher Zeitung*, n° 1291 du 16 août, p. 4.

Zimmermann, R. (1987), *Volksbank oder Aktienbank? Parlamentsdebatten, Referendum und zunehmende Verbandsmacht beim Streit um die Nationalbankgründung 1891–1905*, Chronos, Zurich.

Zurlinden, M. (2003), «Goldstandard, Deflation und Depression: Die schweizerische Volkswirtschaft in der Weltwirtschaftskrise», dans *Bulletin trimestriel de la BNS*, 21 (2), pp. 86–116.

2 De 1945 à 1982: de l'application de mesures administratives contre l'afflux de devises à la gestion de la masse monétaire sous le régime des changes flottants¹

PETER BERNHOLZ

2.1 Introduction

La Banque nationale suisse a été confrontée au fil de la période considérée à des problèmes considérables qui l'ont peu à peu conduite à une refonte radicale de sa politique, de son rôle institutionnel, de ses instruments et du cadre légal dans lequel elle exerce son activité. Ces problèmes sont nés de l'effondrement de l'étalon-or qui avait été rétabli au lendemain de la Première Guerre mondiale et dont la Grande dépression sonna le glas, du passage généralisé au contrôle des changes impliquant des restrictions aux échanges commerciaux et au trafic des paiements bilatéraux, ainsi que d'autres restrictions imposées durant la Seconde Guerre mondiale, restrictions qui entraînèrent notamment un gel des avoirs suisses, y compris ceux de la BNS, aux Etats-Unis et au Royaume-Uni.

La Suisse dut donc s'employer, dans l'après-guerre, à revenir à des échanges de biens et de services plus libres et, par conséquent, à un trafic des paiements plus libéralisé. Elle poursuivit cet objectif pas à pas et non sans peine, s'appuyant d'abord sur des accords bilatéraux et l'octroi de crédits. Mais quand, sous la pression des Etats-Unis et avec leur aide dans le cadre du plan Marshall, les pays d'Europe occidentale se résolurent en 1949 à renouer progressivement avec le multilatéralisme économique et monétaire, puis fondèrent l'Union européenne des paiements (UEP), le Conseil fédéral (le gouvernement suisse) reconnut qu'il n'était pas dans l'intérêt du pays de rester en marge de ce mouvement. Il opta pour l'adhésion à l'UEP, bien que la Suisse ne fit pas partie des bénéficiaires du plan Marshall. L'UEP créait les conditions requises pour une large libéralisation des échanges commerciaux et des opérations de paiement, ce qui ouvrit la voie à l'Accord monétaire européen (AME)

1 Je remercie Patrick Halbeisen de son aide généreuse, Stefanie Schnyder et Evelyn Ingold de la collecte fastidieuse et du traitement compétent des données contenues dans les tableaux. En outre, je suis reconnaissant à la Banque nationale de m'avoir permis d'étudier de manière fructueuse les documents la concernant à la Banque d'Angleterre, à Londres. A Hans Bär, John Lademann, Kurt Schiltknecht, Günther Schleiminger et Hans Stahel ma gratitude pour m'avoir accordé des entretiens dont j'ai tiré de précieuses informations sur le contexte de l'époque.

en 1958. Ce dernier permit le retour à la convertibilité externe des monnaies, c'est-à-dire la possibilité pour les non-résidents d'acheter et de vendre sans restriction les principales devises.

Ce retour à la convertibilité intervint dans le cadre du système de Bretton Woods, qui instaura un étalon-or assoupli et assorti de cours de change fixes, mais avec certaines possibilités de dépassement en cas de difficultés temporaires de balance des paiements. Assoupli parce que, désormais, la possibilité de convertir de l'or (convertibilité-or) en dollars (auprès du Trésor américain) et vice-versa au prix fixe de 35 dollars l'once (parité-or) n'était plus donnée à tout un chacun, mais uniquement aux autorités monétaires. Bien que la Suisse n'ait adhéré aux institutions de Bretton Woods qu'en 1992 (6.2), elle y était liée de facto par le biais de la libre convertibilité du franc et du système de changes fixes.

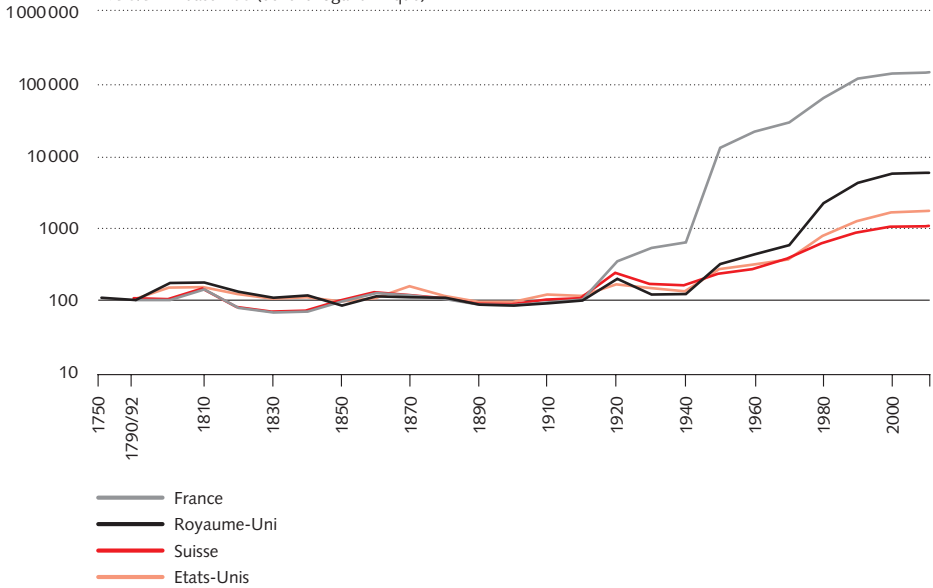
Le système de Bretton Woods s'effondra toutefois une décennie à peine après le retour à la convertibilité, car les Etats-Unis – mais aussi d'autres pays – ne s'en tenaient pas aux règles de l'étalon-or, menant au contraire une politique monétaire trop expansionniste. Cette politique provoqua aux Etats-Unis des déficits de balance des paiements et des sorties d'or, tandis qu'elle se traduisit dans les pays poursuivant une politique de stabilité, comme la Suisse et l'Allemagne, par une inflation dite importée, dans la mesure où l'afflux non compensé de devises et d'or faisait gonfler à l'excès la monnaie de banque centrale. Confronté à la diminution des réserves métalliques des Etats-Unis, le Président Nixon mit fin à la convertibilité-or restreinte en août 1971, forçant ainsi les principaux pays à passer à un système de changes flottants au début de 1973. Ce changement conféra aux banques centrales concernées un pouvoir supplémentaire important, puisqu'elles avaient dorénavant la possibilité de pratiquer une politique monétaire indépendante.

Dans la période de l'après-guerre, la Banque nationale mit aussi peu d'empressement que le législateur à se plier aux changements que les problèmes évoqués avaient rendus inévitables. Très longtemps, on espéra un retour à l'étalon-or intégral. C'est ainsi que le maintien du cours légal de l'or en franc (parité-or) demeura le principal objectif de la politique de la Banque nationale jusqu'en 1973. Ce régime instaurait des cours de change par définition fixes tant que les autres pays ne modifiaient pas la parité de leur monnaie face au dollar. Formellement, ce n'est qu'en 2000 qu'une modification de la Constitution fédérale mit un terme à la parité-or (9.2). D'une certaine façon, cette attitude de la BNS, longtemps partagée de surcroît par la Confédération et les milieux politiques, économiques et scientifiques du pays, était compréhensible, car le système de Bretton Woods avait permis de rétablir après la Seconde

Graphique 2.1

Evolution des indices du coût de la vie dans quatre pays développés, de 1750 à 2006

1790/92 = base 100 (échelle logarithmique)



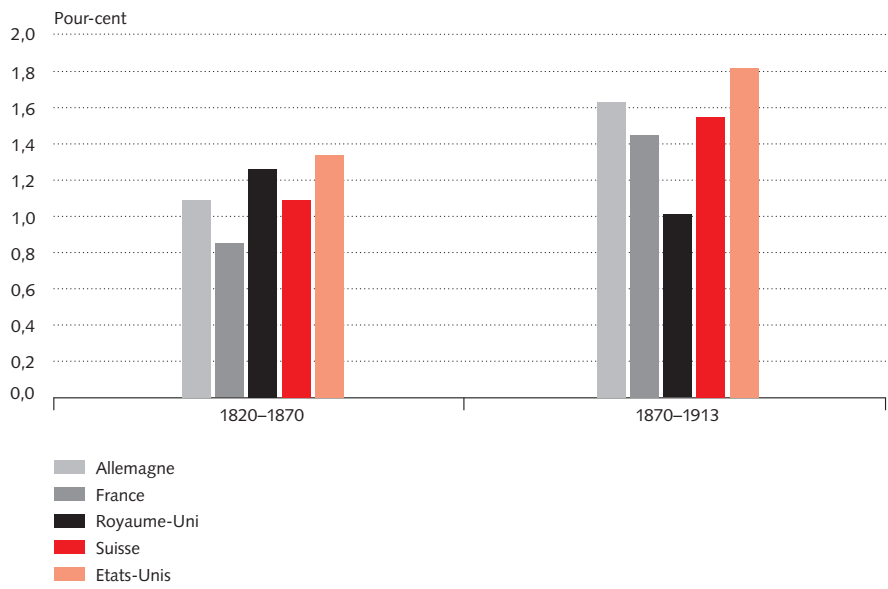
Sources: Mitchell (1976). FMI (1980 et années suivantes).

Guerre mondiale ne serait-ce qu'une forme assouplie d'étalon-or à l'échelle internationale. En outre, les expériences faites avant 1914 sous le régime de l'étalon-or s'étaient révélées fort positives. Contrairement aux systèmes monétaires ultérieurs, il avait garanti la stabilité des prix à long terme sans empêcher une croissance durable du produit national brut (PNB) par habitant (voir graphiques 2.1 et 2.2).

Outre le maintien de la parité du franc et, partant, des cours de change fixes par rapport aux principales monnaies, un second objectif permanent de la politique de la BNS consista à ne laisser augmenter la masse monétaire qu'en proportion de la croissance de l'économie, de manière à prévenir autant que possible une évolution inflationniste. Mais ces deux objectifs devaient nécessairement entrer en conflit, et donc engendrer des difficultés.

Pays neutre, la Suisse avait traversé sans trop de dommages la Seconde Guerre mondiale. Elle avait même pu maintenir dans une large mesure la convertibilité du franc par rapport à d'autres monnaies et à l'or. La parité-or n'ayant pas été modifiée et l'étalon-or et ses mécanismes d'ajustement s'étant effondrés à la suite de la Grande dépression, le franc se retrouva sous-évalué, alors que l'état de l'économie suisse était dans l'ensemble satisfaisant. Cette

Graphique 2.2
Accroissement annuel moyen du produit national brut par habitant dans cinq pays occidentaux, de 1820 à 1913



Source: Maddison (2001), p. 186.

situation se traduit par une balance des paiements excédentaire et, de ce fait, par un afflux d’or et de devises à la Banque nationale. Etant donné que ces achats d’or et de devises provoquaient un gonflement de la monnaie de banque centrale et attisait du même coup l’inflation, la Banque nationale tenta, avec l’aide de la Confédération, de les contrer par des mesures de protection. Ces mesures, que l’économiste bâlois Edgar Salin avait de manière pertinente désignées par le terme de *Devisenbann-Wirtschaft*² (mesures administratives contre l’afflux de devises), consistèrent notamment au cours des années quarante en une segmentation du marché du dollar et un contingentement de certaines exportations. La situation en Suisse présentait un contraste flagrant avec celle de la plupart des autres pays qui, comme le Royaume-Uni et la France, connaissaient une pénurie d’or et de devises par suite du niveau trop élevé du cours de change fixe de leurs monnaies et en vinrent pour cette raison à instaurer un contrôle des changes rigoureux.

Des mesures administratives contre l’afflux de devises furent maintenues en Suisse après le passage à la convertibilité en 1958, et il y fut même fait appel

2 Salin (1964).

après l'effondrement du système de Bretton Woods et l'avènement du régime des changes flottants en 1973. La raison en tenait cette fois-ci à la surréaction, inhérente aux changes flottants, des variations de cours par rapport à la parité des pouvoirs d'achat avec les pays partenaires³. Cette situation se traduisait généralement par une surévaluation du franc, particulièrement indésirable pour un petit pays comme la Suisse du fait de l'importance de son industrie d'exportation, dont les produits renchérisaient d'autant sur les marchés étrangers. Les mesures de sauvegarde prises par les autorités consistaient à limiter les entrées de capitaux, via notamment l'interdiction de certaines formes de placements, le prélèvement d'intérêts négatifs sur les avoirs détenus par des non-résidents, ou encore une limitation des emprunts à l'étranger.

Hormis ces mesures administratives, qui se révélèrent globalement inefficaces et furent par conséquent abandonnées en 1979, une autre caractéristique de la politique monétaire suisse fut sa contribution dans les années soixante, sous forme de crédits internationaux, à la tentative de sauvegarde du système de Bretton Woods et de son régime de changes fixes. Une telle stratégie obéissait au premier objectif susmentionné, soit celui de ne pas modifier la parité-or du franc. Elle impliquait une modification significative de la politique monétaire de la BNS, puisque auparavant seule la Confédération était réputée avoir la compétence d'accorder des crédits internationaux. Un tournant plus important encore fut pris après le passage aux changes flottants avec la mise en place d'une politique monétaire indépendante basée sur le pilotage de la masse monétaire. Comme évoqué précédemment, un conflit ne tarda pas à se manifester entre une politique axée sur la stabilité des prix et l'objectif consistant à contenir la surévaluation du franc.

La politique monétaire suisse, à l'instar de l'ensemble de la politique économique du pays, présentait une autre caractéristique, à savoir l'implication quasiment institutionnelle, inhabituelle dans d'autres pays, de groupes d'intérêts dans les processus décisionnels. Cette singularité tient sans doute aux particularités du système politique helvétique, telles que la démocratie directe avec possibilité de référendums et d'initiatives populaires, un gouvernement de concordance (une espèce de grande coalition), le fédéralisme, et une administration fédérale très longtemps peu étendue. Parmi les principaux acteurs, on peut mentionner le *Vorort* (nom donné à la direction générale de l'Union suisse du commerce et de l'industrie), l'Association suisse des banquiers (ASB), mais aussi les grandes banques et les associations professionnelles d'autres branches, telles l'horlogerie et l'industrie textile. L'influence de réglementations

3 Bernholz (1982), pour une analyse historique du phénomène.

non étatiques sur la politique monétaire se lit dans le fait que la Banque nationale a même conclu de véritables contrats ou *gentlemen's agreements* avec l'ASB, les grandes banques, l'horlogerie et l'industrie textile.

Dans les pages ci-après, le chapitre 2.2 revient en détail sur l'évolution des événements jusqu'à la fin de l'UEP et au passage à la convertibilité. Au chapitre 2.3 suit le compte rendu des modifications apportées par la BNS à sa politique monétaire dans le cadre des mesures prises pour tenter de stabiliser le système de Bretton Woods. Enfin, le chapitre 2.4 relate l'évolution de la politique de la masse monétaire après l'instauration des changes flottants et ses conséquences.

2.2 La sortie de l'isolement et l'abandon hésitant des mesures administratives contre l'afflux de devises

2.2.1 La politique économique extérieure

A la fin de la Seconde Guerre mondiale, la Suisse se trouvait confrontée à des problèmes politiques et économiques considérables, alors même que son appareil de production était resté intact, que la Banque nationale possédait d'abondantes réserves d'or et de devises, et que la convertibilité du franc avait pu être maintenue, ce qui en faisait une monnaie recherchée sur le plan international. Ces difficultés tenaient d'une part à l'interruption des échanges avec les pays d'Europe dévastés par la guerre, d'autant que l'effondrement de l'Allemagne avait privé la Suisse de son principal partenaire commercial, qui lui fournissait traditionnellement une bonne partie des matières premières et des denrées alimentaires nécessaires à son industrie et à sa population. D'autre part, les Alliés, Etats-Unis en tête, reprochaient à la Suisse d'avoir favorisé l'effort de guerre des puissances de l'Axe, et notamment de l'Allemagne⁴. La Banque nationale elle-même aurait accordé un traitement de faveur à l'Allemagne en lui achetant de l'or – acquis de surcroît en partie de manière illégitime par la *Reichsbank*. Avant même leur entrée en guerre, les Etats-Unis avaient gelé sur leur territoire tous les avoirs de l'Allemagne, de l'Italie, mais aussi des pays européens neutres, y compris par conséquent les réserves d'or et de devises de la BNS, également bloquées d'ailleurs au Royaume-Uni et au Canada. Après la libération de la France, les transports ferroviaires de marchandises acquises par la Suisse et stockées dans la péninsule ibérique furent même interrompus. Sous l'angle de la politique de la Banque nationale, un facteur particulièrement important était que la Suisse avait dégagé

4 Spahni (1977), pp. 25s et p. 39. Durrer (1984), p. 172.

un excédent de ses échanges commerciaux avec la plupart de ses partenaires pendant les hostilités. Il en avait résulté un afflux d'or et de devises qui avait fait gonfler la monnaie de banque centrale (constituée des billets de banque en circulation et des avoirs détenus par les banques à l'institut d'émission) et favorisé ainsi l'inflation. La balance commerciale avait également été excédentaire avec les Etats-Unis. La Banque nationale avait fait convertir en or les avoirs en dollars correspondants, mais ceux-ci, étant gelés, ne pouvaient être utilisés pour l'achat de biens hors des Etats-Unis. D'autre part, pour leur éviter la faillite, la BNS était obligée d'échanger contre des francs les dollars que les exportateurs recevaient en paiement de leurs ventes aux Etats-Unis, ce qui augmentait d'autant la quantité de monnaie centrale⁵.

Dans ces conditions, il était du devoir de la Confédération et de la BNS de parvenir le plus rapidement possible à normaliser au maximum les relations économiques extérieures. La levée par les Alliés du gel des avoirs détenus à l'étranger dépendait de l'Accord de Washington de 1946. Or, l'exécution de cet accord fut retardée de plusieurs années, les Alliés exigeant la «certification» de tous ces avoirs, afin d'en distinguer les avoirs «ennemis» destinés à être confisqués à leurs propriétaires. De plus, la Suisse dut verser 250 millions de francs aux Alliés pour les amener à signer l'accord. Ce versement fait plus loin l'objet d'un commentaire, étant donné que la Banque nationale fut contrainte de s'y associer, ce qui n'alla pas sans affecter ses rapports avec la Confédération.

Les mesures prises par la Suisse et les accords qu'elle conclut pour sortir de son isolement en matière de politique commerciale ayant déjà été relatés par ailleurs, nous nous bornerons à les esquisser ici⁶. Après un premier accord (dit Accord Currie) signé le 8 mars 1945, les Alliés assouplirent leurs restrictions à l'importation. Néanmoins, certaines marchandises rares ne pouvaient être acquises que par leur intermédiaire, et le pool de navigation allié n'était pas en mesure de mettre à disposition de la Suisse le volume de cale nécessaire. Ce n'est qu'après la fin de la guerre avec le Japon que l'on assista à un véritable assouplissement. Dans cette partie de poker, les atouts des Alliés reposaient sur le gel des avoirs ainsi que sur le contrôle de nombreuses matières premières et sur celui des voies d'accès. De son côté, la Suisse pouvait s'appuyer sur un appareil de production industrielle intact, qui pourrait s'avérer très utile pour la reconstruction de l'Europe, ainsi que sur ses abondantes réserves monétaires, qui lui permettaient d'octroyer des crédits internationaux. Ces crédits avaient cependant pour effet d'accroître la monnaie de

5 Durrer (1984), à propos des relations financières.

6 Spahni (1977).

banque centrale, dans la mesure où ils étaient utilisés pour financer des importations en provenance de la Suisse. Un premier crédit de 250 millions de francs fut accordé le 22 mars 1945 à la France, qui se déclara en contrepartie disposée notamment à rouvrir le port de Marseille aux importations helvétiques. Par ailleurs, à la faveur d'un accord commercial arraché de haute lutte à l'automne de la même année, la Suisse, qui avait menacé de bloquer la deuxième tranche de ce crédit, put s'assurer de la livraison par la France de certaines marchandises, dont du charbon. Des accords bilatéraux de commerce et de paiement furent ensuite conclus en 1945 et en 1946 avec la Belgique, les Pays-Bas et le Royaume-Uni, auquel fut accordé un crédit substantiel dans le cadre de l'accord de paiement. Eu égard toutefois à l'importance du déficit enregistré par ce pays dans ses échanges commerciaux, la Suisse restreignit rapidement ses exportations à destination du Royaume-Uni.

Les relations commerciales avec les Etats-Unis furent plus difficiles à normaliser. Ces derniers insistaient sur une limitation des exportations suisses de montres et exigeaient en lieu et place de recevoir les machines qui servaient à les fabriquer, de manière à promouvoir leur propre industrie horlogère. La Suisse, qui tenait au contraire à protéger la sienne, dut finalement faire des concessions sur les deux points pour aboutir à un règlement des relations commerciales entre les deux pays. Le Royaume-Uni émit des prétentions analogues. En dépit de ces difficultés, la Suisse avait réussi entre la fin de 1946 et le début de 1947 à renouer des relations commerciales bilatérales avec presque tous les pays d'Europe et à protéger, voire intégrer dans ces accords les intérêts de son économie touristique et de ses principales industries d'exportation, qui n'étaient pourtant pas, pour la plupart, productrices de biens de première nécessité. Ce succès n'allait pas de soi, tant la pénurie de devises sévissait dans la plupart des pays européens, et il ne put être scellé qu'au prix d'âpres négociations. Il s'est agi ensuite de préserver et de développer ces relations bilatérales, puis finalement de passer à un système multilatéral. En effet, dans les relations bilatérales, l'ampleur des échanges est limitée par les capacités du plus faible des deux partenaires, ce qui n'est pas le cas des relations multilatérales.

2.2.2 La politique monétaire et les mesures administratives contre l'afflux de devises

Dans ce contexte, la Banque nationale a pu mener sa politique monétaire jusqu'à la dévaluation de la livre sterling et d'autres monnaies à l'automne 1949, et jusqu'à la création de l'UEP. Le problème fondamental qui se posait à elle, compte tenu des parités en vigueur, était celui de l'excédent de la balance des paiements et de la balance commerciale de la Suisse. En dépit des déva-

valuations de la livre et de la plupart des autres monnaies intervenues en 1949, dévaluations restées sans influence sur les excédents persistants de la balance suisse des paiements – le cours du dollar demeurant il est vrai inchangé –, le franc se trouvait manifestement sous-évalué. La Banque nationale était pourtant d'un autre avis, confortée qu'elle était par le fait que l'excédent de la balance commerciale se mua au fil des ans en un déficit.

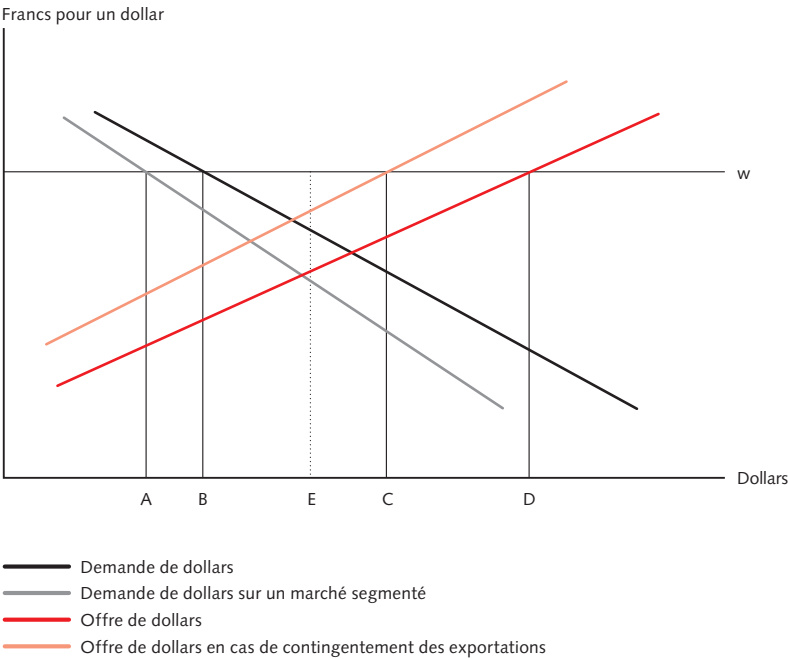
Le conflit entre sous-évaluation du franc et gestion de la masse monétaire

La Direction générale de la BNS espérait qu'une normalisation progressive pourrait intervenir quand bien même la parité-or en vigueur serait maintenue. Mais le maintien de la parité était incompatible avec la limitation de la croissance de la monnaie de banque centrale. La Banque nationale chercha à résoudre les problèmes qui en résultaient en divisant le marché, notamment celui du dollar, qui était la monnaie la plus recherchée et la plus rare dans tous les autres pays, et en instaurant des mesures administratives contre l'afflux de devises. S'ajouta à cela, en réponse au vœu des Alliés, un arrêté fédéral datant du 2 mars 1945 qui interdisait le négoce de billets de banque étrangers, y compris leur importation et leur exportation. Pendant un certain temps, ces interventions furent complétées par des ventes d'or sur le marché libre et d'autres mesures telles qu'un rachat d'or par la Confédération. De telles mesures visaient à empêcher ou à réduire l'afflux de métal jaune et de devises en Suisse, lequel nourrissait les tendances inflationnistes par le biais de la croissance de la monnaie de banque centrale, à chaque fois que la BNS échangeait cet or et ces devises contre des francs.

Le graphique 2.3 permet de mieux comprendre ces liens de cause à effet. Il représente l'offre et la demande de dollars en fonction du prix du dollar en franc, ainsi que le cours officiel du dollar résultant de la parité-or, autrement dit son prix en francs. Plus le dollar est cher, plus son offre augmente et plus sa demande baisse. Au cours officiel du dollar, une offre excédentaire, matérialisée par le segment D–B, est observée. Sans mesures supplémentaires, la Banque nationale aurait dû «éponger» cette offre excédentaire par des francs, de manière à maintenir le prix officiel, à savoir la parité-dollar. Une telle opération aurait cependant entraîné un accroissement de $w(D-B)$ francs de la monnaie de banque centrale, lequel aurait eu des effets inflationnistes dans la mesure où le PNB réel n'aurait pas augmenté en proportion. On parle dans un tel cas d'inflation importée.

Les premières mesures à caractère administratif auxquelles la BNS recourut pour tenter de limiter l'offre excédentaire de dollars comportaient deux volets essentiels. Le premier consista en un contingentement rigoureux des

Graphique 2.3
Présentation schématique de la segmentation du marché du dollar des Etats-Unis



w = cours de change issu de la parité-or

exportations dont les recettes pouvaient être réglées au cours officiel du dollar. C'est ce que le graphique représente par un déplacement de la courbe de l'offre de dollars vers la gauche (ligne rose). L'offre excédentaire de dollars s'en trouve réduite au segment C–B. Le contingentement des exportations fut imposé à partir du 1^{er} mars 1944 à l'industrie horlogère (jusqu'en janvier 1946) et à compter du 1^{er} janvier 1945 à l'ensemble du secteur industriel (jusqu'en mai 1947).

Le second volet consista à n'autoriser la conversion sur le marché officiel du dollar, au cours de change officiel, que des dollars issus d'opérations commerciales, tandis que les autres transactions devaient être réglées à des cours variables sur le marché libre, que l'on nomma dès lors le marché du dollar financier. Mais étant donné que le cours qui s'y formait était naturellement inférieur au cours officiel, les importateurs auraient été tentés, sans restrictions supplémentaires, d'y recourir pour leurs achats de dollars. C'est pourquoi le financement des importations sur le marché libre fut également interdit peu de temps après le gel des avoirs suisses aux Etats-Unis. Il est néanmoins permis de penser que les importations ne furent pas toutes réglées au

cours officiel. C'est ce que suggère sur le graphique 2.3 le déplacement de la courbe de la demande de dollars vers la gauche (ligne grise).

Les mesures ainsi décrites ne suffirent toutefois pas à éliminer complètement l'offre excédentaire de dollars (segment C–A). Au contraire, il subsista après la segmentation du marché une offre excédentaire sur le marché officiel, matérialisée par le segment C–E, tandis que le reste (E–A) était absorbé par le marché du dollar financier. La Banque nationale n'intervenant pas sur le marché financier, elle dut racheter des dollars pour $w(C-E)$ francs sur le marché commercial, afin d'y maintenir la parité-dollar.

La Banque nationale prit un certain nombre de mesures afin de réduire la croissance de la monnaie de banque centrale résultant de ces rachats massifs de dollars. Premièrement, elle n'échangea directement contre francs que la moitié des recettes d'exportations en dollars, bloquant l'autre moitié pour trois ans sur des comptes ouverts dans ses livres⁷. Deuxièmement, elle réduisit la croissance de la monnaie de banque centrale en vendant sur le marché des lingots et des pièces d'or contre francs, pratiquant ainsi une politique d'*open market* au moyen du métal jaune. Troisièmement, la Confédération limita l'accroissement de la monnaie de banque centrale en reprenant à partir de 1943 une partie de l'offre excédentaire de dollars après l'avoir échangée contre de l'or. Comme elle finançait la contre-valeur en francs nécessaire à ces rachats par des recettes fiscales ou par des emprunts, ces opérations ne provoquaient pas d'augmentation de la monnaie de banque centrale.

La segmentation du marché des changes

La segmentation du marché du dollar intervint trois mois à peine après le gel des avoirs suisses aux Etats-Unis, le 7 septembre 1941. Elle prit la forme d'un *gentlemen's agreement* conclu entre la Banque nationale et les banques suisses. Ces dernières s'engageaient à n'utiliser pour le paiement des importations que des dollars provenant d'exportations de biens, de paiements d'assurances, ainsi que de versements destinés à couvrir les besoins normaux des représentations diplomatiques en Suisse et de règlements faits à titre de soutien ou dans un but de bienfaisance. Ces transactions s'effectuaient au cours officiel de 4,30 francs pour un dollar. La Banque nationale s'engageait de son côté à racheter au même cours le surplus résiduel de dollars. Ces mesures furent complétées en 1942 par un autre accord avec les banques, puis, peu après, par un arrêté fédéral instaurant des restrictions au commerce, à l'importation et à l'exportation d'or.

7 BNS (1957), pp. 127ss.

Les ventes d'or de la BNS avaient commencé en 1940/41 et s'achevèrent en septembre 1947. Au total, la Banque nationale vendit de l'or pour une valeur de 1388 millions de francs, dont 468 millions pour la seule année 1947⁸. Cette politique servit également, jusqu'en 1944 surtout, à tenter de stabiliser le prix du métal jaune. A cela s'ajoutèrent des ventes considérables à l'industrie.

La Confédération se mit à acheter de l'or en 1943. Ses réserves de métal jaune atteignirent leur plus haut niveau en 1947, avec 1258 millions de francs, dont 463 millions appartenaient à des exportateurs dont les avoirs avaient été gelés, mais devaient être libérés au terme du délai de blocage de trois ans. Le financement de ces réserves coûtant relativement cher à la Confédération, la Banque nationale fut disposée en 1947, à la faveur d'une détente sur le marché du dollar, à reprendre progressivement l'essentiel des réserves d'or de la Confédération. L'équivalent de 250 millions de francs avait déjà été utilisé, comme nous l'avons vu plus haut, pour le versement destiné aux Alliés en vertu de l'Accord de Washington. La Banque nationale y contribua par un paiement de 100 millions de francs à la Confédération (2.2.3). En 1948, les réserves d'or de la Confédération ne s'élevaient donc plus qu'à 182 millions de francs; mais elles se reconstituèrent au cours des deux années suivantes en raison d'une augmentation de l'excédent de la balance des paiements⁹.

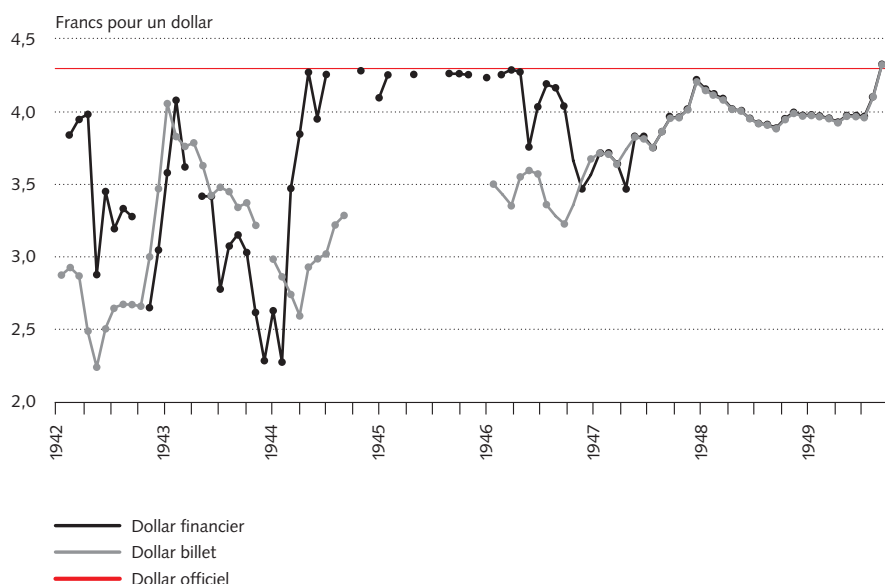
Initialement restreint à New York, le marché du dollar financier s'étendit à la Suisse après la guerre. En 1944, le billet vert s'inscrivait à 2,29 francs, son cours plancher, mais il se reprit par la suite (voir graphique 2.4).

Ainsi qu'il ressort de ses déclarations devant le Conseil de banque – l'organe de surveillance de la BNS – comme d'ailleurs des mesures qui furent prises, la Direction générale était convaincue qu'un accroissement de la monnaie de banque centrale, et donc de la masse monétaire dans son ensemble, exercerait un effet inflationniste. En ce sens, la Direction générale avait fait sienne la théorie quantitative de la monnaie et poursuivait un objectif de stabilité des prix. Sa politique révéla néanmoins des contradictions, puisque le maintien de la parité-or telle qu'elle avait été fixée, et donc de la parité-dollar, impliquait une offre excédentaire de billets verts et, finalement, un accroissement de la monnaie de banque centrale. Sans compter que l'obligation faite aux importateurs d'acheter les dollars qui leur étaient nécessaires au cours officiel renchérisait et réduisait d'autant les importations, contribuant par là même à attiser l'inflation (voir graphique 2.3).

8 BNS (1957), p. 143s.

9 BNS (1957), p. 145ss.

Graphique 2.4
Cours financier, billet et officiel du dollar des Etats-Unis, de 1942 à 1949



Sources: Käch (1954). Banque cantonale de Bâle (1923–1950). BNS, cours du dollar financier (diverses années).

De surcroît, la segmentation du marché s'accompagna de dysfonctionnements au demeurant inévitables. Etant donné que la délimitation entre opérations commerciales et opérations financières restait par la force des choses aussi floue que la définition des activités d'utilité publique, de bienfaisance et autres situations de précarité, la Banque nationale fut contrainte de donner suite à une quantité de demandes de conversion de dollars au cours officiel et d'autoriser certaines transactions au cours du dollar financier. Ce qui n'excluait pas un certain arbitraire. Ainsi que l'illustre le tableau A 2.1 en annexe, la Direction générale eut à se prononcer sur 225 demandes en 1946 et en 1947, années choisies ici à titre d'exemple. En moyenne, il lui fallut donc traiter ce genre de demandes à chacune de ses séances quasi hebdomadaires, sans parler du travail préparatoire incombant aux collaborateurs chargés des dossiers. La façon dont se répartissent ces requêtes montre également que la Direction générale ne s'en tint pas toujours au cadre fixé. Il suffit pour cela de se reporter à la liste des demandes, émanant de communes, de particuliers, des milieux du tourisme, ou encore des organisations internationales, qui bénéficièrent d'un traitement de faveur. L'approbation d'une demande apportait au requérant des avantages financiers non négligeables, ce qui explique sans doute la fréquence des requêtes, et influença assurément leur formulation. On retiendra à

ce propos que les bénéfices réalisés ces deux mêmes années sur les montants sollicités et approuvés atteignirent respectivement 8,4 et 9,5 millions de francs de l'époque (voir tableau A 2.2). Leur valeur se situerait aujourd'hui, compte tenu de l'évolution du coût de la vie, à quelque 40 millions de francs.

Par ailleurs, les décisions de la Direction générale n'étaient pas toujours au-dessus de tout soupçon. L'arbitraire – souvent inévitable – de certaines décisions est illustré par quelques exemples. On constate d'abord une discrimination de l'économie privée, illustrée par le fait qu'à plusieurs reprises la Confédération fut seule à pouvoir importer des marchandises en ayant recours au dollar financier¹⁰. Mais il y eut d'autres cas, plus problématiques. C'est ainsi que la demande d'un fonctionnaire du Département fédéral des finances (DFF) portant sur la conversion de 9100 dollars en vue de l'acquisition d'un petit logement destiné à ses parents de retour en Suisse fut acceptée au motif qu'il s'agissait – aux dires mêmes du 2^e département, qui accéda à la requête – «d'un ami proche du chef du Département fédéral des finances et des douanes»¹¹. Un autre cas concerne la demande d'un premier secrétaire de la légation des Etats-Unis à Berne, que l'on ne voulait manifestement pas froisser. Ce diplomate avait remis à la Banque populaire un chèque de 3500 dollars à convertir au cours officiel, pour le financement de la construction d'un chalet à Gstaad. Sa requête fut approuvée sur la recommandation du 2^e département¹². Un troisième exemple a trait à la conversion au cours de change officiel d'un avoir de 10000 dollars auprès de la société Morgan & Co.; cette demande avait été présentée par le ministre Walter Stucki, signataire méritant de l'Accord de Washington¹³.

Pour le reste, la segmentation du marché revenait en quelque sorte à subventionner les exportations, tandis que les importateurs et, en dernier ressort les consommateurs, étaient désavantagés par les prix élevés des importations. Il ne faut pas perdre de vue non plus que cette segmentation, ajoutée aux mesures administratives contre l'afflux de devises, incitait à surfacturer les exportations et à sous-facturer les importations, la différence pouvant être récupérée à meilleur compte sur le marché libre. Un autre moyen de contourner la réglementation consistait à effectuer des opérations triangulaires: une entreprise pouvait par exemple acheter à des prix avantageux certains biens aux Etats-Unis avec des dollars financiers, les faire livrer dans un pays tiers et, de là, les importer en Suisse au cours officiel. De telles fraudes ou dérapages

10 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1948), 5 mars, n° 301.

11 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1947), 10 juillet, n° 908.

12 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1946), 21 juin, n° 707.

13 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1946), 6 septembre, n° 1115.

sont une conséquence inévitable des interventions de l'Etat sur le marché et appellent forcément à les multiplier sans cesse, comme l'avait déjà démontré Ludwig von Mises¹⁴.

Des difficultés supplémentaires touchaient les entreprises qui tiraient une grande partie de leurs revenus de l'exportation de services ou de l'activité de leurs filiales à l'étranger, alors que leurs charges étaient pour l'essentiel libellées en francs. C'est ainsi que Ciba, entreprise chimique importante, fit valoir en mars 1949 des difficultés financières croissantes: l'âpreté de la concurrence l'obligeait à procéder à des investissements en Suisse, pour le financement desquels il lui fallait transférer un montant de 2,5 millions de dollars provenant de ses participations aux Etats-Unis. Aussi demanda-t-elle la conversion de ces dollars au cours officiel. Le président de la Direction générale, Paul Keller, s'y opposa, faisant valoir que l'industrie et les banques devaient être traitées sur un pied d'égalité, et avançant à la rigueur la possibilité d'un règlement par tranches. A la demande du chef du 3^e département, Alfred Hirs, la Banque nationale accepta finalement la conversion de 500 000 dollars, sans exclure l'éventualité d'un réexamen ultérieur. Une requête de Swissair, en août 1949, mit le doigt sur d'autres problèmes. Selon la réglementation en vigueur, cette compagnie devait se procurer les dollars nécessaires à l'achat d'avions aux Etats-Unis au cours officiel. Par contre, elle ne pouvait convertir ses recettes en dollars qu'au cours financier, puisqu'il s'agissait de services. Elle n'était pas autorisée à utiliser directement ses dollars pour acheter des appareils, ce qui la désavantageait par rapport à ses concurrents étrangers. Au sein de la Direction générale, les avis furent partagés quant à la solution à retenir. Ce n'est que lors de la séance suivante qu'il fut décidé de garantir à Swissair un traitement de faveur pour ses demandes de conversion, sous la condition cependant qu'elles seraient réexaminées mensuellement sur la base des justificatifs présentés¹⁵.

Enfin, les interventions de la Banque nationale entraînèrent une forte augmentation des formalités administratives, dont une bonne partie put néanmoins être répercutée, en Suisse, sur des groupements d'intérêts privés censés par exemple certifier la conformité des documents d'importation. Toujours est-il que l'Office suisse de compensation, responsable du contrôle des mesures en question, entretenait en 1949 un effectif de 820 personnes, qui n'étaient plus que 32 en 1964. Cet office ne fut dissous qu'à fin 1978. L'Office

14 von Mises (1929).

15 A propos de la requête de Ciba: BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1949), 17 mars, n° 297. Pour Swissair: BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1949), 25 août, n° 910, et 8 septembre, n° 954.

fédéral du contrôle des prix atteignit son effectif maximum en 1944, avec 381 collaborateurs, mais en employait encore 274 en 1948. L'effectif des collaborateurs du DFF connut une hausse durant et après la guerre, passant de 4290 en 1939 à 5510 en 1949, sans que l'on puisse déterminer quelle part de cette augmentation est imputable aux mesures administratives contre l'afflux de devises.

Le contrôle administratif du marché de l'or

Des problèmes analogues découlèrent des restrictions apportées au commerce de l'or, dont l'ampleur varia entre 1942 et 1952. En 1948 par exemple, le nombre des demandes, qui s'élevait à 468 (voir tableau A 2.3.1), fut même supérieur à celui des requêtes concernant les opérations sur devises. Là encore, il fut impossible d'éviter que soient prises de manière discutable des décisions à caractère discrétionnaire, ce qu'indique au demeurant le fait que certaines autorisations étaient conditionnelles. Par ailleurs, ces opérations mettaient en jeu des quantités considérables de métal jaune, à savoir, en chiffres ronds, 21 tonnes pour les demandes d'importation et 9 tonnes pour les demandes d'exportation. Les possibilités de gain en cas d'autorisation d'une demande d'exportation par exemple étaient également considérables, comme en témoigne la différence de 14 millions de francs entre le prix plafond de l'or en vigueur en Suisse et le prix du marché à l'étranger (voir tableau A 2.3.2).

La Banque nationale suspendit la vente de lingots en février 1947 et celle des pièces en septembre de la même année, au motif que «les pièces d'or cédées par la Banque nationale prenaient de plus en plus le chemin de l'étranger. L'or devenait ainsi un instrument de spéculation internationale et de contrebande.»¹⁶ La Direction générale pensait que les francs nécessaires à l'achat d'or étaient acquis sur le marché libre du dollar, ce qui, selon elle, exerçait une pression indésirable sur le cours du dollar financier¹⁷. La suspension des ventes d'or ne fit cependant qu'accentuer les problèmes de régulation de ce marché. Ainsi, la Banque nationale continua de satisfaire les besoins de l'industrie en lui cédant de l'or. Comme il fallait s'y attendre, les demandes d'achat d'or reprirent de plus belle après la suspension des ventes sur le marché libre. Au surplus, le marché noir de l'or se développait, ce que prouvait, selon le chef du 2^e département, l'augmentation manifeste de l'or accumulé à l'aide d'acquits à caution dans les ports francs ou les dépôts privés¹⁸.

¹⁶ BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1947), 10 septembre, n° 1174.

¹⁷ BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1947), 16 mai, n° 670.

¹⁸ BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1948), 1^{er} septembre, n° 1028.

Les cours pénales de l'économie de guerre durent également s'intéresser à la politique de l'or. Elles eurent notamment à sévir contre les infractions aux lois et ordonnances qui réglementaient le marché pendant et après les hostilités. A cet égard, la politique fluctuante de la BNS en matière d'or posait des problèmes sérieux lorsqu'il s'agissait de fixer les peines, car ces dernières étaient fonction de la gravité de l'infraction, laquelle dépendait à son tour de la réglementation en vigueur au moment où elle avait été commise. C'est ainsi que le président de la 1^{re} cour pénale de l'économie de guerre s'adressa à la BNS pour la prier «de bien vouloir informer régulièrement les tribunaux en question, par circulaire, de toutes les modifications importantes de la situation sur le marché de l'or et de la politique menée à ce propos par la Banque nationale». On avait en effet constaté «qu'il était impossible de prononcer une juste peine sans prendre en considération la situation du marché de l'or régnant au moment de l'infraction, ni la politique de l'or poursuivie par les instances officielles». La Direction générale s'y opposa en faisant valoir «que l'appréciation d'une infraction [...] aux prescriptions relatives au commerce de l'or ainsi qu'à l'exportation et à l'importation de métal jaune dépendait moins du dommage consécutif à l'infraction que de l'infraction en soi [...]»¹⁹. Dès 1946, deux présidents de cours pénales avaient «soulevé la question de savoir si, étant avéré et de notoriété publique, même pour la Banque nationale, que la majeure partie de l'or vendu par ses soins franchit les frontières «au noir», c'est-à-dire sans autorisation, il ne vaudrait pas mieux libéraliser l'exportation de métal jaune»²⁰. Une proposition que la Banque nationale rejeta résolument.

La résistance tactique de la BNS à l'abrogation de la segmentation du marché et des mesures administratives contre l'afflux de devises

Dans ces circonstances, il n'est pas surprenant que l'on se soit efforcé très rapidement, au niveau politique, économique et scientifique, mais aussi dans le public, d'amener la Banque nationale à changer de politique. Celle-ci parvint à contrer ces tentatives en temporisant, tout en concédant ici et là quelques aménagements. La Banque nationale était en effet confrontée à des problèmes considérables, et cette tactique de temporisation s'expliquait par le fait qu'elle tenait à la parité-or et à la fixité des cours de change qui en découlait, tout en cherchant à éviter un accroissement de la monnaie de banque centrale et l'inflation qui risquait de s'ensuivre. Cette politique lui a d'ailleurs plutôt bien réussi, puisque l'inflation s'est maintenue en Suisse à un niveau

19 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1948), 5 mars, n° 303.

20 BNS, procès-verbal de séances de la Direction générale (1946), 5/6 décembre, n° 1618.

inférieur à celui que connaissaient alors les autres pays développés. La Banque nationale espérait en outre voir la situation s'améliorer par le fait de la détérioration progressive de la balance commerciale. Cela étant, le déblocage par étapes des avoirs suisses gelés soulevait une autre question: dans l'hypothèse d'un retour à la liberté de conversion au cours officiel du dollar, ne courrait-on pas le risque que ces avoirs soient convertis intégralement ou en partie en francs, avec les intérêts courus et les dividendes? Un tel mouvement entraînerait un accroissement indésirable de la monnaie de banque centrale. A quoi s'ajouteraient les montants en dollars des revenus d'exportations, bloqués à 50%, qui pourraient être convertis en francs passé le délai de trois ans. Il y avait donc un risque d'afflux de devises, et la BNS n'entendait pas renoncer à ses possibilités d'intervention.

Pourtant, la pression exercée sur la Banque nationale ne se relâcha pas. L'industrie horlogère, en particulier, réclamait la levée des contingents d'exportation, et les importateurs manifestaient un intérêt évident à la levée de l'achat obligatoire de dollars à la parité officielle, qui leur permettrait d'importer les marchandises étrangères au cours, inférieur, du dollar financier. Les banques et les détenteurs d'avoirs et de revenus financiers militaient à l'inverse en faveur d'une convertibilité sans restriction au cours officiel, à l'instar d'ailleurs des entreprises et des particuliers qui, comme les touristes américains, désiraient changer leurs dollars au cours le plus favorable possible. Les autorités américaines, enfin, étaient extrêmement mécontentes de devoir constater que leur monnaie, convoitée dans le monde entier, devait subir en Suisse une décote sur le marché du dollar financier. Assez tôt déjà, l'Association suisse des banquiers s'était manifestée pour obtenir une reprise des dollars financiers à la parité officielle. Dans une lettre datée du 29 septembre 1945, elle revint sur le sujet pour invoquer la dégradation croissante de la balance commerciale de la Suisse avec les Etats-Unis. «Elle espérait donc qu'il serait possible à l'institut d'émission de reprendre au moins les revenus des créances financières suisses sur les Etats-Unis.»²¹ Dès que l'on commença à débloquer les avoirs suisses à la suite de la signature de l'Accord de Washington, un certain nombre d'industriels demandèrent la libération de leurs avoirs gelés en dollars. La Banque nationale fit cependant valoir que ces fonds ne devraient être débloqués qu'à l'expiration du délai de trois ans²².

Bien avant encore, les Etats-Unis eux-mêmes avaient exigé la levée du gel de 50% des revenus en dollars tirés des exportations. Lors d'une conférence

21 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1945), 3 octobre, n° 1096.

22 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1946), 6 juin, n° 631.

réunissant des représentants de divers départements fédéraux et le *Vorort*, le président de la Direction générale, Ernst Weber, avait alors été amené à préciser qu'il fallait «faire clairement comprendre [au Trésor américain] que la Suisse avait besoin de marchandises et non pas d'or bloqué. En définitive, la Suisse n'avait pas pour vocation de stabiliser le cours du dollar.» L'achat d'or bloqué contre des francs faisait en effet augmenter la quantité de monnaie de banque centrale, ce qui n'aurait pas été le cas si on avait utilisé le métal jaune pour acheter des marchandises en Europe. Et Weber d'insister sur le fait que la levée du gel de 50% des revenus d'exportation n'entrerait en ligne de compte que si la Confédération reprenait les dollars excédentaires. Cette exigence fut cependant rejetée par le représentant du DFF, Eberhard Reinhardt²³. Bien que la BNS réussît à imposer son point de vue lors de cette conférence, le Conseil fédéral décida le 10 décembre 1945 de lever le gel de 50% des revenus en dollars pour les exportations à venir. Puis, lors d'une réunion de la Banque nationale avec l'Administration fédérale, la question fut soulevée de savoir qui, de la BNS ou de la Confédération, devrait reprendre les dollars supplémentaires qui allaient désormais se présenter. Rappelons à ce propos qu'une reprise de dollars par la Confédération en lieu et place de la BNS n'entraîne pas d'augmentation de la monnaie de banque centrale. Alors que le chef du 3^e département, Alfred Hirs, était favorable à leur reprise par la BNS, le président Weber rejeta cette proposition et préconisa une démarche par étapes, étant donné que la situation monétaire n'avait pas encore changé de façon notable²⁴.

Cette libéralisation restreinte n'empêcha pas les discussions de se poursuivre, si bien qu'une conférence organisée le 14 juin 1946 à Berne fut l'occasion d'entretiens approfondis avec des représentants des départements concernés de la Confédération et avec le *Vorort*. Weber y fit valoir le point de vue de la BNS, à savoir son opposition à la levée des restrictions de transfert en vigueur. Une telle libéralisation provoquerait en effet un afflux d'or pour la contre-valeur de 400 millions de francs, une nouvelle baisse des taux d'intérêt, un accroissement de la masse monétaire et une hausse du franc suisse. Ce n'est qu'après la certification des avoirs que la BNS réfléchirait à la question de savoir si, et dans quelles proportions, elle pourrait reprendre des dollars financiers. Les comptes gelés devraient être maintenus dans l'intervalle et, si possible, jusqu'à l'expiration du délai prévu. A quoi le représentant du Département politique, Reinhard Hohl, et le directeur du *Vorort*, Heinrich Homberger, répliquèrent que la situation était devenue moins critique, ne serait-ce qu'en

23 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1945), 12 octobre, n° 1211.

24 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1945), 20 décembre, n° 1475.

raison du volume croissant des importations. Le dernier nommé suggéra un transfert intégral des créances liées aux licences, des facilités pour les sociétés de transit dans leurs opérations en dollars et un alignement du contingent d'exportations sur les besoins de l'industrie horlogère. Hirs attira l'attention sur les nombreuses facilités déjà accordées par la BNS – relèvement des contingents pour des paiements de soutien, pour des congés accordés au personnel militaire américain, pour des efforts déployés sur le plan humanitaire et pour l'aide à l'enfance. Et d'ajouter que la Banque nationale n'avait plus débité de dollars à la Confédération depuis des mois et s'était montrée arrangeante envers les entreprises du secteur financier en acceptant de l'or pour les paiements d'intérêts et les licences. L'important, encore une fois, étant de procéder par étapes. Aucune décision ne fut prise à cette conférence²⁵.

La situation changea aussitôt après, avec la réévaluation de la couronne suédoise et du dollar canadien. Lors d'une conférence de la Direction générale avec le conseiller fédéral Ernst Nobs, chef du DFF, la Banque nationale se prononça contre une réévaluation du franc et confirma ce point de vue dans une lettre rédigée à la demande de ce dernier. Elle y précisait que les augmentations de prix intervenues aux Etats-Unis n'avaient qu'une incidence négligeable sur la Suisse, que le franc n'était pas sous-évalué par rapport au dollar si l'on comparait les prix et les salaires et qu'une réévaluation ne se traduirait pas par une réduction des prix des marchandises importées, mais pèserait en revanche sur les exportations. En outre, l'agriculture n'était pas non plus favorable à une réévaluation. Sans compter qu'un retournement de la conjoncture n'était pas exclu et pourrait, en cas de crise, provoquer une dévaluation du franc. Enfin, une réévaluation entraînerait des pertes de change s'élevant à des centaines de millions de francs pour la Confédération et la Banque nationale. Il fallait donc refuser toute manipulation de la monnaie. La Direction générale conclut «que la meilleure solution au problème des prix et des coûts par rapport à l'étranger consistait à mettre en place un système de taxes à l'exportation et à créer des caisses de compensation pour réduire les prix des importations». Elle fit remettre simultanément au Conseil fédéral le projet d'un communiqué dans lequel était rejetée toute modification de la parité, ainsi qu'une lettre qui en résumait les conclusions²⁶. Le Conseil fédéral se rangea à cette recommandation en faisant une déclaration au Parlement.

La segmentation du marché ne concernait pas seulement les dollars devises, elle s'étendait également au commerce des billets de banque. Comme

25 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1946), 21 juin, n° 675.

26 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1946), 17 juillet, n° 871.

évoqué plus haut, le Conseil fédéral, sous la pression des gouvernements alliés qui voyaient d'un mauvais œil la décote appliquée au cours de leurs billets par rapport au cours officiels, frappa d'interdiction le 2 mars 1945 le commerce de même que l'importation et l'exportation de billets de banque étrangers. Cette interdiction favorisa toutefois le développement d'un marché noir. Aussi fut-elle levée dès février 1946 pour le commerce des billets de 1 à 20 dollars. Ce qui n'empêcha pas Paul Keller, le président de la Direction générale, de se demander à la fin de la même année si «pour combattre efficacement les excès observés dans le commerce des billets [...], il ne faudrait pas envisager de réintroduire une interdiction générale de ce négoce»²⁷. Le 31 octobre 1947 pourtant, toutes les restrictions au commerce des billets furent levées. S'agissant du dollar, la libéralisation du négoce de billets conduisit à des cours de change parfois nettement inférieurs à ceux du dollar financier (voir graphique 2.4). L'écart par rapport au cours officiel était encore plus marqué pour la livre sterling et le franc français. Dès lors, la Banque nationale et le Conseil fédéral ne pouvaient plus, ne fût-ce que par égard pour la branche du tourisme, éviter d'autoriser les étrangers à changer certains montants en billets au cours officiel, quitte à en faire mention dans leur passeport, afin de faciliter notamment les voyages d'affaires, mais aussi de répondre à la demande de gouvernements étrangers. Il en résulta très vite, en raison de l'important écart qui s'était creusé entre le cours officiel et le cours des billets, des opérations d'arbitrage de la part de visiteurs étrangers, qui reconvertissaient dans leur monnaie nationale, au cours libre des billets, une partie des francs obtenus au cours officiel. D'où cette boutade du banquier Hans Bär: «Pour arrondir nos salaires, il y avait la Banque nationale et sa réglementation du marché du dollar.» Cette situation permit ainsi «aux non-résidents (étudiants, stagiaires), une fois en possession de 100 dollars, de vivre gratuitement et, ma foi, plutôt confortablement. [...] Il leur suffisait d'empocher leurs 430 francs et d'en consacrer une partie (220 francs) au rachat de 100 dollars. Avec 210 francs, on pouvait vivre très bien pendant dix jours en 1947.»²⁸

Tous ces dysfonctionnements et ces problèmes ne firent qu'alimenter la frustration de la population, d'autant plus que les étrangers semblaient vivre à ses crochets. C'était là, bien entendu, un sujet politiquement très délicat, et la pression croissante qu'il engendra finit par amener le conseiller fédéral Nobs, dans une lettre du 24 octobre 1946, à informer la Banque nationale que le Conseil fédéral unanime jugeait que l'évolution des cours du dollar et de la

27 BNS, procès-verbal de séances du Comité de banque (1946), 12/13 décembre, p. 511.

28 Bär (2004), p. 70.

livre était insatisfaisante, que la situation sur le marché des changes était devenue intenable, que l'opinion publique s'en inquiétait et que, sauf à éradiquer ces excès, il fallait s'attendre à des réactions violentes. Il ajoutait que «le public trouve particulièrement scandaleux le fait que les étrangers, par le jeu des cours de change, puissent vivre quasiment gratuitement en Suisse». Aussi ne pourrait-on pas, compte tenu des réserves d'or accumulées, en distribuer un peu à la population? Et de conclure en notant que, la question prenant un tour de plus en plus politique, le Conseil fédéral verrait d'un bon œil que les mesures adéquates puissent être prises dès le mois de novembre. Dans sa réponse, la Banque nationale maintint que les excès évoqués et le suremploi n'étaient pas la conséquence d'une politique monétaire erronée. Accepter davantage d'or et de moyens de paiement étrangers reviendrait à «faire enfler la masse monétaire [...] [et] le potentiel de crédit avec des conséquences inimaginables [...]». La gratuité des vacances «ne spolie pas la Suisse, mais le détenteur étranger de billets étrangers qui les vend à un cours trop bas». Il fallait essayer de restreindre l'acceptation de devises étrangères dans les échanges touristiques. D'autre part, il convenait d'examiner l'opportunité de limiter le commerce en dollars financiers à un nombre plus restreint de banques et de l'autoriser dans une certaine mesure pour les importations. Quant à l'or, les sorties étaient fonction des capacités de production de la Monnaie fédérale. Il convenait par ailleurs d'examiner la possibilité d'octroyer des crédits en or ou en devises à d'autres pays, afin de réduire la masse monétaire²⁹.

Le paradoxe du point de vue de la BNS se posa de manière encore plus aiguë lors d'une séance du Conseil de banque de décembre 1946. Ernst Weber, le président de la Direction générale, fit savoir que celle-ci s'était montrée très étonnée du fait «que le Conseil fédéral ait pu croire que les excès actuels qui caractérisaient l'évolution des cours sur les marchés des changes et des billets de banque pourraient être éliminés par des mesures de la Banque nationale». Et de préciser que cette situation était «étroitement liée aux échanges – insuffisants – de marchandises». Il se dit «convaincu qu'un contingentement drastique, voire une interdiction pure et simple des ventes de marchandises à l'étranger enrayerait immédiatement la demande de francs suisses», mais qu'il était exclu d'y songer. On pourrait sans aucun doute normaliser l'évolution des cours par une libéralisation complète des entrées d'or et de devises. Toutefois, cela n'était pas possible compte tenu de l'évolution des prix et des salaires et de la situation de haute conjoncture. Une réévaluation n'engendrerait aucune correction et, pire, risquerait selon les responsables de

29 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1946), 6 novembre, n° 1442.

l'économie de menacer la compétitivité de l'industrie d'exportation. L'idée même d'un cours libre du dollar relevait de l'utopie. Et de rappeler que la BNS avait néanmoins annoncé vouloir reprendre les revenus en dollars provenant des avoirs suisses pour l'année 1945 et qu'elle prévoyait d'en faire autant pour les entrées de devises et d'or issues des droits de licence, des commissions et du commerce de transit. L'émission de certificats-or était également envisageable, mais, précisait Ernst Weber, lui-même s'opposait à cette mesure qui avait été proposée par le chef du 2^e département, Paul Rossy. On ne pourrait pallier la surévaluation de la monnaie qu'en agissant sur les flux de marchandises. Rossy insista alors sur le fait que «le gel des avoirs suisses en Amérique [...] [était] avantageux pour notre institut d'émission dans la mesure où il lui [permettait] d'exclure de sa politique monétaire toute la problématique du dollar financier». Son abrogation allait libérer la masse totale des avoirs en question, même si les travaux de certification en éloignait la perspective pour quelque temps encore. Le moyen le plus efficace consistait d'après lui «en un contingentement adéquat des exportations et non pas en notre politique monétaire». Cependant, Rossy mettait en garde, lui aussi, en relevant qu'«à la veille d'une échéance électorale telle que l'année 1947 [...], la politique du double cours du dollar [sera] extrêmement dangereuse; en effet, de nombreux groupes politiques [se serviront] de notre démarche pour alimenter leur propagande en prétendant que les autorités et notamment la Banque nationale ont certes favorisé les exportations et relancé la conjoncture, mais aussi contribué artificiellement à renchérir le coût de la vie dans notre pays»³⁰. Après que Hirs eut affiché une appréciation plus optimiste de la situation, le professeur Paul Keller, futur président de la Direction générale, fit observer que le Palais fédéral devrait décider clairement «s'il voulait ou non endiguer le flux des exportations».³¹

Ainsi furent arrêtées la politique de la BNS et sa réaction à la pression des milieux intéressés, du public et des instances politiques. Les mesures administratives contre l'afflux de devises furent maintenues pour limiter l'accroissement de la quantité de monnaie de banque centrale et la recrudescence de l'inflation, mais la multiplication des concessions en édulcora peu à peu les effets. En mai 1947, les revenus dégagés pour la période 1946/47 par les avoirs financiers suisses gelés aux Etats-Unis purent être convertis librement à la parité du dollar, et le montant hebdomadaire que les voyageurs en provenance de la zone dollar étaient autorisés à changer fut relevé de 125 à 200 dollars.

30 BNS, procès-verbal de séances du Comité de banque (1946), 12/13 décembre, p. 507-517.

31 BNS, procès-verbal de séances du Comité de banque (1946), 12/13 décembre, p. 524.

Au milieu de l'année 1947, les contingents d'exportation de l'horlogerie furent eux aussi abandonnés, alors qu'ils avaient été relevés l'année précédente. Le gel portant sur 50% des revenus d'exportations fut levé au terme des délais de blocage successifs en 1947, 1948 et 1949. Enfin, 10% des placements déjà certifiés de ressortissants suisses aux Etats-Unis purent être convertis à la parité à la fin de 1947, mais peu de personnes firent usage de cette autorisation³². La Banque nationale ne manifesta cependant aucune volonté d'accéder aux demandes d'utilisation du dollar financier pour certaines catégories d'importations. Depuis 1946, ces demandes se manifestaient régulièrement au Conseil national, notamment par le truchement de Gottlieb Duttweiler qui, fondateur du détaillant Migros, avait tout intérêt à faire baisser les prix des importations. A l'instigation de la Banque nationale, toutes ces requêtes furent rejetées par le Conseil fédéral et le Parlement³³. Et cela, malgré l'appui qui leur avait été apporté dès 1946 par une expertise du professeur Hugo Sieber, de l'Université de Berne, dans laquelle celui-ci exposait les bonnes raisons qu'il y avait de lever le régime du double marché, et donc les mesures administratives contre l'afflux de devises qui en étaient le prolongement. Sieber n'excluait pas non plus une réévaluation du franc, qui aurait sans doute été la meilleure réponse aux problèmes du moment. D'autres économistes, tels que les professeurs Alfred Bosshardt et Fritz Marbach, partageaient le même avis. A l'opposé, les professeurs Valentin Wagner, Eugen Böhler et Walter Jöhr défendaient la position de la Banque nationale, qui ne voulait pas dévier de sa stratégie visant à maintenir fixe la parité-or tout en limitant la croissance de la monnaie de banque centrale par des mesures administratives³⁴.

Etant donné le redressement de la situation monétaire, le refus d'un financement des importations par le dollar financier ne fit pas toujours l'unanimité au sein de la BNS. C'est ainsi que, au début de février 1948, Hirs défendit l'idée qu'il convenait de lever cette interdiction en raison du déficit de la balance commerciale. A l'opposé, le président Keller, soutenu par Rossy, pensait qu'il ne fallait pas autoriser les importateurs à acheter sur le marché libre plus de 50% des dollars dont ils avaient besoin. En définitive, on se mit d'accord pour ajourner la décision. Mais c'est alors dans le sens de la négative

32 BNS, procès-verbal de séances de la Direction générale (1948), 5/6 février, n° 161.

33 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1947), 16 janvier, n° 85, 10 septembre, n° 1174, et 24/25 septembre, n° 1234.

34 Sieber (1946 et 1948), Bosshardt (1949), Marbach (1947), Wagner (1949), Böhler (1946 et 1950) et Jöhr (1947). Il est intéressant de noter que ce débat scientifique, lui aussi, se déroula tout entier dans le cadre de la parité-or.

qu'elle fut prise à l'unanimité, car le repli du cours du dollar financier ne permettait plus d'espérer un rapprochement entre ce cours et la parité officielle³⁵. On avait donc manqué là une occasion «en or» d'abroger le régime du double marché. Autre trait caractéristique de l'attitude de la Direction générale, sa prise de position sur la politique monétaire française au lendemain de la dévaluation du franc français, au début de 1949, lorsque la France introduisit un cours libre pour une grande partie des opérations en francs suisses. Auparavant, la Banque nationale était intervenue en vain auprès des autorités fédérales pour leur demander, à la faveur de leurs négociations avec le gouvernement français, d'empêcher autant que possible l'avènement d'un marché libre.

La fin du contrôle exercé sur le dollar fut scellée le 23 septembre 1949, conjointement par les autorités fédérales et la BNS, après que la Suisse eut pris le parti de ne pas se rallier à la dévaluation (de 30,52%) de la livre sterling ni à celle de nombreuses autres monnaies. Après cette réévaluation de fait du franc, la Banque nationale elle-même ne semblait plus tenir pour nécessaire le maintien des mesures administratives contre l'afflux de devises. On s'abstint donc de dévaluer le franc au-delà d'une baisse déguisée de 1%, appuyée par les représentants de l'industrie d'exportation³⁶. Pour leur part, les prescriptions relatives au commerce de l'or ainsi qu'à son importation et son exportation ne furent assouplies qu'en 1951, pour être abandonnées en 1952. Par ailleurs, à la fin de l'année 1949, la Banque nationale avait encore répondu négativement à l'Office fédéral du contrôle des prix qui lui demandait s'il fallait supprimer le prix plafond de l'or en même temps que celui de tous les autres métaux. Lors de la discussion, au sein de la Direction générale, de la question de l'assouplissement de la réglementation du commerce de l'or, Keller et Rossy s'y étaient opposés, tandis que Hirs y était favorable³⁷.

2.2.3 La participation de la BNS à l'Accord de Washington de 1946

Comme on l'a vu plus haut, la Suisse avait dû s'engager, dans le cadre de l'Accord de Washington, à verser aux Alliés une somme de 250 millions de francs pour obtenir le déblocage de ses avoirs et la levée d'autres sanctions (1.10). Le Conseil fédéral pressa la Banque nationale de participer à l'effort, invoquant les charges qui pesaient sur la Confédération et se référant aux

35 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1948), 5/6 février, n° 161 et 12 février, n° 193.

36 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1949), 22/23 septembre, n°s 1000 et 1015 ainsi que 13 octobre, n° 1086.

37 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1949), 3 novembre, n°s 1174 et 1180.

accusations des Alliés selon lesquels la BNS, pendant la guerre, aurait racheté à la *Reichsbank* de l'or acquis illégalement. Il était donc dans son propre intérêt que l'accord fût conclu, faute de quoi elle devrait s'attendre à un procès aux Etats-Unis, dont l'issue était incertaine. Au début, la Direction générale et le Conseil de banque refusèrent catégoriquement de contribuer au paiement. Dans une lettre adressée au conseiller fédéral Ernst Nobs, chef du DFF, le Comité de banque insista sur le fait que la mission confiée à la BNS par la loi sur la Banque nationale ne lui permettait pas de s'associer à une telle action. La Banque nationale serait toutefois disposée à aider la Confédération à financer ses versements³⁸. Et d'ajouter que les transactions sur l'or menées avec l'Allemagne avaient été conclues de bonne foi, et toujours avec l'aval du Conseil fédéral.

Pourtant, sous la pression croissante du Conseil fédéral, la Banque nationale ne put maintenir ce point de vue. Elle en vint en définitive à l'idée de participer au paiement des 250 millions de francs par une contribution prélevée sur les 145 millions encore disponibles dans la réserve pour les opérations monétaires. Il s'agissait en l'occurrence du solde d'un bénéfice initial de quelque 620 millions de francs issu de la dévaluation du franc intervenue le 26 septembre 1936 sur arrêté du Conseil fédéral³⁹. Ce bénéfice avait commencé par alimenter les espérances les plus diverses parmi les partis et les groupes d'intérêts, mais la Banque nationale, soutenue par le Conseil fédéral, avait pu résister à cette pression⁴⁰. L'éclatement de la Seconde Guerre mondiale rendit cependant inévitable, dans l'urgence du moment, le recours à ces fonds. Le 30 avril 1940, un arrêté urgent du Conseil fédéral aboutit au prélèvement de 250 millions de francs destinés à couvrir les dépenses de guerre de la Confédération. En outre, 225 millions supplémentaires allèrent aux cantons, en bonne partie là encore pour financer l'armement, mais aussi pour financer une politique de l'emploi lancée avant le début des

38 BNS, procès-verbal de séance du Comité de banque (1946), 13 juin, pp. 204–213.

39 Ce montant provenait du bénéfice que la dévaluation du franc avait induit à la suite de la réévaluation correspondante du stock d'or. On opta d'abord pour le plus faible des deux taux prévus dans la décision de dévaluation. Ce taux correspondait à une plus-value de l'or de 35,033%, ou 538 millions de francs pour une encaisse-or de 1537 millions. Un montant de 533,5 millions fut affecté au fonds d'égalisation des changes. Par arrêté du Conseil fédéral du 3 juin 1940, la BNS fut autorisée à évaluer ses réserves d'or au prix maximum de 4920,63 francs par kg d'or fin, ce qui correspondait à une réévaluation de 42,857% par rapport à la situation d'avant la dévaluation. Mais la BNS ne fit pas intégralement usage de cette possibilité et réévalua le kg d'or à 4869,80 francs, soit son cours d'achat. Cette réévaluation se traduisit par une plus-value de 101 millions de francs. Sur ce montant, 87 millions furent versés à la réserve pour les opérations monétaires et les 14 millions restants servirent à couvrir les coûts des opérations sur le métal jaune. Voir à ce propos, BNS (1957), pp. 136ss.

40 BNS (1957), pp. 137s.

hostilités. Le solde resta à la Banque nationale à titre de réserve pour opérations monétaires.

La Direction générale, le Comité et le Conseil de banque proposèrent alors de puiser 100 millions de francs dans cette réserve et de les affecter au versement prévu par l'Accord de Washington. Au terme d'une longue discussion, le Conseil de banque décida à l'unanimité ce qui suit: «1. Légalement, la Banque nationale n'est aucunement obligée de participer à la réunion des 250 millions de francs en question. 2. Si les autorités fédérales décidaient de mettre à contribution la réserve de la Banque nationale pour des opérations monétaires [...] afin d'aider la Confédération à remplir l'engagement financier que lui impose l'Accord de Washington, la Banque nationale n'élèverait aucune objection contre cette décision [...]. 3. Un prélèvement éventuel sur le fonds [...] devrait être décidé par la voie législative.»⁴¹ A l'initiative de la Banque nationale, cette proposition fut discutée avec le DFF et intégrée, pour l'essentiel, dans le message du Conseil fédéral adressé au Parlement. Toutefois, le DFF pressa la BNS de déclarer que non seulement elle n'avait rien à objecter au prélèvement des 100 millions, mais qu'elle y était favorable. Le Conseil de banque finit par se ranger à cette formule⁴².

La proposition en question ne fut cependant adoptée par le Conseil de banque qu'au terme d'un débat houleux, en raison de l'incertitude qui entourait les droits de propriété sur la réserve. L'un des arguments avancés était que la réserve était devenue la propriété de la BNS. Et comme cette dernière était une société anonyme, une partie de cette propriété appartenait aux actionnaires. Il fallait donc demander son aval à l'Assemblée des actionnaires, faute de quoi la Banque nationale créerait un précédent dangereux, car «nous voyons aujourd'hui se multiplier partout les conflits entre droit public et droit privé. Alors gardons-nous de galvauder le droit privé, qui est le droit du citoyen honnête.» D'autres membres du Conseil de banque firent valoir que la réserve pour les opérations monétaires ne pouvait juridiquement servir qu'à des fins de politique monétaire. Ces objections furent cependant rejetées et leurs auteurs mis en minorité lors du vote⁴³.

41 BNS, procès-verbal de séances du Comité de banque (1946), 25/26 septembre, p. 360, et procès-verbaux de séances du Conseil de banque (1946), 25 septembre, pp. 600–616 [version française] et 2 novembre, p. 620 [version française].

42 BNS, procès-verbal de séance du Conseil de banque (1946), 2 novembre, pp. 619–628 [version française].

43 BNS, procès-verbal de séance du Conseil de banque (1946), 25 septembre, pp. 600–616 [version française].

2.2.4 De l'Union européenne des paiements à la convertibilité des monnaies d'Europe occidentale

Les grandes lignes de l'Union européenne des paiements (UEP)

En 1944 déjà, la conférence de Bretton Woods avait tenté, sous l'égide des Etats-Unis et du Royaume-Uni, de mettre fin par un accord international au contrôle des changes institué dans l'entre-deux guerres et durant la Seconde Guerre mondiale. Cet accord instaura un système reposant sur un étalon-or assoupli et assorti de changes fixes mais ajustables, avec à sa tête une organisation, le Fonds monétaire international (FMI). L'accord prévoyait la possibilité de recours, dans le cadre du Fonds, à des crédits à relativement court terme (tirages), destinés à couvrir des difficultés temporaires de balance des paiements. Le système de Bretton Woods reposait sur un étalon-or assoupli, car seules les autorités monétaires étaient habilitées à convertir ou acheter des dollars auprès du Trésor américain à une parité fixe de 35 dollars par once d'or. Ce système intégrait également la Banque mondiale, ou, pour être exact, la Banque pour la reconstruction et le développement, dont on attendait avant tout qu'elle soutienne la reconstruction de l'Europe par des crédits à long terme. D'emblée, la Suisse fut sceptique à l'idée d'adhérer aux institutions de Bretton Woods, bien que le sujet eût été évoqué à de nombreuses reprises et que le pays coopérât étroitement avec elles depuis le début des années soixante. Cette adhésion n'eut lieu, comme on sait, qu'en 1992, soit longtemps après la suspension de la convertibilité du dollar en or par le président Nixon en août 1971 et l'abandon des changes fixes en 1973, qui étaient deux piliers essentiels du système.

En vérité, il apparut rapidement que les institutions de Bretton Woods avaient joué un rôle tout à fait secondaire dans l'éradication du bilatéralisme et du contrôle des changes en Europe. Les progrès décisifs vinrent bien plutôt de l'aide apportée par les Etats-Unis au travers du plan Marshall, avec la création de l'Organisation européenne de coopération économique (OECE) et, à l'intérieur de ce cadre, celle de l'UEP. Cette dernière avait été fondée en 1950 par 18 Etats d'Europe occidentale au terme de longues négociations. Elle englobait également les zones monétaires d'outre-mer de ces pays. Juste après la création de l'UEP, ses membres décidèrent de libéraliser 60% de leurs échanges commerciaux, sans toutefois remettre en question les restrictions portant sur les mouvements de capitaux. Dans ce dernier domaine, ce n'est que plus tard que les pays membres de l'UEP consentirent à une certaine libéralisation.

L'UEP avait pour caractéristique majeure de permettre la compensation multilatérale des soldes bilatéraux des balances commerciales et des

transactions courantes, de sorte que les échanges entre deux pays n'étaient plus restreints par les revenus bilatéraux du partenaire le plus faible. Il subsistait alors pour les débiteurs et les créanciers des soldes envers l'UEP, libellés dans des unités de compte qui correspondaient au dollar. Chaque pays se voyait attribuer une quote-part égale à 15% de ses transactions et divisée en cinq tranches. Les soldes entrant dans le cadre de la première tranche étaient intégralement accordés à crédit aux débiteurs. Pour les tranches suivantes, la part à payer en or augmentait à chacune d'elles. Si le solde excédait la quote-part, le pays débiteur devait entièrement régler la différence en or ou en dollars. Au-delà de la première tranche, les pays créanciers percevaient 50% de leur solde en or ou en dollars.

Dans l'ensemble, et en cas d'utilisation complète des quotes-parts, ce système se traduisait par un rapport de 60 à 40 entre l'octroi de crédits et les paiements en or ou en dollars. Dans la mesure où l'UEP comblait les soldes débiteurs par des crédits, ceux-ci étaient financés en définitive par les créanciers et (du fait de sa dotation initiale de 350 millions de dollars prélevés sur les fonds du Plan Marshall) par le Trésor américain. Plus tard, la quote-part des soldes à payer en or ou en dollars fut relevée par paliers. De 50/50 pour toutes les tranches, le rapport passa durant les dernières années d'existence de l'UEP à 25/75. L'important étant que les dettes issues des opérations de paiement bilatérales antérieures à l'UEP fussent consolidées et assorties d'échéances fixes.

L'UEP était conduite par un Comité de direction (*Managing Board*). La Banque des Règlements Internationaux (BRI) était responsable des opérations administratives et bancaires, quand bien même, durant la conférence de Bretton Woods, les Américains, se retranchant derrière la position de la Norvège, avaient plaidé énergiquement en faveur de la suppression de la BRI⁴⁴. La naissance et l'évolution de l'UEP, de même que la participation de la Suisse à cette institution ayant déjà été abondamment commentées, il suffit d'y revenir ici uniquement dans la mesure où notre pays, et en particulier la Banque nationale, étaient concernés au titre de la politique monétaire⁴⁵.

Les discussions sur l'adhésion de la Suisse à l'UEP

Les autorités helvétiques et la Banque nationale se montrèrent hésitantes face aux efforts déployés pour libéraliser les échanges commerciaux et créer un système de paiements multilatéraux, sans toutefois exclure une participation

44 Rapport sur Bretton Woods (1944).

45 Kaplan et Schleiminger (1989), ou Schwerdtel (1992).

de la Suisse. Un certain nombre de discussions internes eurent pour objet la question de savoir comment il serait possible d'éviter lors des négociations que les pays à monnaie faible discriminent les produits réputés *non-essentials*, autrement dit les biens de luxe tels que les montres de haut de gamme ou encore le tourisme⁴⁶. Le risque de discrimination était réel, dans la mesure où d'autres pays membres de l'UEP étaient en mesure d'exiger que ces catégories soient exclues de la liste de biens et services à libéraliser. Par ailleurs, l'éventualité d'une restriction des crédits par la Suisse fut également abordée. Cette question était d'actualité, vu la perte de 79 millions de francs subie par la Confédération après la dévaluation de la livre sterling⁴⁷. On en tira la conclusion qu'il convenait de privilégier l'option d'un octroi de crédits au cas par cas dans le cadre de négociations bilatérales, afin de disposer d'une arme de politique commerciale efficace avec laquelle on pourrait exercer une influence sur la composition des exportations⁴⁸. Lors d'une discussion ultérieure avec la Délégation permanente pour les négociations économiques avec l'étranger⁴⁹, le représentant du *Vorort*, Heinrich Homberger, souligna cependant «l'intérêt économique de la Suisse, compte tenu du repli de la conjoncture, à s'associer aux efforts parisiens [en vue de la création de l'UEP]». Un rapport du président de la Direction générale, Paul Keller, sur les efforts menés au sein de la BRI pour éviter la création d'une nouvelle institution permanente et simplifier les procédures en place, insista sur le fait qu'il était du devoir de la délégation suisse de soutenir ces efforts. Cette dernière devrait également s'investir dans tout ce qui permettrait de renforcer la position des créanciers dans le système⁵⁰. Pour finir, un échange de vues avec la Délégation financière et économique du Conseil fédéral fut organisé pour évoquer une dernière fois les avantages et les inconvénients d'une adhésion. Il en ressortit que si la part des exportations suisses aux importations de certains pays qu'il s'agissait de libéraliser était effectivement importante, il convenait néanmoins, sur diverses questions en relation notamment avec le tourisme, d'insister sur les revendications helvétiques. Le directeur de l'Administration des finances, Max Iklé, déclara que l'engagement financier de la Confédération, tenue selon la réglementation suisse de prendre en charge d'éventuels crédits, était supportable.

46 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1949), 1^{er} septembre, n° 927.

47 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1949), 13 octobre, n° 1086.

48 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1949), 8 septembre, n° 953.

49 La Délégation permanente fut créée en 1939. Elle comprenait de hauts fonctionnaires du Département fédéral de l'économie publique et du Département politique, de même que le directeur du *Vorort* et le secrétaire de l'Union suisse des paysans. D'autres représentants des autorités et de l'économie furent consultés en fonction des problèmes posés.

50 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1950), 8 avril, n° 348.

C'est sans enthousiasme que le Conseil fédéral fut invité à annoncer l'adhésion de la Suisse lors de la réunion ministérielle du 6 juillet 1950, à Paris, sous réserve de son approbation par le Parlement et du règlement de certains points importants à consigner dans un aide-mémoire⁵¹.

Au terme des négociations, il était apparu qu'une réglementation bilatérale de l'octroi éventuel de crédits – solution privilégiée par la Suisse – était exclue. La Suisse arracha en lieu et place une quote-part de 20% envers l'UEP, soit un plafond de crédits de 600 millions de francs. Cette somme coïncidait avec l'enveloppe des crédits en vigueur dans le cadre des relations bilatérales. S'y ajoutait une rallonge éventuelle, égale à 50% de la quote-part. Le DFF s'y déclara lui aussi favorable, à condition que les anciennes dettes bilatérales fussent remboursées dans un délai limité, comme le prévoyait l'accord⁵². Le Conseil fédéral approuva cette démarche le 26 juillet 1950.

Les excédents de la Suisse envers l'UEP jusqu'en 1953 et leur importance pour la monnaie de banque centrale

C'est le 1^{er} novembre 1950 que la Suisse adhéra formellement à l'UEP, au sein de laquelle elle réussit à jouer un rôle assez influent compte tenu de sa taille. Elle s'y révéla un «membre aux qualités vocales exceptionnelles». Au bout de deux à trois ans, la Suisse faisait déjà partie, avec la Belgique, l'Allemagne (de l'Ouest) et les Pays-Bas, d'un groupe d'intérêts réunissant les pays créanciers qui tenta «d'amener l'UEP à la convertibilité plus rapidement que dans les deux ans prévus, en réduisant le régime automatique des crédits et en relevant le règlement en numéraire (or ou dollars) des soldes mensuels [...]»⁵³. Le chef du 2^e département, Rossy, siégea même d'emblée au Comité de direction de l'UEP, limité à sept membres.

Durant les premières années d'adhésion, l'évolution de la balance des paiements avec les pays membres de l'UEP joua un rôle important, car elle présentait un excédent croissant en faveur de la Suisse. Le 15 octobre 1951, cet excédent s'élevait à 410 millions de francs. En septembre 1953, la quote-part de la Suisse était atteinte, et la rallonge entamée d'un tiers. Certes, contrairement à la pratique d'autres pays, les crédits octroyés étaient pris en charge par la Confédération, ce qui ne faisait pas augmenter la monnaie de banque centrale. La Banque nationale craignait néanmoins que la Confédération ne fût plus en mesure, un jour, de supporter ces charges croissantes, et elle était

51 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1950), 5 juillet, n° 706.

52 Mémoire (1950).

53 Günther Schleiminger, à l'époque directeur adjoint allemand à l'UEP, dans BNS, interview de Schleiminger (2004).

inquiète à l'idée d'avoir alors à lui accorder des crédits, ce qui ne manquerait pas d'alimenter la création de monnaie.

Face à cette évolution, une discussion avec la Délégation financière et économique du Conseil fédéral eut lieu à l'instigation du DFF au début du mois de septembre 1951, à laquelle assistèrent les membres de la Direction générale de la BNS ainsi que des représentants du *Vorort* et des banques. Le conseiller fédéral Max Weber précisa d'abord que, vu la position structurellement créancière de la Suisse au sein de l'UEP, il ne fallait pas s'attendre à un arrêt de l'octroi de crédits par l'Etat. Le directeur Iklé proposa, pour réduire les excédents, de rattacher au trafic réglementé des paiements les dépenses des Suisses voyageant à l'étranger, les virements des travailleurs italiens à destination de leur pays d'origine et éventuellement aussi les paiements d'intérêts et de dividendes à des pays de l'UEP. Il suggéra également d'augmenter les exportations de capitaux dans le cadre de l'UEP. Le ministre Alfred Zehnder proposa que l'on discute de la possibilité d'un financement privé des excédents⁵⁴. Précédemment déjà, d'aucuns s'étaient plaints de la multiplication des cas de paiement anticipé des importations au sein de l'UEP, qui étaient de toute évidence liés aux attentes d'une dévaluation du franc français et de la livre sterling.

En novembre 1951, la question se posa au sein de la Délégation permanente pour les négociations économiques avec l'étranger de savoir s'il fallait fixer des plafonds d'exportations pour chacun des pays membres de l'UEP⁵⁵; il y avait lieu également, selon les avis exprimés, de prendre contact avec l'horlogerie et l'industrie des machines pour évoquer l'opportunité d'un contingentement des paiements. On estima enfin que les mouvements de capitaux devaient être contrôlés plus rigoureusement. Au terme de cette discussion, la Direction générale constata «que la liquidité récente des marchés financiers était principalement [imputable] aux paiements effectués pour le compte de pays de l'UEP»⁵⁶.

Le Conseil fédéral en vint effectivement à édicter un arrêté afin de soumettre à surveillance les paiements anticipés d'exportations suisses. La Banque de France introduisit elle-même des mesures en vue de réduire l'excès d'avoirs français déposés dans des banques suisses. Le Royaume-Uni, à son tour, finit par restreindre sévèrement l'octroi de devises à des fins touristiques et pour de nombreux produits d'exportation suisses. Ainsi que

54 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1953), 10 septembre, n° 904.

55 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1951), 18 octobre, n°s 1052 et 1081.

56 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1951), 21 novembre, n° 1193.

la Direction générale en fit l'observation avec satisfaction, les discussions avec la Délégation financière et économique du Conseil fédéral permirent d'envisager – si nécessaire au moyen de négociations bilatérales – un régime identique vis-à-vis d'autres pays. Il convenait selon elle de rétablir un équilibre raisonnable dans un système qui s'était libéralisé de manière excessive⁵⁷. Par la suite, la Suisse prépara ou mit en place des mesures restrictives et des contrôles plus sévères dans le trafic de marchandises. Elle procéda de même dans le secteur financier, s'agissant en particulier du transfert d'intérêts et de revenus⁵⁸. En définitive, la Confédération introduisit, sur une proposition de Homberger du *Vorort*, une taxe de 0,875% sur les paiements destinés à l'étranger dans le cadre des crédits consentis au sein de l'UEP. Cette taxe était censée non seulement freiner les exportations, mais aussi couvrir les coûts des crédits à la charge de la Confédération. Toutefois, les banques centrales étrangères réussirent rapidement à en faire exclure leurs retraits de billets de banque⁵⁹.

Quelle fut au juste l'incidence de l'excédent de la balance des paiements avec les pays de l'UEP sur la politique monétaire de la BNS? Dans un premier temps, l'octroi de crédits par la Confédération dans le cadre de l'UEP n'eut aucun effet expansionniste sur la masse monétaire, puisque la Confédération se procurait les sommes nécessaires en levant des fonds sur le marché suisse des capitaux ou en puisant dans les recettes fiscales. La masse monétaire ne se mit à croître que lorsque la Banque nationale racheta à la Confédération l'or reçu de l'UEP, que les crédits étrangers furent remboursés et que la Confédération utilisa ces fonds pour réduire ses dettes ou financer ses dépenses en Suisse. Cette situation différait de celle d'autres pays créanciers, dans lesquels les crédits étaient octroyés par les banques centrales. Il est intéressant de noter à ce propos que la BNS se prononça à plusieurs reprises contre l'amortissement avant terme de dettes dénonçables des pays de l'UEP, au motif qu'il en aurait découlé un accroissement de la monnaie de banque centrale. Elle eut même un différend avec l'UEP quand elle s'opposa

57 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1951), 29 novembre, n° 1226. En 1953 aussi eut lieu une discussion avec la Délégation financière et économique pour prendre position contre les plans de l'UEP de libéraliser à 100% les échanges commerciaux. On avançait notamment comme argument la protection de l'agriculture. L'UEP avait déjà été informée que cette libéralisation était économiquement et politiquement impossible. Voir BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1953), 29 octobre, n° 1088.

58 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1952), 7 février, n° 174.

59 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1952), 17 juillet, n° 735. A propos des réactions des banques centrales: BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1952), 21 août, n° 810, 28 août, n° 841, et 23 octobre, n° 1031.

au remboursement anticipé – pourtant prévu – de la dette française en invoquant la charge qui en résulterait pour sa quote-part⁶⁰, car une telle opération aurait eu le même effet qu'un solde positif d'exportations. Et quand, en 1954, il fut décidé, lors de la prorogation de l'UEP, de consolider les dettes accumulées à cette date, la Banque nationale parvint à persuader la Confédération de placer à l'étranger, notamment en titres du Trésor américain, les fonds provenant du remboursement et de l'amortissement de ces dettes. Fraîchement élu, le chef du 3^e département, Walter Schwegler, exposa en séance de la Direction générale, avant la discussion avec les autorités fédérales, que les excédents de la Suisse étaient principalement imputables au fait «que l'Etat, en raison de sa participation à l'Union des paiements et dans l'intérêt de l'économie, [avait] transformé en monnaies convertibles des devises qui ne l'étaient pas, facilitant ainsi, par l'octroi de crédits, les paiements en provenance de pays dépourvus de monnaie convertible. [...] Il est donc du devoir de l'Etat de veiller à ce que cet afflux d'or ne provoque pas un accroissement indésirable de la masse monétaire. Il faudrait néanmoins éviter dans la mesure du possible que l'Etat entre en possession de réserves d'or et de devises importantes, qu'il pourrait alors utiliser comme instrument de manipulation, ce qui serait très préjudiciable pour la politique monétaire de la Banque nationale. Il importe donc de chercher à ce que la contre-valeur en francs de l'afflux de dollars soit bloquée.» Ce à quoi le président de la Direction générale, Keller, ajouta «qu'un investissement en dollars dans des bons du Trésor américain, à tout le moins pour un volume raisonnable, ne lui paraissait pas dénué de bon sens»⁶¹.

*Le différend avec la Confédération à propos des pertes
sur cours générées par les reprises d'or*

Un différend opposa la Banque nationale et la Confédération à propos de pertes sur cours que cette dernière avait subies en raison du prix d'achat de l'or calculé par la BNS. Comme on l'a vu plus haut, les opérations de paiement avec l'UEP se déroulaient en effet sur la base d'une unité de compte équivalant à un dollar des Etats-Unis et donc, implicitement, à la parité-or officielle

60 Au sujet du conflit avec l'UEP, voir BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1951), 1^{er} février, n° 159. A propos de l'avis rendu sur le remboursement de crédit anticipé de la France, voir BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1951), 12 avril, n° 427.

61 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1954), 1^{er} juillet, n° 699. Concernant l'approbation du conseiller fédéral Streuli et du directeur Iklé, voir BNS, note (1954).

du billet vert, soit 35 dollars par once de métal fin. La conversion se traduisait pour la Suisse par un prix de l'or de 4920,63 francs par kilo et un cours du dollar de 4,37282 francs. Toutefois, la Banque nationale achetait l'or au cours de 4869,80 francs seulement, et les dollars au cours du jour. Etant obligée de reprendre au prix fort l'or reçu de l'UEP, alors que la BNS le lui payait au prix inférieur, la Confédération essuyait des pertes qui, de l'avis de l'institut d'émission, étaient à sa charge. La Banque nationale, qui faisait office d'agent de la Confédération, ne trouva pas confirmation du contraire dans la lettre que le DFF lui avait adressée. La Direction générale rejeta une proposition de la Confédération qui suggérait que la BNS reprenne provisoirement à son compte l'or affluant de l'étranger et que le décompte final n'ait lieu qu'à la liquidation du métal jaune. Elle constata qu'il n'y avait «que deux possibilités: soit la Confédération reprend l'or à son compte, auquel cas elle subit des pertes d'intérêts, soit elle le confie à la Banque nationale et lui crédite la différence entre le prix d'achat de la BNS et le prix de reprise». Sans compter, fit observer Hirs au DFF, que suivant le lieu de livraison du métal, la Confédération pourrait avoir à supporter en sus des frais de transport⁶². La Banque nationale imposa son point de vue, et la Confédération assumait du 26 octobre 1949 au 24 septembre 1950 (cette réglementation s'appliquait aux relations bilatérales avant même l'adhésion à l'UEP) des charges totalisant 268 638 francs. Aussi Hirs préconisa-t-il qu'à l'avenir ces charges ne soient plus imputées à la Confédération, point de vue que Rossy ne partageait pas du tout. Après que Keller eut suggéré qu'on laissât l'initiative à la Confédération, il fut convenu d'attendre encore avant de faire cette proposition⁶³. En janvier 1952, le Département des finances fit savoir que la Confédération avait subi une perte de 2,1 millions de francs au total dans les opérations de paiement avec l'UEP. La Banque nationale ayant réalisé des bénéfices substantiels aux dépens de la Confédération, le Département demanda s'il était possible de réduire ces pertes de cours. Dans sa réponse, la Banque nationale fit observer qu'elle avait d'ores et déjà relevé le prix d'achat du dollar de 4,3168 à 4,3276 francs, et qu'elle était au surplus disposée à virer à la Confédération un montant unique de 362 206 francs prélevé sur les bénéfices du trafic des paiements de l'année précédente avec les pays de l'UEP⁶⁴.

62 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1950), 7 septembre, n° 917, et 21 septembre, n° 978.

63 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1950), 23 novembre, n° 1237.

64 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1952), 10 janvier, n° 55.

L'action de la Suisse au sein de l'UEP et le passage à l'Accord monétaire européen (AME)

De créancière, la position de la Suisse au sein de l'UEP devint débitrice vers la fin de 1953. En même temps, il fut désormais possible d'accroître la part des paiements en or dans la compensation des soldes et de relever à plus de 90% le degré de libéralisation dans les échanges entre pays membres de l'UEP. En raison de ses déficits, la Suisse s'épargna de nouvelles mesures administratives contre l'afflux de devises. Il est intéressant de noter à cet égard que l'instauration de changes flottants, qui aurait assurément conduit à l'élimination des excédents et des déficits de balance des paiements, ne fut jamais envisagée sérieusement ni par l'UEP ni par la Suisse. Selon Günther Schleiminger, le terme de cours de change n'a jamais été prononcé lors des séances officielles du Comité de direction de l'UEP⁶⁵. Pourtant, Milton Friedman le premier, puis le professeur Friedrich Lutz, qui enseignait à Zurich, avaient déjà insisté sur cette possibilité et sur les avantages qu'elle comportait⁶⁶. Mais ce n'était pas la théorie dominante de l'époque; elle ne gagna davantage d'adhérents que dans le courant des années soixante. Le président de la Direction générale, Keller, rejeta dès le mois de juin 1952 l'idée d'instaurer des changes flottants. Certes, «en procédant de cette façon [c.-à-d. en adoptant le flottement], on peut relâcher la rigueur des prescriptions sur le commerce de devises et s'abstenir de pratiquer, à l'égard des importations, une politique de restriction quantitative réellement impopulaire et qui nécessite un appareil administratif encombrant. Le risque à courir en appliquant cette méthode réside avant tout dans l'impossibilité de prévoir l'évolution du marché libre des changes et dans l'entrée en jeu de la spéculation.»⁶⁷

Malgré la faiblesse de la livre sterling, ce sont souvent les autorités britanniques qui se montrèrent les plus actives, en raison sans doute des intérêts de la City londonienne, et pour mieux défendre le statut de leur monnaie dans le monde. Elles souhaitèrent d'emblée le retour à la convertibilité de leur monnaie, ce qui explique leur scepticisme initial à l'endroit de l'UEP. Plus tard, elles tentèrent en vain de façonner l'Union davantage selon leurs vœux⁶⁸. La

65 BNS, interview de Schleiminger (2004).

66 Friedman (1953), chapitre «*The Case for Flexible Exchange Rates*», pp. 157–203; la thèse soutenue par Friedman avait été développée dans un rapport qu'il avait rédigé dès 1950 en tant que conseiller de la *Finance and Trade Division of the Office of Special Representative for Europe, United States Economic Cooperation Administration*. Lutz (1954).

67 BNS, procès-verbal de séance du Conseil de banque (1952), 13 juin, p. 229 [version française], en exergue dans l'original.

68 Kaplan et Schleiminger (1989), pp. 48–53 et pp. 205–210.

Banque d'Angleterre présenta dès 1952 et 1953 des propositions en vue d'abord d'autoriser les opérations d'arbitrage sur devises entre les banques mandatées par les pays de l'UEP, puis les opérations à terme sur devises. Jusque-là, les soldes bilatéraux entre pays membres de l'UEP étaient équilibrés tant bien que mal par une compensation mensuelle auprès de la BRI, et les Britanniques ne voyaient pas pourquoi cette compensation ne pourrait être réalisée quotidiennement par un arbitrage sur devises qui serait le fait des banques. De même, les opérations à terme sur devises auraient permis aux exportateurs comme aux importateurs de se prémunir contre des fluctuations de cours. Sans compter que dans un système de changes fixes, la spéculation contribue à stabiliser les cours, lorsque l'on s'attend à ce que les seuils d'intervention vers le haut comme vers le bas demeurent inchangés.

Il semble que la Direction générale ait disposé de connaissances pour le moins limitées sur le fonctionnement de l'arbitrage sur devises. Ce qui est sûr, c'est qu'en décembre 1952 on lui en présenta un exemple chiffré détaillé⁶⁹. Au terme de négociations approfondies à Bâle sous l'égide de la BRI, et après que les banques eurent accepté le principe d'un contrôle par l'Office de compensation et la BNS, la Suisse se joignit à l'accord sur l'arbitrage de devises passé entre sept pays⁷⁰. Pour ce qui était d'autoriser des opérations à terme sur devises, la Direction générale émit de sérieuses réserves. Là encore, elle s'en fit expliquer le fonctionnement et les incidences dans un rapport fouillé. Hirs s'exprima avec scepticisme. Aussi la Direction générale décida-t-elle d'attendre les résultats d'une conférence qui devait avoir lieu à Amsterdam sur le même sujet⁷¹. A priori, elle envisageait de décliner une participation de la Suisse. Mais après que la Délégation permanente pour les négociations économiques avec l'étranger eut donné son accord le 2 octobre 1953, elle opta finalement pour une adhésion. Les opérations à terme étaient limitées à trois mois et devaient être déclarées à la BNS dès leur conclusion⁷². Ces décisions furent un grand pas en direction d'une libéralisation du marché des changes.

Comme précisé plus haut, le Royaume-Uni avait présenté dès le début des années cinquante une série de propositions visant à restaurer la convertibilité des monnaies qui, pour la livre sterling, prévoyait même un système de changes flottants à l'intérieur d'une certaine fourchette. Ces propositions se

69 BNS, arbitrage (1952).

70 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1953), 16 avril, n° 414, 23 avril, n° 439, 13 mai, n° 522, et 21 mai, n° 556.

71 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1953), 20 août, n° 845.

72 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1953), 17 septembre, n° 941, et 15 octobre, n° 1015.

heurtèrent dans un premier temps à l'hostilité des Etats-Unis, d'autant plus qu'elles prévoyaient l'octroi automatique de crédits par ces derniers. Certains membres de l'UEP, et notamment les pays créanciers, y étaient également opposés. Ils tenaient une approche progressive pour plus réaliste et privilégiaient un «durcissement» de l'UEP en relevant la part des paiements en or et en dollars lors de la compensation des soldes⁷³. En dépit de ces résistances et au terme de négociations difficiles, un compromis entre les positions britanniques et continentales fut trouvé le 29 juillet 1955, avec la signature de l'Accord monétaire européen. Cet accord prévoyait, en cas de dissolution de l'UEP, la convertibilité à des cours de change fixes pour les étrangers. Il envisageait par ailleurs la création d'un Fonds européen, doté de 600 millions de dollars, à titre de filet de sécurité pour les pays à monnaie faible. Enfin, l'amortissement des dettes qui subsisteraient à la dissolution de l'UEP devrait être réalisé par un partage des avoirs de l'Union et par le biais d'accords de remboursement bilatéraux. Des crédits à court terme (crédits de financement interimaire et swaps) devraient permettre de couvrir les déficits temporaires de balance des paiements.

La dégradation de la balance britannique des paiements fit pourtant que la dissolution de l'UEP et le passage à la convertibilité prévu dans le cadre de l'AME furent repoussés de plusieurs années⁷⁴. Ce n'est qu'à la fin de 1958, après la mise en place d'un programme de stabilisation en septembre 1957, que le Royaume-Uni réclama une nouvelle fois l'introduction de la convertibilité. La résistance de la France, dont la situation monétaire était précaire, provoqua de nouveaux attermoissements. En décembre 1958 toutefois, la France vécut un véritable retournement de situation, le gouvernement s'étant en effet résolu à faire coïncider le passage à la convertibilité selon l'AME avec une nouvelle dévaluation du franc français. Si la Suisse considérait avec scepticisme le passage à la convertibilité, elle ne put cependant refuser son accord. Porté entre-temps à la présidence de la Direction générale, Walter Schwegler tint à préciser «que les mesures adoptées dans la perspective d'un passage de l'UEP à l'Accord monétaire ont été obtenues sous la pression [...]. Aussi les doutes formulés par la Direction générale durant les négociations avec la Délégation économique permanente quant à la pérennité de l'AME paraissent-ils justifiés. Ce scepticisme [...] est partagé aussi bien par Monsieur le Ministre Schaffner que par Monsieur Homberger. C'est pourquoi Monsieur le Ministre Soldati a été chargé, en sa qualité de représentant de la Suisse au

73 Kaplan et Schleiminger (1989), chapitres 10 et 11.

74 Kaplan et Schleiminger (1989), chapitre 12.

Conseil de l'OECE, de faire consigner dans le procès-verbal de séance que la Suisse se réserve le droit de se départir de l'Accord monétaire pour le cas où elle serait exposée à de graves discriminations économiques de la part d'autres pays parties prenantes à cet accord.»⁷⁵

Du point de vue des charges financières qui pesaient sur la Confédération, le passage à la convertibilité dans le cadre de l'AME ne posait aucun problème, puisque, au 30 novembre 1958, les dettes bilatérales de la Suisse, qui s'élevaient à 327 millions de francs, excédaient considérablement ses avoirs bilatéraux (236 millions de francs). Il convenait simplement d'assurer une coordination dans le temps des amortissements de la dette et d'éviter que les remboursements ne provoquent un accroissement de la monnaie de banque centrale. Par contre, l'entrée en vigueur de l'AME obligea la Banque nationale et le Conseil fédéral à résoudre un certain nombre de questions. La première avait trait à l'harmonisation des prix d'achat et de vente du dollar entre les pays membres de l'UEP et ceux de la zone dollar, prix qui présentaient alors un écart d'environ 2%. A la demande de la Direction générale, le seuil et le plafond du cours d'intervention furent fixés respectivement à 4,295 et 4,45 francs pour un dollar, étant entendu que la BNS achèterait des dollars à 4,31–4,32 francs sur le marché. Ce qui revenait à réévaluer légèrement le franc (de 1 à 1,5%) par rapport aux monnaies des pays de l'UEP.

Un autre problème concernait la question de savoir qui, de la Confédération ou de la Banque nationale, aurait à assumer la contribution suisse au Fonds monétaire européen, les financements intermédiaires et les opérations de swaps. La Direction générale était d'avis que la contribution et les financements intermédiaires étaient du seul ressort de la Confédération, car ils faisaient l'objet d'un traité entre Etats. Quant aux opérations de swaps, elles revenaient de par leur nature à la BNS. Cette dernière n'était toutefois pas autorisée, aux termes de la loi sur la Banque nationale, à effectuer des opérations à terme. Ce point de vue était soutenu par le juriste-conseil de la BNS, mais la Direction générale jugeait préférable une solution permettant dès que possible à la Banque nationale, par le truchement d'un arrêté du Conseil fédéral, d'effectuer ce type d'opérations. Le DFF confirma finalement par une lettre du 6 janvier 1959 l'arrêté du Conseil fédéral autorisant la BNS à pratiquer, pour le compte de la Confédération et jusqu'à concurrence de 15 millions de dollars, les financements intermédiaires ou les opérations de swaps prévus par l'article 10 de l'AME. Il restait simplement à vérifier par quels moyens – interprétation plus extensive de l'article 14 de la loi sur la BNS

75 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1958), 30 décembre, n° 1434.

ou création d'une nouvelle norme juridique – la Banque nationale pouvait être autorisée à conclure de telles affaires⁷⁶. En l'occurrence, des problèmes se profilaient à l'horizon, problèmes qui allaient prendre une grande importance au cours des années suivantes.

Une autre question qui souleva d'intenses discussions au sein de la Direction générale était la suivante: une fois la convertibilité acquise, les monnaies utilisées dans l'UEP pourraient-elles être incluses dans les actifs servant de couverture aux billets en circulation, tels qu'ils figurent dans les situations périodiques de la BNS? Contrairement à l'avis du juriste-conseil, Schwegler rejeta résolument une telle hypothèse, car les monnaies en question n'étaient pas directement échangeables en or à la parité, mais ne l'étaient qu'indirectement par l'intermédiaire du dollar. On s'éloignait donc de l'étalon-or. Le successeur de Paul Rossy, Riccardo Motta, et Max Iklé, passé en 1956 de l'Administration des finances à la Direction générale, étaient d'un avis opposé. Finalement, le Comité de banque approuva un compromis présenté par la Direction générale, prévoyant que seules les réserves de dollars figureraient parmi les devises dans les situations périodiques, tandis que les autres monnaies convertibles seraient inscrites sous un nouveau poste intitulé «Correspondants à l'étranger»⁷⁷.

2.3 La Suisse et le système de Bretton Woods

2.3.1 *La situation initiale*

Le passage des monnaies ouest-européennes à la convertibilité, qui dans la plupart des cas, livre comprise, ne s'appliquait qu'aux non-résidents et laissait subsister dans divers pays des éléments de contrôle des changes, n'avait aucunement résolu le problème de la sous-évaluation du franc. La libéralisation croissante des échanges commerciaux et celle, toujours plus marquée, des capitaux se conjuguant, les excédents de la balance des paiements eurent au contraire tendance à augmenter, ce dont témoigne l'évolution des réserves d'or et de devises. Alors qu'elles s'étaient accrues de 3897 millions de francs, ou de 81,1%, de 1945 à 1959, leur progression fut de 13 588 millions, soit de 144,2%, pour la période comprise entre 1959 et 1971. Les achats d'or et de devises de la BNS ayant été, ces années-là, la cause de loin la plus importante de l'accroissement de la monnaie centrale, il n'est pas étonnant que celle-ci ait

76 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1958), 30 décembre, n° 1434, et (1959), 8 janvier, n° 32.

77 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1959), 8 janvier, n° 32, et 15 janvier, n° 53.

progressé de 3837 millions de francs, ou de 80% (4,3% en moyenne annuelle) entre 1945 et 1959, contre 12 449 millions de francs, soit 156,1% (8,2%), pour la période allant de 1959 à 1971. Il n'est pas surprenant non plus, dans ces conditions, que l'inflation se soit accélérée, alors même que la croissance économique était demeurée pratiquement inchangée. Le produit national brut réel augmenta en moyenne annuelle de 4,4% de 1945 à 1959 et de 4,9% entre 1959 et 1971, mais l'inflation passa de 1,2% l'an pour la première période à 3,5% pour la deuxième.

Bien que le mark allemand et le florin néerlandais aient été réévalués une première fois de 5% au début du mois de mars 1961, la Banque nationale et la Confédération ne voulaient toujours pas entendre parler d'une réévaluation du franc⁷⁸. Il ne restait donc pour tenter de résoudre ces problèmes que les moyens, également insuffisants, des mesures administratives contre l'afflux de devises et des limitations de crédits pour contenir les liquidités domestiques. On recourut pour cela, comme à l'accoutumée, à des *gentlemen's agreements* et à des interdictions imposées par l'Etat. S'y ajoutèrent l'utilisation, nouvelle, de swaps ainsi que les crédits, généralement garantis contre le risque de dévaluation, que la Confédération et, dans une mesure croissante, la Banque nationale consentirent à des banques centrales étrangères, en particulier à la Banque d'Angleterre et au Trésor américain ou au Système de Réserve fédérale.

Ces nouvelles mesures eurent pour effet de soutenir les cours de la livre et du dollar, mais permirent aussi de faire refluer au moins passagèrement une partie des devises qui avaient afflué en Suisse. D'autres banques centrales européennes prirent des mesures analogues, afin de maintenir le système de Bretton Woods à flot jusqu'au début des années septante, malgré une politique monétaire américaine trop expansionniste, qui ne faisait aucun cas des exigences d'un étalon de change-or même assoupli. Preuve en est que, pendant la période allant de 1960 à 1970, les réserves d'or des Etats-Unis diminuèrent de 18 à 11 milliards de dollars, alors que leurs engagements à vue vis-à-vis de l'étranger passaient, dans le même temps, de 21 à 43 milliards de dollars. Dans ces conditions, seule une politique monétaire plus restrictive de la part des autorités américaines ou, au contraire, une politique beaucoup plus expansionniste dans des pays comme la Suisse et l'Allemagne aurait pu soutenir

78 BNS, mémoires d'Iklé (sans indication d'année), p. 241. Dans BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1961), 9 mars, n° 296, il est dit: «La Direction générale est notamment parvenue à la conclusion qu'il ne pouvait être question d'une sous-évaluation du franc suisse par rapport aux principales monnaies étrangères, ce dont témoignent, entre autres choses, l'important excédent des importations ainsi que le niveau élevé des salaires et des coûts.»

le dollar et assurer ainsi la pérennité du système de Bretton Woods. Ces derniers pays n'étaient toutefois pas disposés à payer le laxisme de la politique américaine d'une inflation importée encore plus élevée. Les Etats-Unis quant à eux voulaient bien maintenir le cours de leur monnaie à 35 dollars l'once d'or, mais, comme l'écrit Allan Meltzer: «*This objective required monetary policy either to accept the inflation rate or price level consistent with the \$ 35 gold price or to pursue a domestic employment goal by adopting controls and restrictions on trade or capital movements. Roosa [Undersecretary of the Treasury] chose capital controls.*»⁷⁹

2.3.2 La fin d'une tradition: la Banque nationale décide de participer à des prêts monétaires internationaux

Jusqu'à la fin de l'Union européenne de paiements, on l'a vu, les crédits publics destinés à l'étranger avaient toujours été l'affaire de la Confédération, ce qui se justifiait par les dispositions légales régissant la BNS. Cette situation avait pour avantage que les prêts devaient être financés par l'impôt ou par des emprunts, autrement dit sans qu'il en résulte une création de monnaie par la Banque nationale. Ces crédits grevaient toutefois le budget de la Confédération et réduisaient singulièrement la marge de manœuvre dont la BNS disposait sur les marchés des changes, d'autant plus que cette dernière, selon sa propre interprétation de la loi, s'interdisait de recourir à des opérations à terme sur devises. Un changement se manifesta une première fois lors de la discussion, dont il a été question plus haut, sur le respect des dispositions de l'AME. Cette politique allait connaître un tournant décisif à partir de 1959, à l'initiative de Max Iklé⁸⁰, l'imaginatif chef du 3^e département. Quant à Walter Schwegler, le président de la Direction générale, il se montra d'abord franchement hostile à la nouvelle orientation.

Au mois d'octobre 1955 déjà, la BRI avait proposé à la BNS de procéder à un échange de dollars contre de l'or au moyen d'un swap d'une durée de trois ou six mois⁸¹. Cette proposition montre qu'à la BRI la connaissance de ce genre

79 Meltzer (2005), chapitre 5, p. 1.

80 Juriste de formation, Iklé était un homme créatif, qui assimila sans difficulté les connaissances économiques nécessaires à son travail. «Il était brillant dans tous les domaines que je connais», a dit Hans Stahel, qui dirigea à la BNS pendant de nombreuses années le Service des opérations sur les marchés des changes et de l'argent, dans BNS (2005), interview de Stahel. «C'est pour nous un sujet de satisfaction que l'ingéniosité de vos initiatives nous ait rapprochés des autres banques centrales et ait approfondi notre collaboration avec elles.», tiré d'une lettre de Hans Heinrich Mandel, adressée à Iklé à l'occasion du départ de ce dernier de la BNS, dans BRI, à Iklé (1968).

81 BRI, swap dollars/or (1955). BRI, utilisation de notre dépôt d'or (1955a, 1955b et 1955c).

d'opérations, auxquelles il faut associer en particulier les noms de Paul van Zeeland, Donald McDonald et Hans Heinrich Mandel, n'avait pas été perdue pendant la période du bilatéralisme. L'opération proposée par la BRI consistait en l'occurrence à vendre de l'or contre dollars au comptant à la BNS, et de le lui racheter à terme, toujours contre dollars, au bout de trois mois par exemple. L'écart, en dollars, entre le cours au comptant et le cours à terme du métal jaune aurait rapporté à la BNS un intérêt de 1,75%. Conclue pour une échéance postérieure à la fin de l'année, une telle opération se serait traduite dans les comptes annuels de la BNS par une augmentation bienvenue de son encaisseur et une diminution correspondante de ses réserves de dollars. On notera à ce propos que la BNS était déjà obligée à l'époque, pour assurer la fixité des cours de change, d'acheter aux banques suisses des quantités relativement importantes de dollars en fin d'année. Elle le faisait en concluant des swaps dollars contre francs, qui permettaient aux banques de présenter dans leur bilan un volume plus élevé de placements liquides en francs (*window-dressing*)⁸².

Walter Schwegler, qui était encore à ce moment-là chef du 3^e département, s'y opposa, faisant valoir que «de telles opérations ne peuvent entrer en ligne de compte pour la Banque nationale, car, d'une part, elle n'est pas autorisée de par la loi à effectuer des opérations à terme et que, d'autre part, elle n'entend pas assumer le risque du dollar»⁸³. Sur ce dernier point, il se trompait. Le fait que le cours à terme du dollar aurait été fixé à la conclusion de l'opération aurait justement annulé tout risque de cours par rapport à cette monnaie. Sa position peut paraître d'autant plus étonnante qu'il avait conclu avec la BRI, au début de 1955, un swap dollars contre francs, ne portant il est vrai que sur 3 millions de dollars, et dont la durée avait été de cinq jours seulement. La Direction générale avait donné après coup son aval à ce swap de courte durée⁸⁴. La Banque nationale avait en outre conclu avec la BRI des swaps pour de faibles montants et pour de très courtes durées au cours des trois années précédentes, alors que le 3^e département avait encore à sa tête Alfred Hirs⁸⁵, et cela apparemment sans que la Direction générale ne s'en émeuve sous l'angle juridique.

C'est, on l'a vu, à l'initiative de Max Iklé, promu en 1956 à la tête du 3^e département, que la Direction générale assouplit peu à peu sa position. Un pas important fut franchi à la fin de 1959. Iklé s'attendait cette année-là à ce que les grandes banques vendent pour près de 600 millions de dollars, montant

82 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1955), 8 décembre, n° 1326.

83 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1955), 16 novembre, n° 1227.

84 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1955), 3 mars, n° 223.

85 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1952), 27 novembre, n° 1177, (1953), 26 février, n° 200, et (1954), 4 novembre, n° 1172.

que la BNS reprendrait, comme les années précédentes, dans le cadre de swaps. Il fit alors la proposition suivante à la Direction générale: «Si tant est qu'on ne veuille pas présenter au bilan des réserves de devises trop élevées, il y aurait peut-être la possibilité d'effectuer en fin d'année, avec la BRI ou la Banque d'Angleterre, un swap or contre dollars. Il consisterait à mettre, pour une durée par exemple de quatre jours, des dollars à disposition de notre partenaire, qui lui nous remettrait de l'or en échange. Un tel swap se justifierait en quelque sorte par la reprise prévisible de la demande de dollars qui se produira après le nouvel an. Il n'en constitue pas moins une nouveauté pour la Banque.»⁸⁶ La Direction générale acquiesça, et les négociations avec la BRI et la Banque d'Angleterre aboutirent à des swaps or contre dollars de 50 millions de dollars avec la première et de 20 millions avec la seconde.

Seules les grandes banques avaient été contactées pour conclure des swaps dollars contre francs en vue du toilettage de leur bilan (swaps dont le montant avait finalement passé de 68 millions à 113,5 millions de dollars). Lorsque d'autres banques apprirent la chose, elles se sentirent lésées et demandèrent à pouvoir participer également à ce genre d'opérations. La Banque nationale refusa et n'accepta d'entrer en matière que l'année suivante. Quant aux swaps or contre dollars, la Banque nationale y recourait dans le but de réduire ses dollars, qui avaient augmenté à la suite des opérations conclues avec les banques au titre du *window-dressing*, mais aussi dans celui de satisfaire aux exigences légales de couverture des billets en circulation, en présentant dans ses comptes annuels une encaisse-or plus élevée⁸⁷.

Iklé – dont le rôle joué à cet égard sur le plan international est resté jusqu'ici complètement méconnu – songeait cependant à des opérations d'une tout autre ampleur que celles consistant à maîtriser l'afflux de dollars en fin d'année. Ce qui lui inspirait des inquiétudes, c'était l'afflux persistant de dollars qui fut enregistré tout au long de l'année 1960, de même que la diminution des réserves d'or américaines, qui pouvait mettre en danger la convertibilité-or du dollar. Le système de parités fixes de Bretton Woods lui paraissait menacé par la spéculation et les mouvements de capitaux à court terme. Aussi préconisa-t-il au mois de septembre déjà, en séance de la Direction générale, que l'on cesse de convertir des dollars en or auprès du Trésor

86 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1959), 10 décembre, n° 1200.

87 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1959), 23 décembre, n° 1256 et 30 décembre, n° 1276, ainsi que (1960), 29 décembre, n° 1415 et n° 1420 pour les opérations correspondantes de fin 1960. Le n° 1415 fait référence à l'augmentation de la couverture-or induite par un *gold-location-swap* grâce auquel la BNS acquiert provisoirement de l'or étranger déposé en Suisse contre de l'or de la BNS déposé à l'étranger.

américain. Dans un premier temps, son point de vue l'emporta sur celui du président Schwegler, qui était partisan d'un maintien au moins partiel de ces conversions. Mais au mois d'octobre, lorsque le prix de l'or dépassa les 50 dollars l'once sur le marché libre de Londres, il se trouva tout de même, au sein de la Direction générale, une majorité favorable à ces conversions. Au mois de juin, la Banque nationale avait en outre décliné poliment une nouvelle proposition de la BRI de conclure un swap or contre dollars d'une durée de trois mois. Le motif invoqué était le suivant: «Une telle opération ne serait pas entièrement conforme aux dispositions légales et la Banque n'a pas besoin, en ce moment, de générer des recettes supplémentaires.»⁸⁸

Lors d'une séance de la Direction générale au mois de novembre 1960, Iklé fit remarquer que le coût élevé de la couverture des risques de change par des opérations de swaps faisait obstacle aux exportations privées de capitaux. Mieux valait à son avis, si l'on entendait abaisser ce coût, que la Banque nationale intervienne sur le marché à terme plutôt que sur le marché au comptant. Malheureusement, la loi ne le permettait pas⁸⁹. Schwegler répliqua que de telles interventions comportaient un risque de change et que la Banque nationale n'avait pas vocation à créer un cours artificiel du dollar. Iklé revint à la charge à la suite d'un discours dans lequel John F. Kennedy, nouvellement élu à la présidence des Etats-Unis, avait garanti le maintien de la parité-or et de la convertibilité du dollar. Au mois de février 1961, Iklé mit à profit la réunion mensuelle des banquiers centraux au siège de la BRI à Bâle pour soumettre une proposition dans ce sens à Charles Coombs, de la Banque de Réserve fédérale de New York, qui est chargée des opérations sur devises au sein du Système de Réserve fédérale. Dans une lettre datée du 18 février 1961, Iklé explique à Coombs son projet, préférable, selon lui, à la proposition du président Kennedy de relever la rémunération des avoirs des banques centrales placés aux Etats-Unis. Il fit également part de cette idée à la Banque d'Angleterre et s'en ouvrit à la Direction générale de la BNS: «Imaginons l'opération suivante [...]. La Banque nationale suisse vend au comptant à la Réserve fédérale pour 100 ou 200 millions de dollars d'or, qu'elle rachète à terme (swap dollars contre or). Elle cède ensuite la recette en dollars aux banques suisses, qui les lui paient [en francs] au cours du jour, et les rachète à terme à un cours inférieur d'un centime, ce qui mettrait le coût du swap à 7/8% environ par an.

88 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1960), 2 juin, n° 572, 29 septembre, n° 1010, et 21 octobre, n° 1078.

89 Ce n'est qu'à partir du 11 mars 1976, avec la modification de l'art. 14, ch. 3, de la loi sur la BNS que cette dernière fut expressément autorisée à effectuer des opérations à terme sur devises allant jusqu'à trois mois.

L'opération serait renouvelable tous les trois mois [...]. Cela supposerait, dit-il encore, que la Banque de Réserve fédérale supprime ou abaisse les frais qu'elle facture pour la manutention de l'or. Les deux banques centrales seraient gagnantes, car «l'opération présenterait les avantages suivants:

1. Des capitaux à court terme se trouvant en Suisse pourraient prendre le chemin des Etats-Unis sans que ces derniers aient à relever leurs taux.
2. Non seulement l'hémorragie d'or des Etats-Unis serait stoppée, mais les réserves d'or américaines remonteraient.
3. Le programme du nouveau gouvernement marquerait des points immédiatement visibles pour l'opinion.
4. Le marché suisse des capitaux serait débarrassé de liquidités excédentaires non désirables du point de vue de la Banque nationale suisse.»⁹⁰

Le dernier point laissait transparaître une nouvelle fois l'inquiétude de la BNS devant l'accroissement de la masse monétaire. Iklé lui aussi était très attaché à la stabilité de cette dernière, de même qu'aux cours de change fixes. Ses propositions impliquaient un changement fondamental de la politique de la BNS, et il en était parfaitement conscient. Dans sa lettre à Coombs, il écrit à ce propos: *«Such an operation, however, would mean throwing our tradition in respect of forwarding transactions overboard. We rather think that this would even go beyond the provisions of our banking law; all the same, the Board of Management of the Swiss National Bank would be prepared to assume full responsibility, provided an effective contribution toward the solution of the international monetary problem can thus be secured.»*⁹¹

Si les propositions d'Iklé furent sous certaines réserves jugées dignes d'attention par Coombs, elles se heurtèrent en revanche au refus catégorique de la Banque d'Angleterre qui le fit savoir dans une lettre de Roy Bridge datée du 30 mars 1961⁹². Mais la résistance britannique mollit rapidement lorsque, l'Allemagne ayant réévalué sa monnaie le 3 mars 1961, la livre sterling se retrouva mise fortement sous pression sur les marchés des changes. Dans ces circonstances, Londres accepta bien volontiers, parmi les mesures de soutien proposées par la Suisse, un swap au moyen duquel la Banque nationale acheta des livres au comptant contre de l'or pour les revendre à terme. Les livres achetées par la BNS furent par un second swap rétrocédées contre francs aux grandes banques, qui les placèrent ensuite à profit en bons du Trésor

90 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1960), 3 novembre, n° 1137. BNS, à Coombs (1961), pp. 15ss. BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1961), 16 février, n° 203.

91 BNS, à Coombs (1961), pp. 15s.

92 Banque d'Angleterre, à Iklé (1961).

britannique. Iklé écrit dans ses mémoires avoir obtenu l'accord de Schwegler dans la voiture qui les emmenait de Zurich à Berne, où devait avoir lieu une séance de la Direction générale⁹³. Mais il fallut encore, non sans mal, obtenir du DFF qu'il renonce au droit de timbre d'émission, qui aurait ôté toute rentabilité à ces placements. En outre, vu le flou juridique qui entourait l'opération, la Direction générale décida de demander son assentiment au Conseil de banque, ce qui n'occasionna aucune difficulté.

Selon un autre projet d'Iklé, la Banque nationale, agissant cette fois-ci en tant qu'agent de la Banque d'Angleterre, devait proposer aux banques suisses un swap consistant à leur vendre des livres sterling au comptant en échange de francs, qu'elle leur rachèterait à terme. Comme dans l'exemple précédent, les banques auraient réalisé un gain en plaçant en bons du Trésor britannique les livres ainsi acquises. De cette manière, la Banque nationale aurait évité d'intervenir elle-même sur le marché à terme de la livre, opération qui lui était interdite par la loi. Des opérations de ce genre permettraient de porter un coup fatal à la spéculation⁹⁴.

Aux Américains, Iklé proposa que la Banque nationale procède sur mandat et pour le compte de la Banque de Réserve fédérale de New York à des achats à terme qui permettraient de réduire le déport du cours à terme du dollar par rapport à son cours au comptant et de stimuler ainsi les exportations de capitaux à court terme de la Suisse vers les Etats-Unis. A la fin du mois d'août 1961, ces interventions représentaient déjà un volume de 65 millions de dollars. Mais où la Banque de Réserve fédérale de New York, qui effectuait ces opérations pour le compte du Trésor américain et ne disposait que de 65 millions de francs, allait-elle trouver les 280 millions de francs qu'elle aurait à déboursier à l'échéance des contrats à terme? William Heffelfinger, qui exerçait les fonctions d'*assistant secretary*, proposa de résoudre le problème par l'émission de certificats de dette à trois mois du Trésor américain libellés en francs suisses. Douglas Dillon, secrétaire d'Etat au Trésor, et Robert Roosa, sous-secrétaire, donnèrent leur accord. Le gouvernement suisse acheta dès le mois de septembre pour 100 millions de francs de certificats, et la Banque nationale s'engagea à en acquérir pour 110 millions de francs supplémentaires⁹⁵. Ces certificats donnèrent naissance par la suite aux bons Roosa, dont la durée fut portée à 15 mois.

93 BNS, mémoires d'Iklé (sans indication d'année), p. 244.

94 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1961), 16 mars, n° 328, 23 mars, n° 346, 29 mars, n°s 385 et 387, ainsi que 6 avril, n° 390.

95 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1961), 31 août, n° 973, et 28 septembre, n° 1080. Coombs (1976), pp. 36ss. BNS, mémoires d'Iklé (sans indication d'année), pp. 251ss.

La réévaluation du mark allemand, en 1961, avait également entraîné dans un premier temps une spéculation contre le dollar, qui avait provoqué une forte hausse du taux du swap pour le dollar (différence, en pour-cent, entre le cours au comptant et le cours à terme) et une augmentation des flux de capitaux vers l'Allemagne et la Suisse. Dans ces conditions, Johannes Tüngeler, membre du Directoire de la Banque fédérale d'Allemagne, proposa lui aussi à Coombs d'acheter des dollars contre des marks sur les marchés des changes, ajoutant que la Banque fédérale serait prête, si nécessaire, à mettre à disposition au même cours les marks dont la Banque de Réserve aurait éventuellement besoin à l'échéance des contrats à terme. Le projet fut rapidement réalisé. Il constitua, avec les mesures prises avec la Suisse, ce que Frederick Conolly appela, dans une lettre adressée à Coombs, le point de cristallisation à partir duquel allait se développer un réseau de swaps réunissant huit banques centrales européennes, les banques centrales du Canada et des États-Unis ainsi que la BRI⁹⁶. À la fin de 1962, les opérations de swaps s'élevaient à 750 millions de dollars, dont 100 millions pour la BNS. À chaque crise monétaire, leur ampleur augmenta pour atteindre près de 30 milliards de dollars au milieu de 1979, dont 4 milliards pour la BNS.⁹⁷

Le soutien que la Suisse apporta à la livre sterling après la réévaluation du mark allemand et du florin néerlandais ne se limita pas aux swaps décrits ci-dessus. La Banque nationale mit aussi à la disposition de la Banque d'Angleterre deux dépôts de 200 millions de dollars dénonçables à 24 heures, à un taux de 2,25%. Sur le conseil de la BNS, la Confédération s'engagea également dans l'opération, avec un placement considérable. Le soutien apporté par la Suisse et l'Allemagne fut le point de départ d'une aide de plus grande envergure fournie par plusieurs banques centrales. En effet, comme le note Coombs: «*The Swiss credit provided the all-important nucleus of a billion-dollar package of similar credits from the Continental central banks rounded up by Cobbold and other Bank of England officials over the rest of the weekend.*»⁹⁸

2.3.3 La participation de la Suisse au pool de l'or et au Club des Dix

La collaboration entre la Suisse, en particulier la Banque nationale, et les principaux pays s'élargit avec l'adhésion au pool de l'or de Londres. Comme on l'a vu, chaque fois que le prix de l'or atteignait plus de 35 dollars l'once sur

⁹⁶ Voir BRI, à Coombs (1963).

⁹⁷ BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1961), 28 septembre, n° 1080. Coombs (1976), pp. 39ss. BNS, mémoires d'Iklé (sans indication d'année), pp. 254ss. Toniolo (2005), pp. 386ss.

⁹⁸ Coombs (1976), p. 37.

le marché libre de Londres, il en résultait des craintes pour la stabilité de la monnaie américaine et celle du système de Bretton Woods tout entier. La spéculation sur l'or et les devises reprenait alors de plus belle. Au cours de l'été 1961, le prix de l'or grimpa à la suite de la construction du mur de Berlin. Un accord informel fut signé, à l'insistance des Etats-Unis puis de l'Allemagne, par lequel huit banques centrales s'engageaient à mettre si nécessaire de l'or à la disposition de la Banque d'Angleterre pour 270 millions de dollars, afin que cette dernière puisse procéder à des ventes sur le marché libre de manière à maintenir le prix du métal jaune aux environs de 35 dollars l'once. Les Etats-Unis prirent à leur charge 135 des 270 millions de dollars, la Banque nationale en assumait 10 millions. La Direction générale avait donné son accord tout en précisant que la BNS se retirerait «si un affaiblissement du dollar imputable à une politique monétaire malsaine des Etats-Unis devait provoquer une nouvelle ruée sur l'or»⁹⁹. Le pool de l'or réussit dans sa mission de soutien jusqu'en 1968, année où la demande sans cesse croissante d'or obligea ses membres à jeter l'éponge. Tant que le pool joua son rôle, on a pu parler d'une convertibilité générale indirecte en or des monnaies qui présentaient une parité fixe et étaient librement convertibles en dollars. Chacun pouvait en effet acheter de l'or sur le marché londonien au prix garanti de 35 dollars l'once. La dissolution du pool de l'or marqua le point de départ de la démonétisation définitive de l'or. Aussi longtemps qu'il exista, c'est-à-dire de 1962 à 1968, la Banque nationale dut lui céder un montant net d'or se chiffrant à 81 millions de dollars¹⁰⁰.

En 1964, la Suisse fit un pas encore plus déterminant sur le chemin de la coopération monétaire internationale en se joignant, en qualité de membre associé, aux Accords généraux d'emprunt (AGE) du Groupe des Dix principaux pays industriels du monde (G10). Conclue fin 1961 à Paris, ces accords, dont le FMI avait pris l'initiative, engageaient les banques centrales des pays signataires à accorder au FMI, dans leur propre monnaie, pour 6 milliards de dollars de crédits supplémentaires si l'un d'entre eux se trouvait dans l'obligation de solliciter du Fonds un emprunt dépassant les réserves que celui-ci détenait dans la monnaie du pays demandeur. On craignait, à dire vrai, que les Etats-Unis ne se trouvent contraints de solliciter des crédits relativement importants¹⁰¹. Etant donné le niveau des réserves monétaires dont disposait la Suisse, Per Jacobsson, le directeur général (*managing director*) du FMI, tenait

99 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1961), 16 novembre, n° 1280, et 21 décembre, n° 1446.

100 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1968), 27 mars, n° 378.

101 Toniolo (2005), pp. 399ss.

évidemment beaucoup à ce qu'elle figure parmi les créanciers potentiels. Lors d'un entretien qu'il eut en avril 1962 à Berne avec les autorités fédérales et la Banque nationale, il expliqua que la meilleure solution serait que la Suisse adhère au FMI, mais qu'il en existait une autre, certes moins bonne, par laquelle la Suisse s'engagerait à mettre à disposition un crédit de l'ordre de 400 millions de dollars. Il ajouta que, le FMI étant autorisé à recevoir de l'or, ce crédit pourrait aussi, en cas d'utilisation, être versé sous forme d'or, avec lequel le Fonds achèterait ensuite, si nécessaire, des francs ou d'autres monnaies.

Le Conseil fédéral, et surtout la Banque nationale, restaient toutefois opposés à une adhésion au FMI, qui aurait automatiquement conféré aux pays membres en proie à des difficultés de balance des paiements le droit de tirer sur la quote-part de la Suisse des crédits en francs et compliqué pour la BNS le contrôle de la création monétaire. Le négociateur en chef de la Suisse, Edwin Stopper, du Département de l'économie publique, fit tout de suite savoir que la Suisse envisageait un montant ne dépassant pas 200 millions de dollars. Il précisa en outre, avec Max Iklé, que l'on songeait plutôt à des accords bilatéraux avec les Etats-Unis et le Royaume-Uni. Contrairement à un accord avec le FMI, de tels arrangements permettraient de faire jouer une certaine réciprocité et donneraient à la Banque nationale la possibilité, si les crédits étaient octroyés dans le cadre de swaps, de revendre aux banques suisses les dollars reçus au comptant et, partant, de résorber à court terme des liquidités. La Banque nationale serait d'autre part en mesure de réagir plus rapidement. Avec le FMI, la Confédération pourrait conclure un contrat-cadre fixant le montant global du crédit ainsi qu'un certain nombre de principes généraux ayant trait aux modalités pratiques et à la coordination avec les mécanismes du G10¹⁰².

Il existait également des divergences d'opinions entre la Banque nationale et les autorités fédérales. Dans une lettre au Conseil fédéral à laquelle était même joint un projet d'arrêté fédéral, la Direction générale expliquait que la BNS ne désirait pas, par solidarité avec les autres pays, mais aussi pour pouvoir combattre des turbulences secouant des monnaies mondiales, se soustraire à une participation. Encore fallait-il que soient réunies certaines conditions. Une adhésion au FMI était exclue. On ne ferait cependant pas l'économie d'un arrêté fédéral, car le régime juridique auquel la Banque nationale était soumise ne l'autorisait pas à participer à des crédits de longue durée, pouvant aller jusqu'à cinq ans. Il fallait, expliquait-on encore, que l'arrêté autorise la BNS à octroyer, à la demande de la Confédération, des crédits sous forme d'avances ou de swaps, ces derniers ayant sa préférence. Vu la durée des

102 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1962), 13 avril, n° 378.

engagements, il fallait enfin que la Confédération se déclare prête à reprendre ces crédits si la BNS le lui demandait, comme le prévoyait le projet préparé par le DFF. La Banque nationale ajoutait, pour terminer, préférer les accords bilatéraux. Stopper était au contraire de l'avis que le niveau des réserves de la BNS rendait une garantie de remboursement superflue¹⁰³. La Banque obtint satisfaction sur l'essentiel. L'arrêté fédéral fut adopté en octobre 1963, après quoi furent signés un accord-cadre avec le FMI ainsi que des accords bilatéraux avec les Etats-Unis et le Royaume-Uni. La garantie de remboursement fit uniquement l'objet d'une décision du Conseil fédéral. Le fait que la Direction générale réussit à imposer ses vues ne signifiait pas que tous ses membres souscrivaient à l'abandon de la politique suivie jusque-là. Walter Schwegler, son président, fit observer combien lui déplaisait ce procédé qui «faisait apparaître la Banque nationale comme l'institution responsable des aides prévues». Il jugeait cela contraire au principe traditionnel qui voulait que le financement des mesures internationales de soutien de longue durée relève essentiellement de la Confédération, «la BNS pouvant tout au plus être chargée de l'exécution technique de telles transactions»¹⁰⁴. Fait politiquement significatif et souvent peu goûté de l'étranger, la Suisse, contrairement à d'autres pays, était représentée au G10 par la BNS uniquement, son gouvernement n'y envoyant aucun représentant.

Devenue membre associé du G10, la Suisse put participer à ses décisions et prendre part aux discussions, s'agissant en particulier de la soi-disant nécessité de créer des réserves internationales indépendantes des réserves en dollars des banques centrales. L'économiste belgo-américain Robert Triffin avait fait observer dès 1957/58 que le supplément de réserves monétaires internationales nécessaire à une économie mondiale en croissance ne pouvait provenir, vu le système en vigueur, que de la quantité limitée d'or produite dans le monde ou des réserves supplémentaires de dollars que les déficits de la balance américaine des paiements vaudraient aux autres banques centrales. Mais que se produirait-il si les Etats-Unis venaient à présenter des excédents plutôt que des déficits? Les autorités britanniques en particulier firent leur cette argumentation, alors que les Etats-Unis s'y opposèrent, du moins dans un premier temps. Les pays du continent européen, la France la première, poursuivaient

103 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1962), 5 avril, n° 357, et 13 avril, n° 378.

104 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1962), 29 juin, n° 692, et (1963), 14 février, n° 212. Ce n'est toutefois qu'en novembre 1964 que furent signés l'accord bilatéral (*Implementing Agreement*) avec la Banque de Réserve fédérale de New York et un peu plus tard encore celui entre la BNS et la Banque d'Angleterre. Voir BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1964), 19 novembre, n° 1507.

d'autres intérêts. Aussi les négociations traînèrent-elles en longueur pendant des années, négociations dans le détail desquelles on n'entrera pas ici¹⁰⁵. La Suisse, généralement représentée par Iklé, y assistait en qualité d'observateur. Ce n'est qu'en 1969 que les droits de tirage spéciaux (DTS) virent enfin le jour, après que les Etats-Unis eurent modifié leur position. La valeur d'un DTS fut déterminée par un panier de monnaies et correspondait initialement à un dollar. Après la dévaluation du dollar et la réévaluation de plusieurs autres monnaies importantes, cette valeur s'établit au-dessus du dollar. Les DTS furent attribués au prorata des quotes-parts de chaque pays au FMI et acceptés en paiement par les banques centrales, le FMI et la Banque des Règlements Internationaux. De 1970 à 1972 et de 1979 à 1981, un montant de 21,4 milliards de DTS fut ainsi émis. Les DTS furent également reconnus comme moyen de paiement par la BNS.

Lors des négociations, le Conseil fédéral et la BNS eurent au sujet des DTS une attitude plutôt réservée. Tout en étant sensibles au raisonnement de Triffin, ils exprimèrent la crainte que l'on ne crée avec cet instrument monétaire un potentiel d'inflation supplémentaire. John Lademann, qui accompagnait Iklé lors des négociations, rapporte librement les propos du conseiller fédéral Roger Bonvin décrivant, en août 1966, le fond de la position de la Suisse: la mise en place d'un tel système pourrait conduire à «créer trop rapidement des réserves supplémentaires trop abondantes. Nous voyons là le danger que se relâche la discipline en matière de balance des paiements et, de ce fait, les efforts de lutte contre l'inflation. Nous sommes également d'avis qu'il n'y a pas, pour l'instant, et qu'il n'y aura sans doute pas avant longtemps de pénurie de liquidités internationales.»¹⁰⁶

Tout autre était le point de vue des Etats-Unis qui, ayant changé leur fusil d'épaule, considéraient désormais la création des DTS et la cessation des interventions du pool de l'or comme des jalons nécessaires sur le chemin de la démonétisation de l'or. La déclaration que Robert Solomon fit le 2 avril 1968 devant le *Federal Open Market Committee* du Système de Réserve fédérale en rend très bien compte: «*In my view, the most important sentence in the Washington communiqué [sur la dissolution du pool de l'or] is the one that says: 'Moreover, as the existing stock of monetary gold is sufficient in view of the prospective establishment of the facility of the Special Drawing Rights, [the Governors] no longer feel it necessary to buy gold from the market.'*» Et, plus loin: «*That*

105 Solomon (1977), pp. 128–150. Toniolo (2005), pp. 407ss. Lademann (1967 et 1970).

106 Lademann (1967), p. 33. Voir aussi Ingold (2003), pp. 304–309, pour la position de la Suisse et le déroulement des négociations.

pronouncement, together with the Stockholm agreement on Special Drawing Rights, can be interpreted as constituting a demonetisation of gold at the margin. [...] the monetary authorities of the world – taken as a group – are not dependent on an increasing stock of gold. Their need for growing reserves in the future can be satisfied mainly by Special Drawing Rights.»¹⁰⁷

Fidèles à cette logique, les Américains pressèrent les banques centrales de ne recourir à l'avenir au marché libre que pour vendre de l'or, et non pour en acheter. La Banque nationale, ainsi que d'autres banques centrales, s'y refusèrent d'abord, tout comme elles s'opposèrent à la démonétisation de l'or¹⁰⁸. Puis, la situation a évolué plutôt dans le sens souhaité à l'époque par les Américains; en revanche, les DTS n'ont pas pris une grande importance, contrairement aux attentes. Car, d'une part, la balance américaine des paiements ne s'est jamais redressée et, d'autre part, le système de Bretton Woods s'est effondré pour de bon en 1973. Que ce soit en tant que moyen de paiement international ou en tant qu'instrument de réserve, les DTS ne jouent plus depuis lors qu'un rôle tout à fait insignifiant, ne serait-ce que du fait de leur faible montant.

Avec les tentatives de stabiliser le système de Bretton Woods par des réformes se posa derechef la question de l'adhésion de la Suisse au FMI et à la Banque mondiale. Le 17 janvier 1968, le Conseil fédéral décida de suivre une proposition du DFF, soutenue également par le Département politique, qui était responsable des affaires étrangères, et par le Département de l'économie publique. Selon cette proposition, il convenait de réexaminer la question de l'adhésion à la lumière des réformes décidées en septembre 1967 lors de l'assemblée annuelle du FMI, après des années de travaux préparatoires du G10. La décision du Conseil fédéral avait été précédée, en septembre et décembre 1967, d'interpellations devant le Conseil national¹⁰⁹. Lademann fut chargé par la Direction générale de préparer un rapport à ce sujet. Constatant que les raisons précédemment invoquées contre l'adhésion avaient en grande partie disparu (restriction de la liberté d'action en matière de politique commerciale, obligation excessive d'informer, niveau de la quote-part et problèmes liés à son financement), il recommanda néanmoins de la différer pour d'autres raisons. Primo, le passage à une fourchette de fluctuation réduite à 1% pour le cours du franc se traduirait par un relèvement du cours plancher du dollar. La Banque nationale serait donc obligée d'intervenir plus rapidement

¹⁰⁷ Solomon (1977), p. 123.

¹⁰⁸ BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1973), 1^{er} novembre, n° 781.

¹⁰⁹ BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1967), 8 décembre, n° 1357.

pour soutenir la monnaie américaine, ce qui entraînerait une augmentation de la monnaie centrale en circulation. Secundo, avant d'adhérer au FMI, la BNS devrait songer à se doter d'instruments lui permettant de résorber les excès de liquidités. Enfin, selon lui, l'expectative se justifierait tant qu'on ne serait pas fixé sur la création des DTS et l'ampleur de cette création. Le niveau de la quote-part et son financement, en revanche, ne devaient plus être considérés comme un obstacle majeur, pas davantage que les coûts y afférents. «Le résultat [...] serait donc que nous devrions laisser passer les mois à venir, voire l'année prochaine, avant de porter la question de l'adhésion devant l'opinion et le Parlement, mais que nous devrions nous préparer, bon gré mal gré, à ce qu'elle intervienne au cours des prochaines années.»¹¹⁰ La Direction générale s'étant rangée à ces arguments, la discussion sur l'adhésion au FMI fut ajournée.

2.3.4 L'évolution jusqu'à la fin du système de Bretton Woods

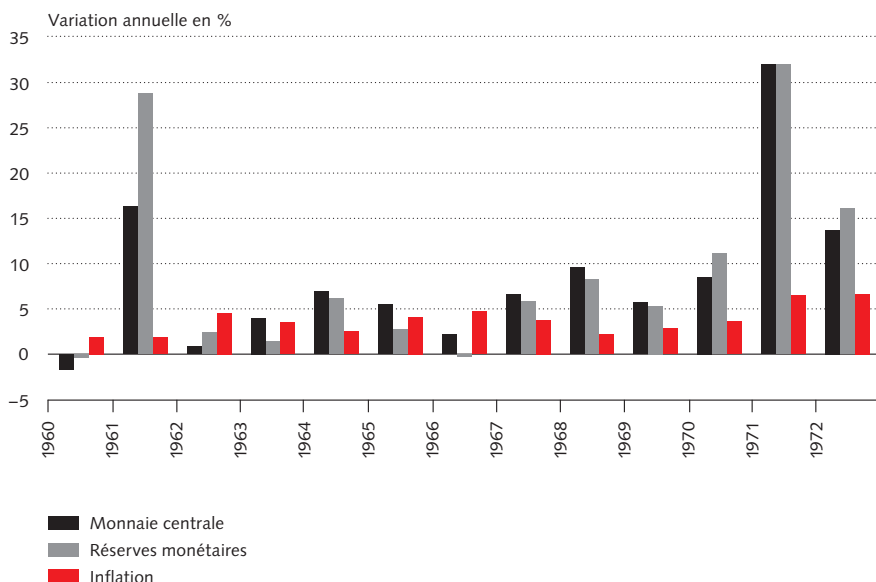
En plus des prêts destinés à soutenir le système monétaire international de Bretton Woods, la Banque nationale et la Confédération prirent également des mesures pour limiter l'afflux de devises et éponger des liquidités. On retiendra, parmi ces mesures, les ventes occasionnelles de rescriptions de la Confédération. La Banque nationale conclut ensuite avec les banques d'autres *gentlemen's agreements* visant à endiguer l'afflux de fonds étrangers et à en réduire le niveau (18 août 1960), ainsi qu'à restreindre le crédit (1^{er} avril 1962). Ces accords s'inscrivaient dans la ligne des mesures administratives contre l'afflux de devises et du contingentement du crédit. Les entrées nettes de capitaux n'en restèrent pas moins particulièrement élevées, et la monnaie de banque centrale augmenta de 18,1% en 1961. Des entrées nettes de 2 milliards de francs au total firent encore progresser celle-ci de 4,2% en 1962 et de 8,8% en 1963, bien que la balance des transactions courantes eût accusé, pour chacune de ces années, un déficit de l'ordre de 1,5 milliard de francs.

Les autorités prirent de nouvelles mesures. Les arrêtés fédéraux destinés à combattre le renchérissement par des mesures concernant les marchés de l'argent et des capitaux ainsi que le crédit entrèrent en vigueur le 13 mars 1964. Ils conféraient en outre force obligatoire générale au *gentlemen's agreement* concernant la lutte contre l'afflux de fonds étrangers. Ces mesures furent suivies, la même année, d'autres conventions entre la BNS et les banques visant à lutter contre les fonds étrangers et à limiter le crédit. Elles furent également complétées par une ordonnance sur le placement des fonds étrangers.

¹¹⁰ BNS, adhésion aux institutions de Bretton Woods (1969), p. 23.

Graphique 2.5

Evolution de la monnaie centrale, des réserves monétaires et de l'inflation en Suisse, de 1960 à 1972



Source: BNS, Bulletin mensuel (diverses années).

L'instauration et parfois l'abrogation de conventions et arrêtés du même genre marquèrent également la politique des années suivantes. Toutes ces mesures restèrent cependant, pour l'essentiel, sans effet¹¹¹.

Une participation toujours plus importante à l'aide monétaire internationale ne put davantage empêcher que les réserves monétaires de la BNS continuent d'augmenter sous l'effet d'une politique monétaire américaine trop expansionniste, de sorte que la monnaie centrale et les prix s'accrurent régulièrement (voir graphique 2.5).

Les crises se multiplièrent au sein du système monétaire international, et avec elles augmenta également le nombre d'actions de soutien des banques centrales du G10 auxquelles la Suisse et la BRI participèrent. Il y en eut en mars 1964 en faveur de l'Italie, en septembre et novembre 1965, en septembre 1966, en novembre 1967, en juin 1968 et en juin 1969 en faveur du Royaume-Uni, de même qu'en juin et juillet 1968 en faveur de la France. Il s'agissait dans certains cas de tirages sur le FMI prenant le relais de prêts à court terme initialement octroyés dans le cadre du G10 par les banques centrales et la BRI.

¹¹¹ Schiltknecht (1970), notamment pp. 127ss.

Les difficultés auxquelles le Royaume-Uni était en butte n'avaient pas seulement pour cause une politique monétaire encore plus expansionniste que celle des États-Unis. Elles s'expliquaient également par le fait que la livre était de moins en moins considérée comme une monnaie de réserve, à laquelle les pays du Commonwealth en particulier étaient demeurés fidèles. Malgré ces mesures, la livre fut dévaluée de 14,3% le 18 novembre 1967, et le franc français de 11,1% le 8 août 1969. Le mark allemand, au contraire, fut réévalué de 9,3% le 24 octobre 1969, après un mois à peine de cours de change flottants. Pendant ce temps, la situation du dollar ne faisant qu'empirer, les autorités monétaires américaines cherchèrent à obtenir de plusieurs banques centrales qu'elles cessent d'échanger leurs avoirs en dollars contre de l'or. Le gouvernement américain prit en outre diverses mesures afin de limiter les exportations américaines de capitaux¹¹².

Les risques pour le dollar augmentèrent encore après l'arrivée à la Maison Blanche, en janvier 1969, du président Richard Nixon, qui fut à l'origine d'une politique budgétaire plus expansionniste, accompagnée d'un déficit croissant et d'une politique monétaire elle aussi plus expansionniste. Ainsi peut-on lire dans Coombs: «*At the swearing-in ceremonies at the White House, President Nixon concluded his introduction by pleading with a big smile: 'Dr. Burns, please give us some money!' With the support of most of his associates on the Federal Open Market Committee, Chairman Burns proceeded to do just that. [...] The highly expansionary fiscal policy of the Nixon Administration further undermined the international value of the dollar. The budget deficit ballooned out to \$23 billion in fiscal 1971 from the surplus of \$3 billion registered in 1969. Meanwhile the price-wage spiral gained further momentum.*»¹¹³ On commença à utiliser le terme de *benign neglect* pour qualifier la situation de la balance américaine des paiements.

Que pensait-on en Suisse de la tournure que prenaient les événements? Lors de ses délibérations du 13 mai sur le projet d'arrêté fédéral de 1963 concernant la participation de la Suisse à des mesures monétaires internationales, la commission du Conseil national formula déjà certaines réserves à l'encontre de la politique monétaire conduite par la Confédération et la BNS. Pourquoi, demanda-t-on, la Suisse ne voulait-elle toujours pas adhérer au FMI? Le conseiller national Werner Schmid expliqua ensuite que les crises monétaires étaient dues aux changes fixes et que, comme l'avait constaté le

112 Pour les détails, voir Coombs (1976), Meltzer (2005), Solomon (1977), pp. 104–109 et Toniolo (2005), notamment pp. 381–399 et pp. 423–428.

113 Coombs (1976), pp. 206s.

professeur Friedrich Lutz, la convertibilité ne pouvait fonctionner qu'avec des changes flottants. Les swaps, surtout en faveur de monnaies clés, constituaient selon lui des expédients qui ne faisaient que masquer la situation. A quoi Iklé rétorqua que «des cours de change stables représentent la base de l'industrie d'exportation suisse, laquelle ne se serait jamais développée comme elle l'a fait si elle n'avait disposé [pour calculer ses prix et ses coûts], d'une base de calcul solide. [...] Des cours de change fluctuants, ajouta-t-il, constitueraient un formidable aiguillon pour la spéculation et mettraient en mouvement des volumes considérables de capitaux, provoquant des à-coups qui risqueraient de dépasser la mesure.»¹¹⁴

La Direction générale elle-même ne tarda pas à être prise de doutes quant à la politique suivie. Au début de 1965, Riccardo Motta, le chef du 2^e département, constatait «que de larges parties de l'opinion mondiale commencent apparemment à douter de la solidité du dollar». A son avis, «les banques centrales étrangères ont consenti, par le biais de swaps et d'avances en devises contre des bons Roosa, à des formes de soutien, en définitive assez problématiques, qui ont encouragé les autorités monétaires américaines à persister dans une politique erronée»¹¹⁵. Walter Schwegler fit observer pour sa part que c'était une «erreur fondamentale que d'assurer la couverture du déficit à l'aide d'opérations artificielles, en mettant en même temps hors circuit le mécanisme de l'étalon de change-or, et de perpétuer ainsi, en quelque sorte, le déséquilibre de la balance des paiements». Campant sur ses positions, Iklé affirma au contraire que la situation des Etats-Unis était fondamentalement saine. Selon lui, le problème des Etats-Unis n'était qu'un problème de liquidités et non d'insolvabilité, dû uniquement au fait que ce pays transformait des engagements de courte durée en avoirs à long terme: «Si la balance des paiements présente un déficit considérable alors même que celle des transactions courantes est largement excédentaire, la raison en découle de l'importance des aides fournies par les Etats-Unis et des investissements directs considérables des entreprises du secteur privé.»

La situation demeurant critique, la Suisse se résolut malgré tout à prendre une première série de mesures. Le changement de la loi sur la monnaie, que le gouvernement soumit au Parlement le 7 juillet 1970 et qui entra en vigueur le 1^{er} avril 1971, en fut un signe avant-coureur. La loi transférait des Chambres au Conseil fédéral la compétence de modifier la parité-or du franc. La

114 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1963), 16 mai, n° 630.

115 Voir (valable également pour le texte qui suit) BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1965), 18 février, n° 227. Le point de vue d'Iklé apparaît clairement dans BNS, à Rockefeller (1962), pp. 3ss.

Banque nationale, qui apparemment n'était pas favorable à ce changement, demanda dans une lettre adressée au DFF s'il ne serait pas préférable d'attendre encore un peu, de manière à ne pas donner l'impression que la réévaluation du franc avait été en quelque sorte programmée. Elle suggérait en outre que soient au moins mentionnées dans la loi les dispositions de la Constitution sur l'étalon-or¹¹⁶. La mise en application des nouvelles dispositions fut rapide. Après les ventes massives de dollars du début du mois de mai 1971, l'Allemagne ferma son marché des changes. Elle fut imitée, le 5 mai, par l'Autriche, la Belgique, les Pays-Bas et la Suisse. L'Allemagne et les Pays-Bas laissèrent ensuite flotter librement leurs monnaies. La Banque nationale, qui du 3 au 5 mai 1971 vit affluer des dollars pour la contre-valeur de 3,2 milliards de francs, décida de fermer le marché des changes dès le matin du 5 mai. Le 9 mai 1971, le franc fut réévalué de 7,07% par rapport à l'or et, de ce fait, par rapport au dollar. La Banque nationale décida en outre, en juin puis de nouveau en juillet, d'échanger 50 millions de dollars contre de l'or auprès du Trésor américain.

Ainsi que le montre une discussion qui eut lieu à l'Union suisse du commerce et de l'industrie, la réévaluation fut sévèrement critiquée dans plusieurs secteurs économiques, l'horlogerie et la chaussure en tête. Le changement de parité, disait-on, était une mesure brutale, précipitée et par trop schématique qui, prise dans un accès de panique, ne tenait pas compte des spécificités régionales. Les problèmes posés par le système monétaire international n'étant toujours pas résolus, «on sera bien obligé de mettre en place le plus rapidement possible un système de défense permettant de faire face à ce genre de crise sans qu'il soit nécessaire d'en passer par une réévaluation»¹¹⁷. Pourtant, on n'allait pas tarder à s'apercevoir que la réévaluation à laquelle on avait procédé était insuffisante. Les entrées massives de dollars reprirent dès le 4 août 1971. La Banque nationale tenta de les endiguer en concluant avec les banques un *gentlemen's agreement* supplémentaire. Ce dernier instituait un blocage de dix jours pour tous les fonds qui revenaient aux banques ayant

116 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1970), 19 février, n° 175. D'autre part, la Direction générale avait réfléchi dès 1969 au fait que, si certaines monnaies étaient réévaluées, la Suisse serait également amenée à le faire: BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1969), 1^{er} mai, n° 454. Parmi les spécialistes des sciences économiques qu'invitait occasionnellement la BNS (*professorium*), les professeurs Bombach, Lutz, Sieber et Würzler s'étaient prononcés en faveur d'une réévaluation du franc: BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1969), 3 juillet, n° 698 et 4 décembre, n° 1353. Sur le plan interne, Max Gal avait plaidé dans un rapport adressé en novembre à Fritz Leutwiler pour une réévaluation inconditionnelle: BNS, question du changement de parité (1969).

117 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1971), 17 juin, n° 577.

vendu des dollars à la BNS, dans la mesure où ces fonds n'étaient pas replacés à l'étranger. Il introduisait en outre des réserves minimales de 100% pour les nouveaux engagements en francs envers les étrangers et interdisait aux banques de rémunérer de tels dépôts pour des durées de placement inférieures à six mois¹¹⁸.

Aussitôt après, le 15 août 1971, le président Nixon suspendit la convertibilité-or du dollar et frappa les importations d'une surtaxe de 10%, qui était aussi un moyen de faire pression en faveur d'un changement généralisé des parités. Les autorités américaines tenaient pour impossible une dévaluation du dollar qui, selon elles, aurait entraîné celle de presque toutes les monnaies. Aussi exigèrent-elles un réajustement général des cours de change. Dans leur esprit, le temps était venu pour les autres pays industriels d'Occident de prendre leur part à la défense du monde libre. En réaction à ces mesures, tous les pays industriels occidentaux, à l'exception du Japon, fermèrent leur marché des changes ou firent cesser les interventions de leurs banques centrales. Ce fut également le cas de la Suisse, où la Banque nationale s'abstint d'intervenir sur les marchés des changes tant qu'il n'y eut pas d'accord sur les nouvelles parités. Cet accord, baptisé *Smithsonian Agreement*, fut trouvé le 18 décembre 1971 à Washington, au terme de longues négociations entre les pays du G10, négociations auxquelles la Suisse participa. Le dollar fut dévalué de 7,89% par rapport à l'or, tandis que, dans le même temps, toutes les autres monnaies importantes furent réévaluées de 7,48% à 16,9% par rapport à la monnaie américaine. Les Américains levèrent leur surtaxe à l'importation. La Suisse, qui avait réévalué une première fois sa monnaie le 9 mai 1971, la réévalua encore de 6,4% face au dollar, mais sans avoir à toucher, du fait de la dévaluation de celui-ci, à la parité-or du franc¹¹⁹.

Ces mesures ne suffirent pas davantage que les précédentes à stabiliser le système monétaire international, qui ne reposait plus désormais que sur le dollar en tant que monnaie de réserve. En Suisse, ni la surchauffe conjoncturelle, ni l'afflux de capitaux étrangers ne se calmèrent, et l'inflation continua par conséquent à s'accélérer. Cherchant à maîtriser la situation, la Confédération et la BNS renforcèrent les mesures administratives contre l'afflux de devises et le contrôle des crédits. Ainsi, le Conseil fédéral décida notamment, en juin 1972, d'interdire le placement de fonds étrangers dans des biens immobiliers en Suisse et, en juillet, d'interdire la rémunération des avoirs

118 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1971), 12 août, n° 780.

119 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1971), 19 août, n°s 788 et 801, 21 septembre, n° 908, ainsi que 23 décembre, n° 1171.

étrangers, de prélever une commission (intérêt négatif) et d'introduire des avoirs minimaux sur les fonds étrangers, mais aussi de soumettre à autorisation le recueil de fonds à l'étranger. En décembre 1972 fut promulgué un arrêté fédéral instituant des mesures dans le domaine du crédit, des avoirs minimaux sur les fonds suisses et étrangers, une limitation du crédit et un contrôle des émissions sur le marché suisse des capitaux. C'est la Banque nationale qui, dans la plupart des cas, proposa ces mesures ou demanda un renforcement des mesures existantes. Ainsi exigea-t-elle, dans une lettre au DFF, que la franchise sur les emprunts contractés à l'étranger soit ramenée de 1 million de francs à 50 000 francs, afin de décourager les manœuvres visant à contourner la réglementation¹²⁰.

Préoccupée par la tendance croissante à utiliser le franc comme monnaie de référence dans les transactions et les emprunts internationaux, la Banque nationale tenta résolument de s'y opposer. Le 5 août 1971, elle apprit par le Crédit Suisse que la *London Multinational Bank Ltd.*, au capital de laquelle le Crédit Suisse participait, avait placé sur le marché pour 8 millions de francs de notes de la société *Illinois Tool Works Inc.*, Chicago, dont 7 millions avaient été cédés à des banques suisses. Dans sa réponse, la Banque nationale écrivit: «Comme vous le savez sans aucun doute, nous faisons depuis plusieurs années tout ce qui se trouve en notre pouvoir pour empêcher que des banques étrangères n'émettent des titres libellés en francs suisses, parce que cela conduit à une internationalisation de notre monnaie et à des transactions en francs en rien liées à notre économie et échappant au contrôle de nos autorités. Une telle évolution pourrait sérieusement perturber nos marchés de l'argent et des capitaux, vu leur exigüité.»¹²¹ Le Crédit Suisse fut prié de demander à la banque londonienne de renoncer à cette émission. Les trois grandes banques s'étaient d'ailleurs engagées, dès le 29 juillet 1971, à ne pas participer, que ce soit directement ou par le biais de succursales ou de filiales, à l'émission d'obligations libellées en francs d'une durée inférieure à douze mois pour le compte de bailleurs de fonds étrangers. La Banque nationale invita ensuite les autres banques à prendre elles aussi le même engagement¹²². Cette exigence était en parfaite cohérence avec la position de la BNS concernant l'obligation de solliciter une autorisation pour le recueil de fonds à l'étranger. Dans ce cas précis, son argumentation fut la suivante: «L'utilisation du franc suisse n'est pas souhaitable sur le plan de la politique monétaire,

120 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1973), 18 janvier, n° 43.

121 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1971), 12 août, n° 757.

122 *Ibidem*.

puisque le bailleur de fonds est domicilié à l'étranger et que l'argent aussi sera utilisé à l'étranger. Cela fait longtemps, on le sait, que nous nous opposons à une «internationalisation» du franc suisse. Aussi refusons-nous, lorsque [...] existe une obligation de solliciter une autorisation, d'accorder celle-ci. Il est souhaitable, pour pouvoir appliquer cette politique, que la franchise soit ramenée [de 1 million] à 50 000 francs.»¹²³ D'autres mesures du même genre suivirent.

Comme il fallait s'y attendre, ces interventions se révélèrent elles aussi peu efficaces. L'Italie ayant instauré, le 21 janvier 1973, un double marché des changes – l'un pour les opérations commerciales, l'autre pour les capitaux –, la Banque nationale vit de nouveau affluer des quantités considérables de dollars: l'équivalent de 1 milliard de francs pour la seule journée du 22 janvier. Le chef du 3^e département, Fritz Leutwiler, ayant consulté le conseiller fédéral Nello Celio, à la tête du DFF, ainsi qu'Edwin Stopper, président de la Direction générale, absent pour cause de maladie, il fut décidé de communiquer ce qui suit aux banques, le 23 janvier 1973 à 8h30: «La BNS renonce aujourd'hui à ses interventions sur le marché du dollar. Elle se tiendra à l'écart du marché tant qu'une accalmie ne se sera pas produite.» Sollicité par Fritz Leutwiler, le conseiller fédéral Nello Celio avait répondu «clairement et sans hésitation, parlant également au nom de l'ensemble du Conseil fédéral, qu'il était impossible de prendre un tel risque. Il serait psychologiquement désastreux d'être obligé, peu après l'entrée en vigueur des arrêtés fédéraux destinés à combattre le renchérissement, d'accepter des quantités importantes de dollars en échange de francs suisses [...]».¹²⁴ Alors qu'une nouvelle dévaluation du dollar par rapport à l'or, de 10% cette fois-ci, était restée sans effet et que les afflux de capitaux prenaient désormais pour cible la République fédérale d'Allemagne, cette dernière décida le 12 mars 1973, conjointement avec les autres pays de la Communauté économique européenne (CEE), de laisser flotter les cours de change par rapport au dollar, mais de conserver les parités fixes existant entre leurs monnaies respectives (*block floating*). Pour les observateurs informés, il ne faisait plus guère de doute, désormais, que la décision de la Suisse de laisser «provisoirement» le cours du dollar se former librement signifiait l'adoption durable d'un système de changes flottants, avec lequel elle vit maintenant depuis plus de trente ans.

123 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1973), 18 janvier, n° 43.

124 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1973), 25 janvier, n° 90 et, pour le déroulement chronologique, BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1973), 22 mars, n° 178.

2.3.5 *Le traitement des pertes de réévaluation*

La Direction générale et les autorités fédérales eurent également à se poser la question des pertes occasionnées par la réévaluation du franc en mai 1971. A qui revenait-il de les assumer? Comment convenait-il de les traiter? Selon la Banque nationale, elles s'élevaient à plus de 1,2 milliard de francs, dont environ 690 millions pour l'encaisse-or et 550 millions de francs pour les réserves de devises. Du point de vue de la BNS, c'était à la Confédération qu'il incombait de prendre en charge la totalité de ces pertes. D'après l'article 3 de la loi du 18 décembre 1970 sur la monnaie, en effet, «il appartient à l'Assemblée fédérale de se prononcer quant aux bénéfices et aux pertes enregistrés sur les réserves d'or et de devises de la Banque nationale suisse». Si l'on veut éviter que «celle-ci ait à présenter en fin d'année une perte se chiffrant par centaines de millions de francs», il est indispensable que les pouvoirs publics en prennent leur part. Aussi la BNS demanda-t-elle que la Confédération lui remette une reconnaissance de dette de 700 millions de francs non productive d'intérêts, reconnaissance qu'elle s'engageait à amortir sur ses bénéfices des années à venir. Afin qu'elle puisse présenter en fin d'exercice un bilan exempt de pertes, il était souhaitable, ajouta-t-elle, que le Parlement se prononce avant la fin de l'année¹²⁵. Le Conseil fédéral et le Parlement accueillirent favorablement ces propositions, et le Conseil fédéral obtint même de la Confédération que la reconnaissance de dette non productive d'intérêts remise à la BNS couvre la totalité de la perte de réévaluation de 1,2 milliard de francs¹²⁶.

La générosité de la Confédération s'explique peut-être par le fait que le réajustement des cours de change auquel on avait procédé fin 1971 dans le cadre du *Smithsonian Agreement* avait été à l'origine de nouvelles pertes de réévaluation, concernant uniquement il est vrai les réserves de devises, la dévaluation du dollar par rapport à l'or ayant permis de maintenir la parité-or inchangée. On notera à ce propos que la Banque nationale consacra à la même époque une partie des quelque 140 millions de francs de profits résultant des opérations sur devises à des amortissements sur ses réserves de devises, dans le but de ne pas faire naître des espoirs exagérés quant à sa capacité bénéficiaire dans le futur. Des opérations de bilan tout aussi peu transparentes eurent encore lieu lors des clôtures annuelles de 1972 à 1976¹²⁷. Pour couvrir

125 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1971), 8 juillet, n° 670.

126 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1971), 28 octobre, n° 1020, et 11 novembre, n° 1032.

127 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1971), 9 décembre, n° 1138, et (1972), 23 novembre, n° 1057, et 14 décembre, n° 1123.

d'éventuelles pertes futures, une réserve latente fut constituée avec une partie du bénéfice et comptabilisée sous le poste «autres passifs» du bilan.

Après le passage aux changes flottants, les pertes de change de la BNS s'accrurent en raison de la poursuite de la chute du dollar. A la fin de l'année toutefois, Leutwiler rapporta à la Direction générale que Stopper lui avait fait part du point de vue selon lequel la perte de réévaluation, qui avait valu à la BNS de recevoir une reconnaissance de dette de la part de la Confédération, provenait de la dépréciation du stock d'or et non de celle des avoirs en devises, de sorte que cette reconnaissance de dette était devenue sans objet, puisque la Confédération pourrait réévaluer l'or lorsqu'elle le jugerait utile. Etant donné cette possibilité théorique, il n'y avait plus lieu, ajoutait-il, de continuer d'amortir cette reconnaissance de dette de la Confédération. La Direction générale savait donc pertinemment que l'augmentation du prix de l'or sur le marché libre avait en réalité transformé la perte sur l'or présentée au bilan en une plus-value substantielle. Elle n'en affecta pas moins aux provisions pour risques monétaires et risques de change un montant supplémentaire de 232 millions de francs, prélevé sur les produits et censé lui permettre de finir d'amortir la reconnaissance de dette de la Confédération d'ici la fin de l'année 1976¹²⁸.

Au cours des années suivantes, la Banque nationale subit de nouvelles pertes sur devises. Il n'est pas étonnant dans ces conditions que le conseiller national Ulrich Fischer ait déposé devant le Parlement, en 1973 déjà, une interpellation au sujet des pertes de réévaluation enregistrées sur les réserves de dollars de la BNS. La réponse du Conseil fédéral, qui avait été préparée par la Banque, fut plutôt évasive. La jugeant insuffisante, le conseiller national Fischer revint à la charge le 18 septembre, demandant au Conseil fédéral qui, de la Confédération ou de la BNS, devait assumer le risque de change lié aux accords de swaps et aux bons Roosa, et ce qu'il comptait faire pour clarifier cette question. Le parlementaire voulait également savoir à combien s'élevaient les pertes, comment on allait les traiter à l'avenir et qui portait la responsabilité des achats de dollars¹²⁹.

Le fait est que le traitement des pertes en devises fut par la suite radicalement différent. Ce n'était pas à la Confédération, même nominalement, mais bien à la BNS de répondre elle-même de ses pertes. Leutwiler, le nouveau président de la Direction générale, chiffrà ces dernières pour les années 1971 à 1977 à «environ 3,8 milliards de francs, ou 5 milliards de francs si l'on tient

128 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1973), 6 décembre, n° 872, et 13 décembre, n° 921.

129 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1973), 25 octobre, n° 759.

également compte de la perte de réévaluation de 1971»¹³⁰. Fidèle à sa pratique, la Banque nationale continua, lorsque cela lui paraissait opportun, de présenter dans les bilans qu'elle publiait des pertes inférieures à la réalité. Elle le fit en évaluant ses avoirs en dollars à un cours supérieur à celui du marché et en recourant à des réserves qu'elle avait constituées de manière implicite en sous-estimant le bénéfice déclaré d'exercices précédents. Dans les explications qu'il fournit au Comité de banque au sujet du Rapport de gestion de l'exercice 1977, Fritz Leutwiler affirma: «Comme le montre le Rapport de gestion, les montants en dollars non couverts contre le risque de change [...] ont été inventoriés, ce qui est nouveau, au cours de 2,25 francs pour un dollar. Or, le cours de fin d'année du dollar était de 2 francs [...]. De l'évaluation à 2,25 francs résulte un besoin d'amortissement de 1208 millions de francs. Une évaluation à 2 francs aurait porté ce besoin à 3,1 milliards de francs et nous aurait obligés soit de reporter une perte au bilan, soit de procéder à une nouvelle évaluation de notre encaisse-or.»¹³¹ Il ajouta que «la provision interne en question a été constituée de 1972 à 1976. Maintenant, elle a dû être sollicitée non seulement à hauteur des 29,7 millions présentés au bilan, mais pour un montant de 309 millions de francs. Après ce prélèvement, elle s'élève encore à 648 millions de francs.»¹³² Dans le Rapport de gestion, on lit le commentaire suivant à propos du compte de résultat: «Les opérations sur or et sur devises n'ont pas procuré de *recettes* nettes à la Banque nationale. Les pertes sur devises étant supérieures aux intérêts perçus, il a fallu prélever 29,7 millions de francs sur la provision interne pour risques monétaires et risques de change. En outre, la Banque nationale a prélevé 10 millions de francs sur la provision pour confection de billets de banque, 70 millions sur la provision pour intérêts sur les bons du Trésor de la Confédération, 86,1 millions sur la provision pour opérations de marché ouvert et 13,7 millions sur la provision pour bâtiments de la Banque.»¹³³ Pour ne pas avoir à présenter de perte au bilan à la suite de la baisse du dollar, il fut donc nécessaire d'utiliser non seulement la totalité du produit des intérêts, mais également de dissoudre des réserves monétaires latentes ainsi que d'autres provisions.

Le dollar continuant à s'effriter, les réserves latentes restantes et les produits de l'exercice 1978 ne suffirent même pas à couvrir la moitié des 4435 millions de francs de perte sur devises. La Banque présenta par conséquent à l'actif du bilan de fin d'année une «perte sur les réserves de devises» de 2593 millions

130 BNS, procès-verbal de séance du Comité de banque (1978), 24 février, p. 26.

131 BNS, procès-verbal de séance du Comité de banque (1978), 24 février, pp. 26s.

132 BNS, procès-verbal de séance du Comité de banque (1978), 24 février, p. 26.

133 BNS, 70^e rapport de gestion 1977, p. 82.

de francs, qui s'accompagnait du commentaire suivant: «Couverte par les réserves latentes sur l'encaisse-or»¹³⁴. Les bénéfices des deux années suivantes permirent d'amortir cette perte et de constituer de nouvelles réserves.

2.4 La politique de la masse monétaire sous le régime des changes flottants

2.4.1 La situation initiale et la problématique

Ni la Banque nationale ni le gouvernement n'avaient souhaité ou même planifié la transition vers un régime de changes flottants. Par prudence, la Direction générale chargea d'abord son service juridique d'examiner si l'interruption des interventions sur les marchés des changes était légalement conforme au *Smithsonian Agreement*. Plusieurs semaines plus tard, la Banque nationale espérait encore la fixation d'une nouvelle parité. Le 15 février 1973, elle fit d'ailleurs savoir au conseiller fédéral Nello Celio qu'une décision rapide à ce sujet serait souhaitable, car le cours du dollar était tombé à 3,31 francs et s'approchait dangereusement du nouveau plancher d'intervention. Le conseiller fédéral ne put toutefois contacter que trois de ses six collègues et voulut reporter la décision au lundi suivant. Il autorisa cependant la BNS à laisser entrevoir aux banques commerciales que le gouvernement avait l'intention de fixer une nouvelle parité. Il souligna aussi qu'il n'aurait aucune objection à ce que la Banque nationale empêche le billet vert de passer sous la barre des 3,31 francs. Le 19 février, la Chancellerie fédérale publia le communiqué suivant: «Le Conseil fédéral et le Directoire de la Banque nationale se sont réunis lundi après-midi, ainsi qu'il avait été prévu la semaine dernière, pour un nouvel examen de la situation monétaire. A cette occasion, ils ont relevé la nécessité de rétablir des cours de change fixes. Jusqu'au moment de la fixation de ces cours, la Banque nationale s'efforcera, dans sa politique de change, d'empêcher que le cours du dollar ne descende sensiblement au-dessous de l'actuel niveau du marché.»¹³⁵ Les 22 et 23 février, la Banque nationale acheta 807 millions de dollars au comptant pour la contre-valeur de 2,75 milliards de francs et 175 millions de dollars à terme, sans pour autant parvenir à contenir le nouvel effrètement de la monnaie américaine jusqu'à 3,10 francs. A la suite de cet épisode, la Banque nationale mit un terme à ses efforts infructueux et finit par accepter le système des changes flottants¹³⁶.

134 BNS, 72^e rapport de gestion, 1979, p. 84.

135 Communiqué de presse sur la situation monétaire (1973), [version française].

136 BNS, flottement des cours de change (1973). BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1973), 25 janvier, n° 90, 15 février, n° 149, et 22 mars, n° 178.

L'impression qui se dégage de ce tableau est que, dans un premier temps, ni la Direction générale ni, surtout, le Conseil fédéral n'avaient réalisé qu'avec l'avènement des changes flottants le pouvoir de la BNS s'était sensiblement accru. En effet, la Banque nationale pouvait désormais gérer la masse monétaire en toute autonomie. Auparavant, la masse monétaire était largement tributaire de la politique américaine, malgré les mesures administratives contre l'afflux de devises et le contrôle des crédits, et en dépit de la participation de la BNS à des opérations internationales de swaps et de crédits. Et puisque les Etats-Unis, qui devaient jouer le rôle de pays émetteur de la monnaie de réserve en régime de changes fixes, menaient une politique monétaire expansionniste sans respecter les règles de l'étalon-or, les banques centrales des pays attachés à la stabilité devaient à l'instar de la BNS absorber une offre excédentaire de dollars qu'elles étaient contraintes d'acheter à un cours fixe, ce qui augmentait inévitablement la quantité de monnaie centrale.

Le passage au régime des changes flottants confronta le Conseil fédéral et surtout la Banque nationale à des problèmes entièrement nouveaux. Il fallait notamment formuler une politique qui tienne compte des nouvelles conditions. En outre, on assista rapidement à l'émergence d'un phénomène bien connu, à savoir que le flottement des monnaies induit non seulement de fortes variations des cours de change à court terme, mais tend également à provoquer à moyen et long terme d'amples fluctuations autour de la parité des pouvoirs d'achat¹³⁷. Ce problème se trouva accentué par le fait que la Suisse est un petit pays et que le franc joue souvent le rôle de monnaie refuge en cas de crise. Dans ces conditions, le Conseil fédéral et la Banque nationale avaient plusieurs possibilités à disposition: ils pouvaient maintenir les mesures administratives contre l'afflux de devises, concevoir une nouvelle politique monétaire, poursuivre la collaboration monétaire internationale avec d'autres banques centrales, ou enfin s'associer au flottement concerté des monnaies au sein de la CEE, autrement dit au «Serpent monétaire», qui prévoyait des cours de change fixes entre les monnaies des Etats membres. De fait, une telle adhésion avait déjà été envisagée le 14 mars 1973 lors d'une réunion entre le Conseil fédéral et la Direction générale, mais ce n'est qu'en 1975 que des négociations furent ouvertes, à la suite de l'envolée du franc à l'automne 1974. La France y opposa toutefois son veto, si bien que la Suisse ne fut pas autorisée à adhérer, contrairement à d'autres pays non-membres de la Communauté européenne comme la Suède et la Norvège. Plus tard, la France s'opposa également à une adhésion de la Suisse au Système monétaire européen (SME), entré en vigueur

137 Bernholz (1982). Société des Nations (1946), chapitre 6.

en 1979, et qui prévoyait non seulement des parités fixes, mais encore d'importants crédits d'aide entre les membres¹³⁸.

Il est intéressant d'observer que la Suisse n'a jamais envisagé de s'arrimer unilatéralement au Serpent monétaire à l'instar de l'Autriche. Il est vrai que cela aurait assujéti la Suisse à la politique monétaire de la Banque fédérale d'Allemagne, qui était au centre du système. Etant donné que cette dernière menait aussi une politique axée sur la stabilité, un tel ralliement aurait peut-être permis à la Suisse de s'épargner d'importantes fluctuations de change, sans pour autant s'exposer à des taux d'inflation plus élevés que ceux qu'elle a connus en menant sa propre politique monétaire¹³⁹.

Au cours des années suivantes, le Conseil fédéral et la Banque nationale exploitèrent toutes les autres possibilités. Les mesures administratives contre l'afflux de devises, les restrictions de crédits et les opérations internationales de swaps et de soutien furent donc maintenues malgré leur inefficacité. Il faut tout de même relever, au bénéfice des dernières nommées, qu'il s'agissait de mesures conformes aux mécanismes du marché qui ont pu être coordonnées avec la nouvelle politique de la masse monétaire et qui ont même certainement facilité sa mise en œuvre. A l'opposé, le seul argument en faveur des mesures administratives était qu'elles s'inscrivaient dans la tradition. Kurt Schiltknecht raconte qu'en 1974, alors qu'il n'était à la Banque que depuis quelques semaines, le président Leutwiler lui avait dit: «Voyez-vous, je n'ai aucune idée sur la façon de mener la politique monétaire sous un régime de changes flottants. Toute ma vie, la seule question dont j'ai dû me préoccuper était de savoir comment combattre l'afflux de capitaux, comment empêcher que trop d'argent n'arrive en Suisse.»¹⁴⁰

2.4.2 *La politique de la masse monétaire et la surcorrection des cours de change*

Comme nous l'avons vu précédemment, la Banque nationale a gagné grâce au régime des changes flottants le contrôle total de l'agrégat M_0 , c'est-à-dire de la monnaie de banque centrale (billets en circulation et avoirs des banques en comptes de virement à la BNS). Cela lui a aussi donné une certaine influence

138 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1973), 22 mars, n° 178, et (1978), 13 juillet, n° 480/1. Il semble que dans les deux cas Valéry Giscard d'Estaing, d'abord en tant que ministre des finances, puis comme Président de la République, ait joué un rôle majeur dans l'opposition de la France. L'échec des négociations d'adhésion au Serpent monétaire européen est détaillé dans Halbeisen (2007), qui suppose que la France voulait prévenir une montée en puissance du bloc des pays à monnaie forte.

139 Ce point de vue ne fait cependant pas l'unanimité (11.4.6).

140 BNS, interview de Schiltknecht (2004).

sur la masse monétaire M_1 (numéraire en circulation et dépôts à vue dans les banques). La Banque nationale pouvait ainsi exercer désormais une influence décisive sur le niveau de l'inflation. En même temps se posait toutefois la question de savoir quel type de politique monétaire la Banque nationale devait mener.

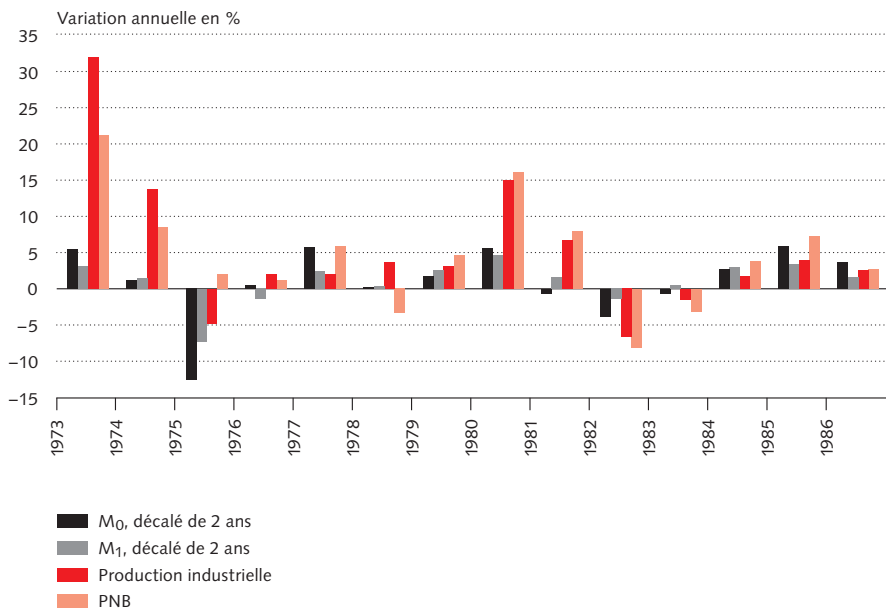
Une proposition du futur lauréat du Prix Nobel d'économie Milton Friedman, qui s'appuyait sur la théorie quantitative de la monnaie, consistait à laisser augmenter la masse monétaire au même rythme moyen que le produit national brut réel¹⁴¹. De cette manière, la croissance de la monnaie en circulation serait toujours en phase avec la performance réelle de l'économie, et il n'y aurait plus d'excédents de monnaie qui, à la longue, induisent nécessairement une hausse des prix. Cette hypothèse laissait cependant un certain nombre de questions ouvertes. Quel agrégat fallait-il prendre comme référence? M_0 , M_1 , ou encore M_2 , qui comprenait à l'époque les dépôts à quelques mois de terme dans les banques? Avec quel décalage dans le temps une modification de l'agrégat monétaire exerce-t-elle son effet sur le niveau des prix? Quels en seraient les effets à court et moyen terme sur les cours de change, les taux d'intérêt et les fluctuations conjoncturelles? Fallait-il tenir compte, et si oui comment, des variations conjoncturelles et des perturbations telles que les guerres, les hausses des prix du pétrole ou les catastrophes naturelles? Comment détermine-t-on l'évolution probable du produit national brut réel? Ne devrait-on pas plutôt faire appel à la notion de produit national brut potentiel? Friedman lui-même préconisait une augmentation de la masse monétaire alignée sur le potentiel de croissance à long terme de l'économie. Il déconseillait de réagir aux perturbations à court terme.

Après avoir effectué ses derniers achats significatifs de dollars au mois de février 1973, la Banque nationale cessa d'intervenir sur les marchés des changes, pour n'y reprendre ses opérations qu'en 1975. Cette interruption se traduisit par une quasi-stagnation de la monnaie centrale au cours des années 1973 et 1974. Compte tenu de l'inflation qui sévissait encore au début de cette période et du retard habituel avec lequel les mesures monétaires prennent leur effet en Suisse, il s'ensuivit un recul marqué de la conjoncture. Ce n'est qu'après une nette contraction du PNB et surtout de la production industrielle que l'on assista à une décrue de l'inflation (voir graphiques 2.6 et 2.7). D'autres pays connurent eux aussi une phase de repli conjoncturel, mais c'est en Suisse que la détérioration fut la plus prononcée, du fait de la politique monétaire

141 Friedman (1953), chap.: «*The Case for Flexible Exchange Rates*», pp. 157–203 et Friedman (1959).

Graphique 2.6

Evolution de M_0 et M_1 ainsi que de la production industrielle et du PNB en Suisse, de 1973 à 1986

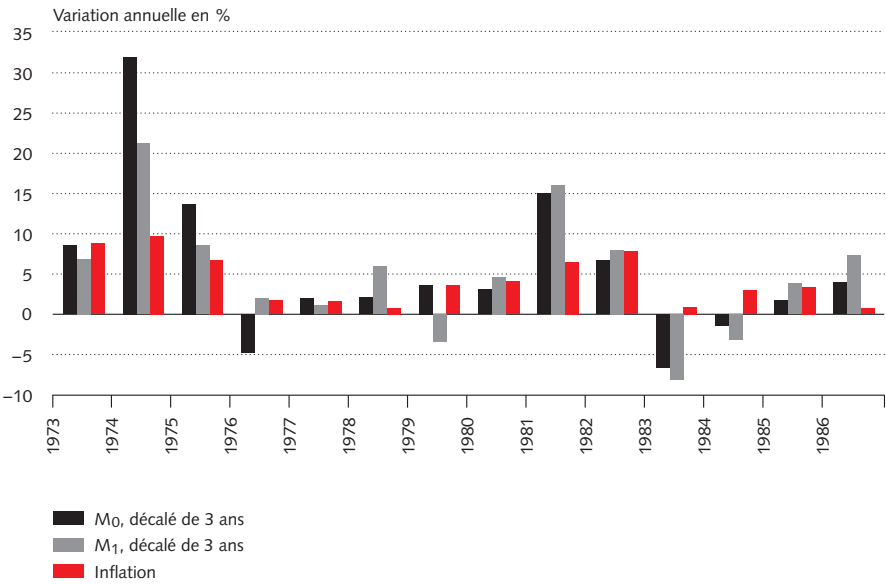


Source: BNS, Bulletin mensuel (diverses années).

qui y fut alors suivie. La production industrielle se replia par exemple de 12,6% en 1975. On remarquera sur les graphiques qui suivent qu'en raison de leur effet différé sur la conjoncture et les prix, les variations nominales des agrégats monétaires sont décalées respectivement de deux ans (effet sur la production industrielle et le PNB) et de trois ans (effet sur les prix). C'est ainsi par exemple que les variations des agrégats indiquées pour l'année 1973 se rapportent en fait aux années 1971 et 1970. Si l'on tient compte de ce décalage, on observe une très bonne corrélation entre les variations de la croissance économique, des agrégats monétaires et des prix à la consommation.

La proposition consistant à compléter les mesures de restriction du crédit alors en vigueur par des considérations de politique de la masse monétaire revient à John Lademann, alors responsable du Service d'études et de statistique de la Banque. Il fut peut-être indirectement inspiré par son ancien professeur, Karl Brunner, qui, lors d'entretiens en 1973 et à l'occasion de son séminaire annuel de Constance, lui avait «reproché de mener la mauvaise politique. Nous devons impérativement abandonner l'idée de changes fixes pour

Graphique 2.7
Evolution de M_0 et M_1 ainsi que de l'inflation en Suisse, de 1973 à 1986



Source: BNS, Bulletin mensuel (diverses années).

pouvoir maîtriser la masse monétaire»¹⁴². Lademann conclut ainsi une note adressée à Fritz Leutwiler, le président de la Direction générale: «Il semble judicieux de mener des réflexions sur la relation entre le volume de la monnaie centrale, plus particulièrement son accroissement, et l'expansion du crédit, soit la création de monnaie scripturale par les banques, afin de pouvoir générer une croissance raisonnable de l'approvisionnement monétaire.»¹⁴³

Leutwiler donna rapidement suite à cette proposition et nomma Kurt Schiltknecht à la tête d'un petit groupe de travail institué au sein du Service d'études et de statistique, avec pour mandat de formuler des propositions pour une politique de la masse monétaire. Au départ, les autres membres de ce groupe étaient Alexander Galli et Peter Buomberger. Ils furent rejoints en 1977 par Ernst Baltensperger et Georg Rich, lorsque le groupe fut rebaptisé Service de recherche. En 1978, ce service fusionna avec le Service d'études et fut placé sous la direction de Kurt Schiltknecht.

¹⁴² BNS, interview de Lademann (2005a).

¹⁴³ BNS, réflexions sur la limitation des crédits (1974). BNS, interview de Lademann (2005b) et BNS, rétrospective Schiltknecht (1985).

Pour éliminer les tendances inflationnistes, Milton Friedman avait proposé (voir plus haut) de fixer un objectif de croissance constante de la masse monétaire correspondant à la croissance potentielle du PNB réel. Il considérait que les changements du taux de croissance de la masse monétaire en réaction à la situation conjoncturelle ou à des perturbations de courte durée étaient contre-productifs, car le délai qui s'écoule entre une modification de la masse monétaire et les effets qui en résultent varie au cours du temps. Dans ses réflexions, il se référait d'abord aux Etats-Unis. Etant donné que le commerce extérieur ne représente qu'une faible part du produit national de ce pays, il n'était pas nécessaire, selon lui, de se préoccuper des cours de change dans l'adoption de mesures anti-inflationnistes¹⁴⁴. En renversant ce raisonnement, on pourrait être tenté de conclure que Friedman aurait suggéré à un petit pays de rattacher sa monnaie à celle d'un grand pays poursuivant une politique de la masse monétaire axée sur la stabilité des prix. Une proposition que la Suisse n'a pas suivie.

Le passage à une politique de la masse monétaire décidé par la Banque nationale, ainsi que les développements, les conséquences et les problèmes engendrés par cette décision, ont été décrits de manière compétente et approfondie¹⁴⁵, ce qui nous autorise à prendre quelques raccourcis. Le groupe de travail chargé de mener les réflexions sur une politique de la masse monétaire progressant en terre vierge, il n'est pas surprenant que son concept ait été précisé et remodelé au cours des ans. Une première décision fondamentale consista à choisir la masse monétaire M_1 comme agrégat déterminant. La banque centrale n'étant en mesure d'exercer l'essentiel de son influence sur M_0 qu'au travers des comptes de virement des banques, et la quantité de billets en circulation dépendant essentiellement de la demande du public, il était important de mettre en évidence non seulement l'évolution probable du produit national brut, mais aussi les relations entre M_1 et la monnaie centrale M_0 . Il importait également de définir des instruments appropriés pour la conduite d'une politique de la masse monétaire. Kurt Schiltknecht formula alors une proposition

144 Friedman (1959 et 1968). Voir aussi Brunner (1968). Brunner a influencé indirectement le groupe de travail au travers de nombreuses discussions et de fréquents entretiens téléphoniques avec Kurt Schiltknecht, toutefois sans jamais formuler de propositions concrètes. Il aurait aussi eu des contacts occasionnels avec Fritz Leutwiler (selon les renseignements téléphoniques fournis par Schiltknecht le 1^{er} février 2006). A partir de 1971, les questions liées à la politique monétaire ont également fait l'objet d'échanges intenses lors du séminaire qu'il organisait annuellement à Constance et auquel participaient de nombreux économistes, y compris ceux de la BNS et de la Banque fédérale d'Allemagne.

145 BNS, rétrospective Schiltknecht (1985) et Schiltknecht (1994). Galli (1994). Rich (2003).

de gestion fine (*fine tuning*) des agrégats¹⁴⁶. Il est frappant de constater que le rapport intitulé «Propositions pour une politique de la masse monétaire en 1975», adressé à la Direction générale à la fin de 1974, néglige l'évolution des taux d'intérêt et surtout celle des cours de change. Aussi, dès les rapports suivants, l'évolution prévisible des cours de change et des taux d'intérêt fut également abordée. Un autre aspect révélateur de ces rapports est que, bien qu'établis dans une perspective à moyen terme, ils accordaient une place considérable à l'analyse de la situation conjoncturelle, ce qui était en contradiction avec les recommandations de Friedman. Les auteurs du rapport «Propositions pour une politique de la masse monétaire en 1976» argumentaient ainsi, à la fin de 1975, qu'en raison du poids du commerce extérieur, il était hors de question que la Suisse mène une politique de croissance constante de la masse monétaire. Ce n'est qu'avec les propositions formulées pour l'année 1981, qui concernaient désormais M_0 , que la BNS s'efforça de mettre le cap sur un objectif à moyen terme: «Peu à peu, il a fallu reconnaître que les modifications de la politique monétaire à court terme restaient sans effet notable sur les principales grandeurs macroéconomiques.»¹⁴⁷

La Direction générale suivit les propositions du groupe de travail durant les trois premières années de la politique de la masse monétaire. Mais à la fin de 1977, compte tenu de la forte baisse du dollar des Etats-Unis et surtout du mark allemand, elle décida à juste titre de fixer pour 1978 un taux de croissance de 4% (au lieu des 3,5% proposés), et plus tard de 5% «au vu des développements extrêmes observés sur les marchés des changes». Leutwiler craignait que l'opinion publique n'interprète l'annonce d'une réduction de l'objectif de croissance de la masse monétaire de 5 à 4% pour l'année suivante (1978) comme une politique restrictive de la BNS, ce qui n'aurait pas manqué de cimenter, ou même de renforcer, l'idée que le cours du franc resterait durablement ferme, voire se raffermirait encore¹⁴⁸.

Les taux de croissance de la masse monétaire proposés par le groupe de travail puis le Service de recherche, de même que ceux adoptés par la Direction générale, sont récapitulés au tableau 2.1 et mis en parallèle avec leur évolution effective. Les taux annuels de croissance de M_1 effectivement observés divergent des objectifs prévus pour les années 1975 à 1977. En moyenne toutefois, l'écart ne se monte qu'à 0,4%, puisque l'objectif de croissance moyen de M_1 était de 5,3%, et que sa croissance effective s'est inscrite à 5,7%. Le fait

146 BNS, rétrospective Schiltknecht (1985).

147 BNS, rétrospective Schiltknecht (1985), p. 16.

148 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1977), 1^{er} décembre, n° 879/1, et 15 décembre, n° 916.

Tableau 2.1

Objectifs de croissance de la masse monétaire: proposition, décision et réalisation

Année	Proposition du Service d'études		Objectif de croissance de la Direction générale		Croissance effective ¹	
	M_1 ²	M_0 ^{3,4}	M_1 ²	M_0 ^{3,4}	M_1 ²	M_0 ^{3,4}
1975	6,0%	–	6%	6%	4,0%	5,9%
1976	5,0%	–	6%	max. 0%	7,8%	3,7%
1977	5,0%	–	5%	–	5,3%	3,1%
1978	3,5%	–	5%	–	16,6%	15,0%
1979	Pour un mark allemand entre: – 0,85 et 0,89 franc, politique de change avec politique monétaire expansionniste; – 0,89 et 0,96 franc, M_1 : +5%; – 0,96 et 1 franc, politique de change avec politique monétaire restrictive.		Pas d'objectif quantifié		8,5%	6,7%
1980	–	4%	–	4%	–9,0%	–7,8%
1981	–	4%	–	4%	–3,6%	–0,5%
1982	–	4%	–	3%	3,0%	2,6%
1983	–	3%	–	3%	7,6%	3,6%

1 Les variations effectives ont été calculées sur la base de moyennes annuelles (base monétaire M_0 : moyenne des moyennes mensuelles; agrégat M_1 : moyenne des valeurs en fin de mois).

2 Agrégat M_1 = numéraire en circulation (sans les billets et les pièces détenus par les banques, la Poste et la Confédération) + comptes de virement du commerce, de l'industrie et d'autres déposants (sans les banques) à la BNS + dépôts à vue en francs dans les banques et avoirs en comptes de chèques postaux (sans les avoirs des banques et de la Confédération).

3 Base monétaire M_0 = billets en circulation et comptes de virement des banques et sociétés financières suisses à la BNS (base monétaire ajustée = M_0 – crédits destinés au financement de l'échéance).

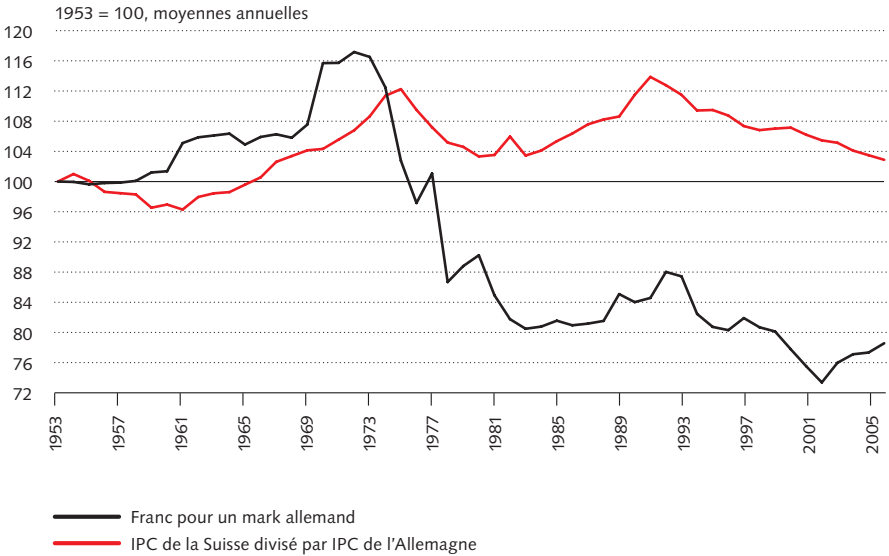
4 Dès 1980: taux de croissance de la base monétaire ajustée.

Sources: BNS, Bulletin mensuel (diverses années). BNS, propositions concernant la politique de la masse monétaire (diverses années). BNS, Rapport de gestion (diverses années).

le plus important demeure cependant que l'objectif de réduction du taux d'inflation a pu être atteint (voir graphique 2.7).

Le raffermissement du franc faisait cependant problème. La principale source d'inquiétude était sa revalorisation par rapport au mark allemand et, à travers lui, par rapport à toutes les monnaies du Serpent monétaire puis, à partir de 1979, par rapport à celles du SME. En effet, la majeure partie des exportations suisses étaient destinées à ces pays. Entre 1973 et 1978, le recul du mark vis-à-vis du franc fut à proprement parler dramatique (voir graphique 2.8). Alors que le franc avait d'abord été sous-évalué en termes de

Graphique 2.8
Evolution du cours de change et de la parité des pouvoirs d'achat (coût de la vie) entre la Suisse et l'Allemagne, de 1953 à 2006



Sources : FMI (diverses années). Calculs effectués par l'auteur.

pouvoir d'achat, il commença à être de plus en plus surévalué. En 1978, le mark allemand tomba même temporairement sous la barre des 80 centimes.

De telles surcorrections des cours de change flottants¹⁴⁹ par rapport à la parité des pouvoirs d'achat n'ont rien d'inhabituel dans une perspective historique et sont attestées depuis le XVII^e siècle¹⁵⁰. Ce qui surprend dans le cas du franc, c'est qu'à l'inverse d'autres monnaies aucune correction de tendance n'est intervenue à long terme, y compris jusqu'en 2006.

Après des décennies de changes fixes, la Direction générale avait été prise de court par la surévaluation du franc. Les mises en garde des scientifiques n'avaient pourtant pas manqué. Une lettre d'octobre 1976 avertissait par exemple le président Leutwiler que, selon des études historiques, il fallait tabler sur des déviations durables de 20 à 30% de part et d'autre de la parité des pouvoirs d'achat. Son auteur relevait qu'en cas de surévaluation de la monnaie d'un petit pays, la politique monétaire aurait à relever des défis particuliers : l'inflation diminuerait certes, mais l'industrie d'exportation et l'emploi seraient considérablement mis sous pression, et il faudrait alors

¹⁴⁹ Dornbusch (1976).

¹⁵⁰ Bernholz (1982 et 2005). Bernholz, Gärtner et Heri (1985).

s'attendre à ce que les forces politiques poussent à l'abandon de la politique monétaire axée sur la stabilité. Il précisait en outre de manière détaillée que le taux d'inflation visé pourrait également être atteint par le biais d'une politique de change¹⁵¹. Cette proposition fut débattue en novembre 1976 lors d'une rencontre entre le président accompagné de collaborateurs de la BNS et un groupe de professeurs que la Banque invitait occasionnellement pour des entretiens informels sur la politique monétaire. Mais à la fin, le président Leutwiler rejeta cette idée.

Le franc se revalorisait cependant toujours plus, et la pression politique sur la Banque nationale augmenta. En février 1978, Leutwiler signala que les mauvaises nouvelles émanant de l'économie suisse s'accumulaient et que la Banque nationale recevait de plus en plus de plaintes concernant l'évolution des cours de change. En septembre, il releva que l'industrie était très remontée contre les banques florissantes, et que plusieurs entreprises avaient été contraintes de fermer des lignes de production à cause de l'évolution des cours de change¹⁵². Le Conseil national commençait à manifester son impatience. Le groupe socialiste déposa le même mois une interpellation par laquelle il demandait au Conseil fédéral d'indiquer quelles mesures concrètes il avait prévues pour l'emploi, et s'il était prêt à reconsidérer la politique monétaire et de change (adhésion au Serpent monétaire, rattachement du franc au mark allemand, etc.)¹⁵³. La Direction générale tenta, mais en vain, de maîtriser la situation en durcissant davantage les mesures administratives contre l'afflux de devises et en adoptant d'autres mesures discrétionnaires. Finalement, toujours en septembre, craignant que la BNS ne soit dessaisie du dossier à la suite de pressions politiques susceptibles de déboucher sur une segmentation du marché ou sur un contrôle des changes, Schiltknecht et Rich, du Service de recherche, décidèrent d'émettre la recommandation suivante à l'intention de la Direction générale: «Il est annoncé que le cours du mark allemand sera fixé entre 0,84 et 1 franc, et que la Banque nationale est prête à intervenir jusqu'à ce que le cours du DM soit remonté à 0,84 franc.»¹⁵⁴ Leutwiler fit venir

151 Bernholz, à Leutwiler (1976). Voir aussi l'exposé de Bernholz et Kugler dans BNS, évolution des cours de change (1978). Dans un projet de recherche de 1975 intitulé «*Wechselkurse, Rezession und Exportwirtschaft*» commandé par la BNS, le *Schweizerisches Institut für Aussenwirtschafts-, Struktur- und Marktforschung* de St-Gall développa déjà la thèse selon laquelle «vers la fin de 1974 la Banque nationale avait accordé trop nettement la préséance à la politique de la masse monétaire par rapport à la politique de change». Voir encore BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1975), 18 décembre, n° 1395/1.

152 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1978), 13 février, n° 142, et 21 septembre, n° 630.

153 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1978), 21 septembre, n° 626.

154 BNS, amélioration de la situation sur le marché des changes (1978).

Schiltknecht et lui demanda s'il pourrait donner son appui à la fixation d'un objectif «nettement supérieur à 0,80». Ce dernier acquiesça. Il ne fut plus question de cours plafond¹⁵⁵. Le cours cible fut annoncé le 29 septembre 1978, et l'on procéda comme prévu. Le succès ne se fit pas attendre: le cours du mark opéra une remontée spectaculaire et dépassa 0,90 franc en 1980.

La problématique des cours de change avait donc pu être résolue en accord avec les lois du marché, mais la politique de la masse monétaire avait échoué dans un premier temps. Les agrégats monétaires gonflèrent considérablement (voir tableau 2.1), et l'inflation s'accéléra fortement, avec le décalage habituel de trois ans (voir graphique 2.7). Les causes de cette évolution demeurent cependant controversées. Il semble qu'a posteriori le président Leutwiler ait considéré la décision de fixer un objectif de cours de change comme une erreur fondamentale¹⁵⁶. Selon Schiltknecht, l'accroissement de la masse monétaire ne fut pas corrigé plus tard dans les proportions souhaitées par le Service de recherche. «La Direction générale nous a dit que nous devons venir d'une autre planète si nous pensions qu'avec un cours de 82 ou 83 centimes pour un mark allemand il subsisterait encore un risque d'inflation.»¹⁵⁷ Kugler et Rich partagent le point de vue de Schiltknecht: «*The SNB should have abandoned the temporary exchange rate target in the third quarter of 1979. To preserve price stability, the SNB should have lowered M_1 substantially over the subsequent six quarters before returning to normal M_1 growth in the range of 3 to 5 percent in the middle of 1981.*» Ils relèvent en outre que «*both factors mentioned above – tardy elimination of the monetary overhang and a flawed approach to monetary targeting – accounted for the rise of inflation in 1981*»¹⁵⁸. Partant de ce constat, ils se sont demandé si la Banque nationale aurait pu obtenir un meilleur résultat en adoptant, à cette époque déjà, une politique monétaire de ciblage de l'inflation pilotée par le biais des taux d'intérêt. Ils ont conclu par l'affirmative, si la Banque nationale s'était appuyée dès 1979 sur des prévisions d'inflation et avait fixé un objectif d'inflation de 3% au lieu d'un objectif de croissance de la masse monétaire¹⁵⁹.

En réaction à l'échec de la politique de la masse monétaire, le Service de recherche proposa pour 1979 une politique mixte mêlant politique de change et politique de la masse monétaire (voir tableau 2.1). Il proposa toutefois de tolérer exceptionnellement un accroissement supplémentaire de M_1 à hauteur

155 BNS, rétrospective Schiltknecht (1985), p. 14.

156 Schiltknecht (1994), p. 65.

157 BNS, interview de Schiltknecht (2004).

158 Kugler et Rich (2002), p. 266.

159 *Ibidem*.

de 7%, car la demande de monnaie avait systématiquement augmenté, en raison de la transition vers un système de changes flottants et du recul des taux d'intérêt induit par des anticipations inflationnistes plus basses¹⁶⁰. Si une telle politique avait été choisie, l'inflation aurait probablement été plus faible au cours des années suivantes, mais la Direction générale jugea la proposition trop compliquée et renonça à fixer pour 1979 un objectif de croissance de la masse monétaire.

Pour 1980, le Service d'études proposa de changer d'agrégat de référence et de fixer un objectif de croissance pour M_0 et non plus pour M_1 , car «les attentes en matière de cours de change peuvent influencer directement la masse monétaire, même en l'absence d'expansion de la base monétaire». Et puisque la situation sur les marchés des changes s'était stabilisée, «une politique monétaire axée exclusivement sur les cours de change ne se justifiait plus»¹⁶¹. Mais au moment de fixer un objectif de 4%, les responsables recoururent à une astuce pour le moins discutable: ils se basèrent sur le niveau de la monnaie de banque centrale des deux semaines du milieu du mois de novembre, sans quoi la moyenne de l'agrégat aurait été plus faible en 1980 qu'en 1979. La Direction générale approuva la proposition. Elle suivit également, dans les grandes lignes, les propositions du Service d'études au cours de trois années suivantes en se fondant de nouveau sur des taux de croissance basés sur des moyennes annuelles (voir tableau 2.1). La proposition formulée pour 1981 ne fut cependant pas mise en œuvre (voir graphique 2.6). Selon Schiltknecht, «certains [membres de la Direction générale] voulaient ramener l'inflation sous contrôle en appliquant une politique restrictive. L'inflation put effectivement être maîtrisée, mais le prix à payer fut la récession des années 1982/83. Cette politique trop restrictive s'accompagna de problèmes prévisibles sur le front des changes [...]»¹⁶². Une stratégie reprenant la proposition du Service de recherche pour 1979 fut donc définie. La politique de change qu'elle incluait ne fut toutefois pas appliquée, car, le marché des changes l'ayant anticipée, le franc suisse cessa de se revaloriser¹⁶³. Durant les années quatre-vingt, la Banque nationale continua d'utiliser la monnaie centrale comme objectif intermédiaire. Sur la base d'une étude économétrique, Nicolas Cuche en a conclu ceci: «*Our results state that the period before 1980 [1978/79] was*

160 BNS, politique de la masse monétaire pour 1979 (1978). Une étude économétrique a confirmé que la transition vers le régime des changes flottants entraîna une modification de la demande de monnaie: Kohli (1985).

161 BNS, politique monétaire pour 1980 (1979).

162 BNS, rétrospective Schiltknecht (1985), p. 16.

163 *Ibidem*.

*conducted following an exchange rate targeting strategy. During the eighties, bank reserves targeting was the leading strategy. We call this the golden age of monetary targeting.»*¹⁶⁴

2.4.3 L'extension des mesures administratives contre l'afflux de devises

La réévaluation du franc intervenue le 9 mai 1971 n'avait pas suffi à éliminer l'offre excédentaire de devises. C'est pourquoi la Banque nationale, d'entente avec le Conseil fédéral, avait décidé de maintenir les mesures administratives contre l'afflux de devises et les restrictions de crédit. Cette position ne changea pas avec l'adoption définitive par la Suisse du système des changes flottants, à partir du 23 janvier 1973. Un cours d'équilibre aurait certainement pu être atteint sur les marchés des changes, mais le franc aurait été tellement surévalué que, pour rester compétitive, l'industrie d'exportation aurait dû abaisser ses prix à un niveau que la Banque nationale et les autorités fédérales jugeaient insupportablement bas. Pour éviter ce scénario, elles décidèrent donc de continuer de miser sur les mesures administratives dont l'inefficience avait pourtant déjà été amplement démontrée. Le 8 octobre 1971, le Parlement adopta un «arrêté fédéral sur la sauvegarde de la monnaie» qui aurait tout aussi bien pu s'intituler «arrêté fédéral sur la protection de l'industrie d'exportation et la sauvegarde de l'emploi». La monnaie n'était en effet aucunement menacée, sa valeur extérieure ne cessant au contraire de croître. D'autres arrêtés du Conseil fédéral suivirent à un rythme soutenu. Ils ne faisaient souvent qu'officialiser des *gentlemen's agreements* passés entre la Banque nationale et les banques notamment. Ils allaient de l'interdiction de placer des fonds étrangers – c'est-à-dire appartenant à des non-résidents – dans des titres et des immeubles en Suisse à la constitution d'avoirs minimaux sur les fonds étrangers par les banques, en passant par l'interdiction de rémunérer les fonds étrangers à court terme libellés en francs. Cette dernière interdiction fut en outre assortie du prélèvement d'un intérêt négatif appelé pudiquement «commission». Etant donné par ailleurs que les crédits aux résidents étaient contingentés, il fallut également instaurer sous la houlette de la BNS, un régime d'autorisation pour les emprunts à l'étranger de personnes domiciliées en Suisse. Ces mesures alourdirent la bureaucratie, tant pour l'Etat que pour les entreprises et les particuliers. En 1973 et 1974, la Banque nationale traita ainsi 716 dossiers de demandes pour de tels emprunts et délivra 638 autorisations (voir tableau A 2.4). De sorte que pratiquement à chacune de ses réunions, la Direction générale avait à examiner des requêtes de ce type. Sur

¹⁶⁴ Cuche (2000), p. 109.

133 demandes d'autorisation pour recueillir des fonds à l'étranger en vue de leur utilisation en Suisse, seules 70 aboutirent, car la Banque nationale entendait éviter toute expansion de la monnaie centrale. Les autorisations délivrées portaient sur des montants considérables; les demandes déposées en 1973 et 1974 totalisèrent par exemple 503 millions de francs (voir tableau A 2.5). Et si, contrairement à ce qui s'était produit dans les années quarante, les décisions ne furent apparemment pas prises de façon arbitraire, des motivations totalement étrangères à la politique monétaire pesèrent tout de même fréquemment dans la balance. C'est ainsi que des demandes émanant de la centrale nucléaire de Kaiseraugst et destinées au financement intermédiaire de son projet de centrale à Leibstadt furent acceptées en raison de l'importance de l'ouvrage pour l'approvisionnement énergétique du pays. La société *Gulf Oil Switzerland* fut quant à elle autorisée à prolonger ses délais de paiement envers des fournisseurs étrangers en raison de sa situation précaire et d'un soi-disant intérêt général à garantir l'approvisionnement de la Suisse en carburants. Enfin une demande de réexamen de sa demande présentée par la filiale de *Telesystems Holding* concernant le financement de la construction d'une antenne collective de télévision par câble en Suisse fut acceptée à titre exceptionnel pour éviter un arrêt de chantier¹⁶⁵.

Une étude détaillée des mesures administratives contre l'afflux de devises dépasserait le cadre de la présente contribution¹⁶⁶. Nous relèverons simplement que, selon Schiltknecht, la Direction générale avait explicitement renoncé à demander un avis au Service de recherche, sachant pertinemment que celui-ci n'en pensait rien de bon. Schiltknecht souligne néanmoins que par la suite la Direction générale prit également des mesures similaires pour des raisons tactiques, afin de protéger la politique monétaire d'éventuelles influences politiques¹⁶⁷. Le mandat confié par la Direction générale à John Lademann en 1973 est également révélateur: à la suite de l'envolée du franc, ce dernier fut en effet chargé d'étudier dans la plus stricte confidentialité des scénarios en vue d'un contrôle des changes. L'objectif était de faire barrage à l'afflux indésirable de capitaux en provenance de l'étranger et, en dernier recours, d'instaurer un contrôle des changes «négatif» si toutes les mesures moins strictes s'étaient révélées insuffisantes pour garantir la survie de l'industrie suisse d'exportation (y compris celle du tourisme)¹⁶⁸. Une segmentation du marché

165 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1973), 22 mars, n° 196, 5 avril, n° 243, et 23 août, n° 563 ainsi que (1974), 30 mai, n° 476, 18 juillet, n° 660, et 25 juillet, n° 675.

166 BNS (1982), pp. 131–140 et pp. 226 ss., où ces mesures sont déjà examinées de manière critique.

167 BNS, interview de Schiltknecht (2004).

168 BNS, contrôle des changes (1974), pp. 6s.

des changes telle que celle qui avait déjà été préparée en août 1971 fut de nouveau envisagée. Dans son expertise, Lademann mit cependant en évidence un certain nombre de difficultés liées au fait que les monnaies principales étaient désormais convertibles et fluctuaient librement: «La banque centrale doit-elle acheter les excédents de devises à un cours fixe? Ce cours doit-il être fixé par rapport au dollar des Etats-Unis? Cela signifierait que le franc suisse [...] suivrait les fluctuations du dollar vis-à-vis des autres monnaies.»¹⁶⁹

C'est peut-être à cause de ce type de problèmes que la Direction générale renonça à instaurer un contrôle des changes «négatif», qui aurait soumis à autorisation tous les achats de francs. Elle opta en revanche pour un durcissement des mesures administratives par le biais de *gentlemen's agreements* et d'ordonnances de la Confédération. Ces mesures étaient temporairement assouplies lorsque la situation se détendait sur les marchés des changes.

Les mesures administratives contre l'afflux de devises culminèrent avec la surévaluation croissante du franc en 1978 (voir graphique 2.8), avant que la Direction générale ne décide de passer d'un objectif de croissance de la masse monétaire à un objectif de cours de change. En février et mars 1978, le taux d'escompte et le taux lombard furent abaissés au niveau le plus bas de leur histoire. La commission (intérêt négatif), qui avait entre-temps atteint le niveau de 10% par trimestre, fut étendue à tous les avoirs étrangers libellés en francs de plus de 5 millions de francs déposés dans des banques, y compris les avoirs des banques centrales étrangères, et cela indépendamment de la date de leur constitution. Le volume des contrats à terme sur le franc conclus par des étrangers ne devait pas excéder de plus de 10% pour les opérations d'une durée inférieure ou égale à dix jours, et de plus de 40% pour celles d'une durée de onze jours ou plus, le niveau atteint le 31 octobre 1974. Il fut interdit aux étrangers d'acquérir des titres suisses. L'importation de billets de banque étrangers pour une contre-valeur excédant 20 000 francs par trimestre fut également prohibée, afin de contrer toute tentative d'échapper à l'intérêt négatif. Les banques devaient aussi couvrir leurs engagements en monnaies étrangères par des avoirs équivalents. La Direction générale envisagea même l'instauration d'un impôt sur les chiffres d'affaires réalisés sur le marché des changes (la fameuse «taxe Tobin») ¹⁷⁰. La Banque nationale fut à l'origine de toutes ces mesures, et c'est même elle qui préparait le libellé des ordonnances du Conseil fédéral ¹⁷¹. Ces développements corroborèrent l'analyse de Ludwig

169 BNS, contrôle des changes (1974), pp. 6s.

170 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1975), 25 juin, n° 721, (1978), 23 février, n°s 141 et 142, ainsi que 2 mars, n° 164.

171 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1978), 23 février, n° 142.

von Mises évoquée précédemment, selon laquelle les interventions de l'Etat dans les mécanismes du marché induisent toujours, et nécessairement, de nouvelles ingérences.

Quand bien même ces mesures ne parvinrent jamais à empêcher la surévaluation du franc, elles furent maintenues et même renforcées jusqu'à la fixation de l'objectif de cours de change de 80 centimes au moins par mark. Une fois cette décision prise, la Banque nationale chercha même à conclure une convention avec les grandes industries du pays pour que celles-ci s'engagent à placer la moitié de leurs liquidités à l'étranger¹⁷². Ce n'est qu'après avoir constaté le succès de la politique de change que la Direction générale semble s'être convaincue de l'inefficacité des mesures administratives contre l'afflux de devises. Aussi, à partir de 1979, ces mesures furent-elles abrogées les unes après les autres.

Parallèlement aux mesures administratives contre l'afflux de devises, le Conseil fédéral et la Direction générale prirent des mesures discrétionnaires pour soutenir les secteurs en difficulté. Dans le cadre du contingentement du crédit mis en place le 12 mars 1973, le Conseil fédéral aménagea par exemple un contingent spécial de 200 millions de francs en faveur de la construction de logements subventionnés. Le 8 janvier 1973, la construction de logements «non luxueux» et les travaux d'équipement furent exclus de la limitation des crédits. En 1975, la Direction générale parvint à la conclusion, pour le moins surprenante de la part d'une banque centrale, qu'une égalité de traitement entre les divers secteurs de l'économie n'était plus appropriée, ceux-ci devant faire face à des situations différentes: «Dans ces conditions, il semble judicieux de déplacer l'accent sur des mesures ciblées en lieu et place de mesures globales. [...] On peut considérer que l'initiative d'un tel changement doit revenir à la BNS.»¹⁷³ Ainsi la Direction générale ne se contenta-t-elle pas de faire des promesses de réescompte à ces mêmes industries, elle conclut également des conventions avec les organisations de défense de leurs intérêts, qui permettaient aux entreprises affiliées d'effectuer des opérations à terme sur le dollar et sur le mark à des conditions préférentielles. Le manque à gagner qui en résulta pour la Banque nationale, ou plutôt la subvention que représentaient ces opérations, se montait déjà à 356 000 francs le 23 septembre 1975. Des conventions similaires furent ensuite conclues avec d'autres industries¹⁷⁴.

172 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1978), 29 septembre, n° 636.

173 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1975), 6 mars, n° 284.

174 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1975), 6 mars, n° 284, 1^{er} mai, n° 489, 25 juin, n° 721, et 24 juillet, n° 830, ainsi que (1976), 26 février, n° 197, 4 mars, n° 226, 25 mars, n° 312, 20 octobre, n° 923, et 1^{er} décembre, n° 1055.

En mars 1978, à la demande de son association faitière, l'industrie suisse du bois bénéficia ainsi d'une promesse pour des opérations à terme sur devises à hauteur de 100 millions de francs. Enfin, en septembre 1978, les conditions préférentielles accordées lors de la conclusion de contrats à terme furent étendues à toute l'industrie et à l'hôtellerie. Les contrats à terme furent également complétés par des contrats d'options avec la BNS¹⁷⁵. Toutes ces mesures se révélèrent toutefois inutiles après le passage à un objectif de cours de change, le 29 septembre 1978.

2.4.4 *La participation de la Suisse à des mesures monétaires internationales*

L'effondrement du système de Bretton Woods n'a pas eu d'incidence sur l'intensité de la coopération internationale entre les autorités monétaires. Pour la Suisse, l'intérêt de cette collaboration ne résidait cependant plus dans la préservation du système et dans la prévention d'une croissance excessive de la monnaie centrale par le truchement de sorties de capitaux. Il se portait désormais sur l'évolution des cours de change et sur les interventions destinées à prévenir les crises monétaires et financières internationales. La Suisse étant une destination de prédilection pour les capitaux en quête de refuge, les situations de crise entraîneraient obligatoirement, dans un régime de changes flottants, une surévaluation massive du franc.

Au cours des années septante, la coopération monétaire joua un rôle essentiel dans l'adoption de mesures de soutien en faveur de la lire italienne et de la livre sterling. L'affaiblissement de la livre était aussi, comme nous l'avons déjà évoqué, une conséquence de la perte de son rôle de monnaie de réserve. Le soutien international apporté à la monnaie britannique n'avait d'autre objectif que d'assurer que cette évolution se passe de manière ordonnée¹⁷⁶.

La coopération revêtit également la forme d'aides aux pays dont la balance des paiements s'était fortement dégradée à la suite des deux chocs pétroliers. Ces interventions témoignèrent d'un déplacement de l'aide monétaire internationale, apportée par le FMI, la BRI et le G10, des pays développés vers les pays en développement. Cette évolution se poursuivit au cours des décennies suivantes, et les nouvelles mesures de soutien connurent une première apogée en 1982/83, lors des crises financières provoquées par l'endettement de pays en développement ou émergents, en particulier le Mexique.

La Banque nationale participa étroitement à la quasi-totalité de ces mesures, même si les crédits à plus long terme étaient généralement assortis de la

175 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1978), 29 septembre, n° 636.

176 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1976), 30 décembre, n° 1145.

Tableau 2.2

Participation de la BNS à des promesses de crédits internationaux, état au 30 avril 1981

	Limite ouverte	Montant utilisé	Total
Réserve fédérale de New York (swap)	4000 mio. de dollars	–	4000 mio. de dollars
BRI (swap)	600 mio. de dollars	–	600 mio. de dollars
Banque du Japon (swap)	200 mrds de yens	–	200 mrds de yens
AGE	865 mio. de francs	–	865 mio. de francs
Facilité pétrolière du FMI	–	104,4 mio. de DTS	104,4 mio. de DTS
Facilité Witteveen du FMI	473,6 mio. de DTS	176,4 mio. de DTS	650 mio. de DTS
Portugal	–	30 mio. de dollars	30 mio. de dollars
Turquie	–	45,5 mio. de dollars	45,5 mio. de dollars
Dépôts auprès de banques centrales d'Europe de l'Est	–	270 mio. de dollars	270 mio. de dollars
Total ¹	13 183 mio. de francs	1377 mio. de francs	14 726 mio. de francs

1 1 DTS = 2,42 francs, 1 dollar = 2,02 francs, 100 yens = 0,94 franc.

Source: BNS, participation à des mesures monétaires (1981).

garantie de la Confédération. Le tableau 2.2 donne une idée de l'ampleur des promesses de crédits accordées par la BNS. Au 30 avril 1981, la somme des limites ouvertes et des montants utilisés atteignait 14,7 milliards de francs.

Au vu de ces développements, la question se posa à plusieurs reprises de savoir si un engagement aussi important de la Banque nationale était justifié. Ce fut notamment le cas en 1977 à propos d'une participation de la Suisse à une nouvelle facilité de crédit du FMI. Le but de cette aide était de soutenir des pays dont la balance des paiements s'était sérieusement détériorée à la suite de l'envolée des prix pétroliers provoquée par les décisions de l'OPEP. Durant les négociations, la Suisse fut mise sous pression afin de débloquer une contribution de 650 millions de DTS (un DTS équivalait alors à 1,1 dollar). Leutwiler rapporta à ses collègues de la Direction générale que ce montant était trop élevé, mais qu'à la demande insistante du secrétaire américain au Trésor Michael Blumenthal il avait fini par donner son accord de principe, car il en résultait un gain de prestige pour la Suisse. La proposition de Leutwiler fut adoptée par la Direction générale sans aucune objection¹⁷⁷.

En revanche, une intervention de Daniel Kaeser, alors chef de la Division monnaie, économie et trésorerie de l'Administration fédérale des finances,

177 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1977), 11 août, n° 579.

suscita l'inquiétude de la Direction générale. Kaeser exprima en effet ses préoccupations devant le rôle croissant de la BNS dans le cadre de la coopération monétaire internationale. Il voulait s'assurer que la BNS n'avait pas outrepassé ses compétences légales. Les crédits de la banque centrale totalisaient alors déjà 3 milliards de francs, ce qui selon lui aurait nécessité soit un arrêté fédéral, soit un remaniement du projet de révision de la loi sur la Banque nationale. Le président Leutwiler fut surpris par ce point de vue, d'autant plus que, jusque-là, le chef du DFF n'avait jamais émis la moindre critique à ce sujet. Pour sa part, le juriste-conseil de la BNS considéra que la façon dont il avait été procédé jusqu'ici était correcte sur le plan juridique, mais que l'on avait exploité toute la marge de manœuvre disponible¹⁷⁸.

Un autre problème était celui des pertes croissantes enregistrées sur les réserves de devises, qui étaient alors presque exclusivement libellées en dollars. Or, la monnaie américaine ne cessait de se déprécier. Au 16 juin 1977 par exemple, sur les 4,3 milliards de francs de réserves de dollars de la BNS, 3,6 milliards n'étaient pas couverts contre le risque de change¹⁷⁹. Mais même la couverture du risque de change n'apportait pas une protection totale contre les pertes de change. Au début de 1975, en effet, Fritz Leutwiler s'était déclaré prêt, après avoir négocié avec Charles Coombs de la Banque de Réserve fédérale de New York, à conclure un accord en complément de la convention de 1962. Celui-ci prévoyait que les gains et les pertes de change enregistrés par les Américains lors de l'achat de francs destinés à leurs opérations de swaps seraient partagés par moitié entre la BNS et la Banque de Réserve fédérale de New York¹⁸⁰. Par la suite, cette réglementation fut étendue aux bons Roosa libellés en francs. Etant donné que les pertes de change concernaient uniquement la monnaie américaine, les opérations de couverture correspondantes conclues par la BNS ne furent qu'à moitié efficaces.

2.5 Conclusion

La politique menée par la Banque nationale entre 1945 et 1982 peut être résumée de la manière suivante. Jusqu'à l'effondrement du système de Bretton Woods, l'objectif primaire de la BNS était la préservation d'un système de changes fixes fondé sur l'étalon-or et, parallèlement, la Banque s'efforçait de maintenir le niveau de l'inflation aussi bas que possible et de défendre la compétitivité de l'industrie suisse d'exportation. Mais ces deux objectifs devaient

178 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1977), 11 août, n° 579.

179 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1977), 16 juin, n° 440.

180 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1975), 3 janvier, n° 7.

nécessairement entrer en conflit. En effet, jusqu'à l'adoption du régime des changes flottants en 1973, le cours du franc suisse issu de la parité-or était trop bas, ce qui entraîna un excédent persistant de la balance des paiements et mit en péril l'objectif de stabilité des prix. Dans un premier temps, la Banque nationale et la Confédération tentèrent de résoudre ce conflit en segmentant le marché du dollar, en adoptant des mesures administratives strictes contre l'afflux de devises et en soumettant les exportations à un contingentement. La segmentation du marché du dollar put être levée en 1949, après la dévaluation de la livre et d'autres monnaies. L'adhésion à l'UEP permit également à la Suisse de sortir de son isolement et du bilatéralisme de l'après-guerre. Enfin, un système multilatéral fut mis en place à la fin de l'année 1958 dans le cadre du système de Bretton Woods. Ce système garantissait aux non-résidents la libre convertibilité des principales monnaies.

Quand bien même la Suisse n'était pas membre du FMI – elle ne le devint qu'en 1992 –, la Banque nationale et la Confédération, faisant leurs des propositions de la BRI et s'inspirant des idées créatives de Max Iklé, participèrent à plusieurs opérations internationales de crédit. Ces opérations, menées conformément aux lois du marché, permirent de réduire tout à la fois l'ampleur des échanges de dollars contre de l'or auprès du Trésor américain et la croissance de la masse monétaire en Suisse. Dans le même temps, elles contribuèrent au maintien du système de Bretton Woods et permirent à la BNS de collaborer avec le G10. Cette approche représentait donc une solution de rechange valable aux mesures administratives, toujours en vigueur, contre l'afflux de devises. Le prix à payer en fut, plus tard, des pertes de change sur les réserves de dollars qui n'avaient pas été converties en or. Une déclaration du président Leutwiler¹⁸¹ montre d'ailleurs que la Direction générale était consciente du risque de change affectant les réserves de dollars. Une autre mesure prise en conformité avec les lois du marché fut celle de réévaluer le franc, en mai 1971. Mais, comme cela arrive généralement, cette décision n'allait pas assez loin et intervint trop tard.

Les mesures administratives contre l'afflux de devises furent maintenues longtemps après le passage aux changes flottants, en raison de la tendance à la revalorisation du franc. Dans le même temps cependant, un concept de gestion de la masse monétaire fut progressivement développé à partir de 1974. Il devint même l'axe principal de la politique monétaire de la Suisse lorsque, en 1975, une adhésion au Serpent monétaire européen se révéla impossible. Mais là encore, un conflit ne tarda pas à apparaître entre l'objectif de stabilité des

181 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1973), 6 décembre, n° 872.

prix visé par la politique de la masse monétaire et la volonté de prévenir une surévaluation du franc. Un tel conflit d'objectifs est caractéristique des petits pays cherchant à mener une politique de stabilité. Dans le cas de la Suisse, il conduisit en 1978, après que l'inefficacité des mesures administratives eut été admise, à une transition brève, mais couronnée de succès, d'un objectif de croissance de la masse monétaire à un objectif en termes de cours de change. Les mesures administratives furent ensuite rapidement levées. Le conflit d'objectifs demeure toutefois d'actualité, même s'il est devenu moins frappant depuis l'adoption d'une nouvelle stratégie monétaire reposant sur une prévision d'inflation et la gestion de taux d'intérêt, mais aussi du fait de l'introduction de l'euro (voir graphique 2.8).

Durant toute la période considérée, la Banque nationale a jalousement défendu son indépendance. Cette dernière jouait certes un rôle mineur en régime de changes fixes, dans la mesure où l'inflation était alors essentiellement tributaire de la politique menée par le pays émetteur de la monnaie de réserve, en l'occurrence les Etats-Unis. Mais depuis le passage aux changes flottants, l'indépendance de la banque centrale a pris beaucoup d'importance, car la Banque nationale tient désormais les rênes de la politique monétaire du pays. Cette indépendance de fait est non seulement attestée par les archives à disposition et par le bas niveau de l'inflation en comparaison internationale (voir graphique 2.1), mais elle a également été démontrée par des études économétriques réalisées dans l'optique de la nouvelle économie politique¹⁸². Si le succès d'une banque centrale se mesure au critère du renchérissement, les faibles taux d'inflation enregistrés en Suisse par rapport à d'autres pays permettent d'affirmer que, malgré toutes les déficiences mises en évidence dans ce chapitre, la politique menée par la Banque nationale suisse peut être qualifiée de remarquable réussite.

182 Jeitziner (1999).

2.6 Tableaux

Tableau A 2.1

Demandes de conversion aux cours officiel et financier du dollar, en 1946 et 1947

Nombre de demandes	Refusées	Acceptées en partie	Acceptées	Total
Pour des ventes de dollars issus de transferts de capitaux				
Banques	10	5	6	21
Confédération, cantons et communes	3	–	4	7
Entreprises industrielles	3	3	4	10
Industries étrangères	2	2	2	6
Tourisme	5	–	2	7
Particuliers (suisse)	9	5	8	22
Particuliers (étrangers)	4	1	3	8
Organisations internationales	–	2	7	9
Administrations américaines	5	1	5	11
Autres	22	17	26	65
Sous-total	63	36	67	166
Pour des ventes de dollars issus d'exportations supplémentaires de marchandises				
Sous-total	28	11	12	51
Pour des achats de dollars sur le marché du dollar financier				
Entreprises industrielles	3	1	–	4
Autres	2	2	–	4
Sous-total	5	3	–	8
Total	96	50	79	225

Source: BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1946 et 1947).

Tableau A 2.2
Demandes acceptées de conversion de dollars, en 1946 et 1947

Genre d'opérations	Montant (en milliers de dollars)	Nombre de demandes
Dollars présentés à la conversion ¹	35 889	138
Dollars achetés par la BNS ¹	19 149	91
Gains pour les requérants dont les demandes ont été acceptées ¹	Montant (en milliers de francs)	Nombre de demandes
Découlant d'achats de dollars par la BNS ^{2,3,4}	8 383	91
– dont provenant de transferts de capitaux	7 643	84
Découlant d'achats autorisés de dollars sur le marché du dollar financier	30	1
Total	8 413	92

- 1 Seules ont pu être prises en considération les demandes portant sur un montant précis devant être acheté par la BNS. Des achats supplémentaires de dollars issus du tourisme et certains contingents de marchandises n'ont pas été pris en compte.
- 2 Gains par rapport à une conversion de dollars financiers. Les achats de dollars par la BNS ont été calculés aux cours suivants (francs pour un dollar): 1946: fr. 4,28; 1^{er} trimestre 1947: fr. 4,25; du 2^e au 4^e trimestre 1947: fr. 4,24. En ce qui concerne les cours du dollar financier, seules sont disponibles les valeurs aux jours de référence pour 1946 et les cours mensuels moyens pour 1947.
- 3 Au cours du dollar billet, le gain serait de 9,5 millions de francs environ.
- 4 Pour les achats de dollars par mensualités, le cours moyen des mois restants jusqu'à la fin de 1947 a été appliqué à la totalité du montant en dollars acheté durant cette période.

Sources: BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1946 et 1947). Käch (1954).

Tableau A 2.3.1
Demandes d'importation et d'exportation d'or en 1948

Demandes pour	Refusées		Acceptées sous condition ¹		Acceptées		Sans décision	Total	
	Nombre	Kg d'or fin	Nombre	Kg d'or fin	Nombre	Kg d'or fin	Nombre	Nombre	Kg d'or fin
Importation d'or	15	815–816	107	3 667–3 875	27	16 251	–	149	20 733–20 942
Exportation d'or	18	218–219	8	168	288	8 422–8 513	5	319	8 808–8 900
Total	33		115		315		5	468	

La note 1 et la source figurent sous le tableau A 2.3.2

Tableau A 2.3.2
Demandes d'exportation d'or en 1948²

en milliers de francs

Demandes d'exportation pour	Refusées		Acceptées sous condition ¹		Acceptées	
	Au prix maximum ³	Au prix du marché ⁴	Au prix maximum	Au prix du marché	Au prix maximum	Au prix du marché
Pièces ⁵	650–655	994–997	133	203	4 758–5 516	7 164–8 279
Lingots	74	95	712	916	36 764	47 342
Or fin	393	506	–	–	413	532
Autres ⁶	–	–	–	–	89	115
Total	1 122	1 598	844	1 120	42 783	56 268

- 1 Parmi les critères d'acceptation des demandes figuraient notamment l'indication du pays de destination (par ex. l'Espagne et non pas Tanger) et la présence de l'autorisation d'importer délivrée par le pays de destination.
- 2 Au total, 468 demandes d'importation et d'exportation ont été déposées (sans tenir compte des demandes déposées plusieurs fois). Une demande relative à une cession d'or déjà importé n'a pas été prise en considération, car inclassable; voir BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1948), 8 janvier, n°s 3/5 (37,5 kg d'or en lingots). Deux demandes acceptées n'ont pas été incluses dans l'estimation des demandes d'exportation: elles émanaient du même requérant et portaient sur les mêmes montants, une fois à l'importation et une fois à l'exportation; voir BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1948), 12 février, n° 191 (demande d'import n° 17 et demande d'export n° 62: 7 000 kg d'or fin à refondre) et BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1948), 25 novembre, n° 1400 (demandes n°s 179 et 648: 413 pièces d'or et 289 grandes plaques d'or). Diverses pièces d'or n'ont pas non plus été prises en compte, faute d'informations suffisamment précises.
- 3 Voir ordonnance sur le commerce de l'or (1943).
- 4 L'estimation repose sur les cours de l'or au 31 décembre 1948 sur le marché de Paris; voir gestion et évaluation de l'or (1949). S'agissant des pièces pour lesquelles aucune information précise n'était disponible, un prix moyen de marché de 7,12 francs suisses le gramme a été établi.
- 5 En ce qui concerne les données sur le dollar et sur la livre sterling notamment, une incertitude subsistait quant à savoir s'il s'agissait de pièces dont le titre était celui des frappes d'avant la dévaluation de 1933 (hypothèse prise en compte pour la conversion en kilos d'or fin) ou d'une quantité d'or (hypothèse pour les lingots d'or) correspondant à une contre-valeur indiquée en dollars. Dans le second cas, la parité-or du dollar après la dévaluation a été prise comme référence et la valeur ainsi obtenue a ensuite été convertie en kilos d'or fin. C'est également sur la base de cette valeur qu'ont été définis le prix maximum et le prix du marché.
- 6 Comprend des pièces au kilo, de l'or laminé, de l'or dentaire, des plaques d'or, etc.

Source: BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1948). Pour les bases des présentes évaluations, nous renvoyons aux Archives de la BNS.

Tableau A 2.4
Demandes en vue de recueillir des fonds à l'étranger, en 1973 et 1974

Nombre de demandes	Montant en francs suisses	Montant en monnaie étrangère	Total
Acceptées	129	509	638
– avec utilisation des fonds en Suisse ¹	123	10	133
Refusées	69	9	78
– avec utilisation des fonds en Suisse ¹	56	7	63
Total	198	518	716
– avec utilisation des fonds en Suisse ¹	179	17	196

1 Y compris les demandes pour une utilisation des fonds aussi bien en Suisse qu'à l'étranger.

Source: BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1973 et 1974).

Tableau A 2.5
Demandes en vue de recueillir des fonds à l'étranger pour une utilisation en Suisse¹, en 1973 et 1974

Demandes	Montant en francs suisses		Montant en monnaie étrangère ²	
	en millions	Nombre	en millions de francs	Nombre
Acceptées	399,57	78	1,56	5
Refusées	103,54	41	11,94	5
Total	503,11	119	13,49	10

- 1 Seules ont été prises en considération les demandes portant sur un montant précis à utiliser en Suisse et correspondant effectivement à un nouveau recueil de fonds (non compris les demandes dont l'objet était le renouvellement de crédits existants, le remboursement de crédits, la modification ou la fixation des échéances de paiement, le financement de polices d'assurance à prime unique). Les demandes concernant des entrées de fonds au titre d'acomptes sont incluses dans le tableau.
- 2 Le montant en francs a été établi sur la base du cours moyen du mois durant lequel la demande a été examinée. Parmi les cinq demandes acceptées, trois concernaient un emprunt en marks allemands et deux en dollars.

Source: BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1973 et 1974).

Sources

Banque cantonale de Bâle (1923–1950), *Devisenblätter*, Economic Infomation Center UBS, Zurich.

Banque d'Angleterre, à Iklé (1961), *letter from R. Bridge to M. Iklé*, 30 mars, BEA, C43/368.

Bernholz, à Leutwiler (1976), lettre de P. Bernholz à F. Leutwiler, 18 octobre, ABNS.

BNS, à Coombs (1961), lettre de M. Iklé à C. Coombs, 18 février, (version originale allemande du 13 février), ABNS.

BNS, adhésion aux institutions de Bretton Woods (1969), *Zur Frage eines Beitritts der Schweiz zu den Instituten von Bretton Woods*, rapport de J. Lademann à l'intention de la Direction générale de la BNS, 21 avril, ABNS.

BNS, amélioration de la situation sur le marché des changes (1978), *Verbesserung der Wechselkurslage*, proposition du 27 septembre, ABNS.

BNS, arbitrage (1952), l'arbitrage dans le cadre de l'UEP, note du 17 décembre, ABNS.

BNS, à Rockefeller (1962), lettre de M. Iklé à D. Rockefeller, 3 août, ABNS.

BNS, *Bulletin mensuel* (diverses années), Bibliothèque de la BNS, Zurich.

BNS, *Bulletin mensuel de statistiques économiques* (diverses années), Bibliothèque de la BNS, Zurich.

BNS, contrôle des changes (1974), *Überlegungen zur Einführung einer Devisenbewirtschaftung in der Schweiz*, rapport de J. Lademann à l'intention de la Direction générale de la BNS, ABNS.

BNS, cours du dollar financier (diverses années), fichier, ABNS.

BNS, évolution des cours de change (1978), note relative à une conférence de P. Bernholz et P. Kugler sur «Die Wechselkursentwicklung von DM und Schweizer Franken» dans le cadre de la *Montagskonferenz* du 24 février du Service d'études, ABNS.

BNS, flottement d'un cours de change (1973), *Freigabe Wechselkurs*, rapport du Service juridique au sujet de la possibilité pour la BNS de laisser flotter le cours du dollar, 14 février, ABNS.

BNS, interview de Lademann (2005a), interview, par l'auteur, de John Lademann, ancien suppléant du chef du 1^{er} département, 16 février, ABNS.

BNS, interview de Lademann (2005b), interview, par l'auteur, de John Lademann, ancien suppléant du chef du 1^{er} département, 2 mars, ABNS.

BNS, interview de Schiltknecht (2004), interview, par l'auteur, de Kurt Schiltknecht, ancien suppléant du chef du 1^{er} département, 17 septembre, ABNS.

BNS, interview de Schleiminger (2004), interview, par l'auteur, de Günther Schleiminger, ancien suppléant allemand du directeur à l'UEP, 29 novembre, ABNS.

BNS, interview de Stahel (2005), interview, par l'auteur, de Hans Stahel, ancien chef du Service des opérations sur les marchés des changes et de l'argent à la BNS, 22 septembre, ABNS.

BNS, mémoires d'Iklé (sans indication d'année), dans M. Iklé, *Erinnerungen, Zweiter Teil: Aus dem Berufsleben*, manuscrit, ABNS.

BNS, note (1954), note au sujet de l'entretien du 9 juillet 1954 avec le chef du Département fédéral des finances (non daté), ABNS.

BNS, participation à des mesures monétaires (1981), note du 7 mai sur la participation de la BNS depuis 1970 à des mesures monétaires internationales, ABNS.

BNS, politique de la masse monétaire pour 1979 (1978), *Geldmengenpolitik 1979*, propositions du Service de recherche concernant la politique de la masse monétaire pour 1979, 29 novembre, ABNS.

BNS, politique monétaire pour 1980 (1979), *Geldpolitik für 1980*, premières réflexions sur la politique monétaire pour 1980, 13 novembre, ABNS.

BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (diverses années), ABNS.

BNS, procès-verbaux de séances du Comité de banque (diverses années), ABNS.

BNS, procès-verbaux de séances du Conseil de banque (diverses années), version française jusqu'en avril 1979, ABNS.

BNS, propositions concernant la politique de la masse monétaire (diverses années), ABNS.

BNS, question du changement de parité (1969), *Frage der Paritätsänderung*, note du 20 novembre à l'intention de F. Leutwiler, directeur général, ABNS.

BNS, *Rapport de gestion* (diverses années), Bibliothèque de la BNS, Zurich.

BNS, réflexions sur la limitation des crédits (1974), *Überlegungen zur Kreditbegrenzung*, quelques réflexions sur la limitation des crédits dans les années 1974 et 1975, note à l'intention du président de la Direction générale F. Leutwiler, 7 mai, ABNS.

BNS, rétrospective Schiltknecht (1985), dans K. Schiltknecht, *Rückblick auf meine Tätigkeit bei der Nationalbank*, 7 février, ABNS.

BRI, à Coombs (1963), lettre de F. G. Conolly à C. Coombs, 13 mars, BISA, File 7.18.23, Box/Folder GILB 9.

BRI, à Iklé (1968), lettre de H. H. Mandel à M. Iklé à l'occasion de son départ de la BNS, 29 mars, BISA, File 2/14, Box/Folder vol. 7.

BRI, utilisation de notre dépôt d'or (1955a), *Swiss National Bank, Employment of our gold deposits*, note de D. H. Macdonald à M. M. van Zeeland, 24 octobre, BISA, Nr. 2/14, Box 5.

BRI, utilisation de notre dépôt d'or (1955b), *Swiss National Bank, Employment of our gold deposits*, note de H. H. Mandel à M. M. van Zeeland, 25 octobre, BISA, Nr. 2/14, Box 5.

BRI, utilisation de notre dépôt d'or (1955c), *Swiss National Bank, Employment of our gold deposits*, note de D. H. Macdonald à M. M. van Zeeland, 26 octobre, BISA, Nr. 2/14, Box 5.

BRI, swap dollars/or (1955), *Possible \$/gold swap with Swiss National Bank*, note de D. H. Macdonald à M. M. van Zeeland, 21 octobre, BISA, Nr. 2/14, Box 5.

Communiqué de presse sur la situation monétaire (1973), communiqué de presse du Conseil fédéral et de la Direction générale de la BNS concernant la situation monétaire, 19 février, ABNS.

Lademann, à Bernholz (2005), lettre de J. Lademann à P. Bernholz, 6 février, ABNS.

Mémoire (1950) de l'Administration fédérale des finances au sujet de l'adhésion de la Suisse à l'UEP, 26 juillet, ABNS.

Ordonnance sur le commerce de l'or (1943), *ordonnance du Département fédéral des finances et des douanes sur la surveillance du commerce de l'or, ainsi que de l'importation et de l'exportation de l'or*, 15 avril, RO 59 (1943) p. 326.

Rapport sur Bretton Woods (1944), «Bericht über die Finanz- und Währungskonferenz von Bretton Woods», N. H., 1/23 juillet 1944, B [Walter Bosshard], confidentiel et pas destiné à la publication, New York, 3 août, dans *Schweizerische Gesandtschaft in den USA an das EPD*, Washington 7.8.1944, BAR E 2001 (D) -/e, vol. 499.

Réglementation et évaluation de l'or (1949), service économique de l'Administration fédérale des contributions (éd.), Impôts et économie, informations aux autorités fiscales, n° 15, 12 mars, ABNS.

Bibliographie

- Bär, H. J. (2004), *Seid umschlungen, Millionen: Ein Leben zwischen Pearl Harbor und Ground Zero*, Orell Füssli, Zurich.
- Bernholz, P. (1982), «Flexible Exchange Rates in Historical Perspective» dans *Princeton Studies in International Finance*, 49, Princeton University, Princeton NJ.
- Bernholz, P. (2005), «Die Bedeutung der Geschichte für die Wirtschaftswissenschaften und der ökonomischen Theorie für die Geschichtsforschung» dans *Perspektiven der Wirtschaftspolitik, Eine Zeitschrift des Vereins für Socialpolitik*, 6 (2), pp. 131–150.
- Bernholz, P., M. Gärtner et E. Heri (1985), «Historical Experiences with Flexible Exchange Rates» dans *Journal of International Economics*, 19, pp. 21–45.
- BNS (1957), *Banque nationale suisse 1907–1957*, Zurich.
- BNS (1982), *75e anniversaire – Banque nationale suisse – Les années 1957 à 1982*, Editions 24 Heures, Lausanne.
- Böhler, E. (1946), «Tendenzen der schweizerischen Wirtschaft und Wirtschaftspolitik», dans *VSA Mitteilungsblatt der schweizerischen Angestelltenverbände*, 23 (10), pp. 101–106.
- Böhler, E. (1950), «Preisniveau und Beschäftigungspolitik», dans *Schweizerischer Gewerbeverband (éd.), Gewerbliches Jahrbuch / Annuaire suisse des arts et métiers*, pp. 36–44.
- Bosshardt, A. (1947), «Die Kaufkraftparität des Franken und die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Schweiz», dans *Schweizerisches Institut für Aussenwirtschafts- und Marktforschung (éd.), Überbeschäftigung und Frankenparität*, Fehrsche Buchhandlung, St-Gall, pp. 109–147.
- Bosshardt, A. (1949), «Der freie Finanzdollarmarkt: eine währungspolitische Notwendigkeit?», dans *Revue suisse d'économie et de statistique*, 85, pp. 1–11.
- Brunner, K. (1968), «The Role of Money and of Monetary Policy», dans *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 50, (7), pp. 8–24.
- Coombs, C.A. (1976), *The arena of international finance*, Wiley, New York.
- Cuche, N.A. (2000), *Monetary Policy Rules and Indicators: Empirical Evidence from Switzerland*, Dissertation series 4, Centre d'études de Gerzensee.
- Dornbusch, R. (1976), «Expectations and Exchange Rate Dynamics», dans *Journal of Political Economy*, 84 (6), pp. 1161–1176.
- Durrer, M. (1984), *Die schweizerisch-amerikanischen Finanzbeziehungen im Zweiten Weltkrieg: Von der Blockierung der schweizerischen Guthaben in den USA über die «Safehaven»-Politik zum Washingtoner Abkommen (1941–1946)*, Haupt, Berne.
- FMI (diverses années), International Monetary Fund, *International Financial Statistics*, Washington DC.
- Friedman, M. (1953), *Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press, Chicago.
- Friedman, M. (1959), *A Program for Monetary Stability*, Fordham University Press, New York.
- Friedman, M. (1968), «The Role of Monetary Policy», dans *American Economic Review*, 58 (1), pp. 1–17.
- Galli, A. (1994), «Schweizerische Geldpolitik Ende der 70er Jahre», dans F. von Albertini (éd.), *Schweizerische Geldpolitik im Dilemma: Geldmenge oder Wechselkurs?*, Rüegger, Coire, pp. 21–30.

Halbeisen, P. (2007), «Cool Lover? Switzerland and the Road to European Monetary Union», dans P. Clement et J. C. Martinez Oliva (éd.) *European Central Banks and Monetary Cooperation after 1945*, European Association for Banking and Financial History, Francfort-sur-le-Main, pp. 99–117.

Ingold, Evelyn (2003), «Ungleichgewichte im Bretton-Woods-System», dans H.-J. Gilomen, M. Müller et B. Veyrassat (éd.), *Globalisierung: Chancen und Risiken*, Chronos, Zurich, pp. 297–316.

Jeitziner, B. (1999), *Political Economy of the Swiss National Bank*, Physika, Heidelberg.

Jöhr, W. A. (1947), «Soll der Schweizerfranken aufgewertet werden?», dans Schweizerisches Institut für Aussenwirtschafts- und Marktforschung [éd.], *Überbeschäftigung und Frankenparität*, Fehrsche Buchhandlung, St-Gall, pp. 59–108.

Käch, O. (1954), *Die Dollarpolitik der Schweizerischen Nationalbank in den Kriegs- und Nachkriegsjahren*, thèse, [s.n.], Berne.

Kaplan, J. J. et G. Schleiminger (1989), *The European Payments Union: Financial Diplomacy in the 1950s*, Clarendon, Oxford.

Kohli, U. (1985), «La demande de monnaie en Suisse: Aspects divers», dans *Monnaie et conjoncture*, bulletin trimestriel de la BNS, 3 (2), pp. 150–164.

Kugler, P. et G. Rich (2002), «Monetary Policy Under Low Interest Rates: The Experience of Switzerland in the Late 1970s», dans *Revue suisse d'économie et de statistique*, 138 (3), pp. 241–269.

Lademann, J. (1967), «Die Bemühungen um eine internationale Währungsreform», exposé présenté à l'occasion de l'Assemblée générale de la *Studienstiftung für Wirtschaftspolitik*, à Zurich, 8 février; Bibliothèque de la BNS, Zurich.

Lademann, J. (1970), «Aktuelle internationale Währungsprobleme aus schweizerischer Sicht», exposé présenté le 16 février [sans indication de lieu], Bibliothèque de la BNS.

Lutz, F. A. (1954), «The Case for Flexible Exchange Rates», dans *Banca del Lavoro Quarterly Review*, 31 (7), pp. 175–186.

Maddison, A. (2001), *The World Economy: A Millennial Perspective*, Centre de développement de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), Paris.

Magee, S. P., W. A. Brock et L. Young (1989), *Black Hole Tariffs and Endogenous Policy Theory*, Cambridge University Press, Cambridge.

Marbach, F. (1947), «Goldpolitik als Mittel zur Verbilligung der Lebenshaltung», dans *Schweizerische Metallarbeiterzeitung*, n° 48 du 26 novembre, p. 1.

Meltzer, A. H. (2005), *A history of the Federal Reserve*, [manuscrit du chapitre 5 du deuxième volume non encore publié].

Mitchell, B. R. (1976), *European Historical Statistics: 1750–1970*, Columbia University Press, New York.

Rich, G. (2003), «Swiss monetary targeting 1974–1996: the role of internal policy analysis», dans *ECB Working Paper Series*, 236, Banque centrale européenne, Francfort-sur-le Main.

Salin, E. (1964), «Devisen-Bann-Wirtschaft?», dans *Kyklos*, 17 (2), pp. 149–164.

Schiltknecht, K. (1970), *Beurteilung der Gentlemen's Agreements und Konjunkturbeschlüsse der Jahre 1954–1966*, Polygraphischer Verlag, Zurich.

Schiltknecht, K. (1994), «Geldmengenpolitik und Wechselkurs: Der schweizerische Weg», dans F. von Albertini (éd.), *Schweizerische Geldpolitik im Dilemma: Geldmenge oder Wechselkurs*, Rüegger, Coire, pp. 57–67.

Schwerdtel, G. (1992), *The Swiss Participation in the European Payments Union 1950–1958*, Lang, Berne.

Sieber, H. (1946), «Aufwertung des Schweizerfranken?», dans *Neue Zürcher Zeitung*, n° 1955 du 30 octobre, édition du matin, [1^{er} cahier].

Sieber, H. (1948), *Die Dollarfrage*, Haupt, Berne.

Société des Nations (1946), [R. Nurkse], *The Course and Control of Inflation: A Review of Monetary Experience in Europe after World War I*, Société des Nations, Genève.

Solomon, R. (1977), *The International Monetary System, 1945–1976: An Insider's View*, Harper and Row, New York.

Spahni, W. (1977), *Der Ausbruch der Schweiz aus der Isolation nach dem Zweiten Weltkrieg: Untersucht anhand ihrer Aussenhandelspolitik 1944–1947*, Huber, Frauenfeld.

Toniolo, G. (2005), *Central Bank Cooperation at the Bank for International Settlements: 1930–1973*, with the assistance of P. Clement, Cambridge University Press, Cambridge.

von Mises, L. (1929), *Kritik des Interventionismus: Untersuchungen zur Wirtschaftspolitik und Wirtschaftsdeologie der Gegenwart*, Fischer, Jena.

Wagner, V. (1949), «Bemerkungen zur Dollarpolitik», dans *Revue suisse d'économie et de statistique*, 85 (1), pp. 33–45.

Deuxième partie
Les années 1982 à 2007

3 L'évolution de l'économie mondiale

EVELINE RUOSS ET MATHIAS ZURLINDEN

3.1 Introduction

Au cours des vingt-cinq dernières années de l'histoire de la Banque nationale suisse (BNS), l'économie mondiale a été particulièrement marquée par deux évolutions. D'abord, par ce qu'il est convenu d'appeler aujourd'hui la mondialisation, c'est-à-dire l'imbrication de plus en plus étroite des économies nationales. Ensuite, par un net recul de l'inflation qui, dans certains pays, avait atteint un niveau très élevé. Ces deux phénomènes sont d'autant plus frappants que rien, au début de la période, ne les laissait présager. L'inflation était fortement implantée, le risque semblait réel de voir le protectionnisme gagner du terrain et les mondes de la politique et de l'économie évoluaient toujours dans l'ombre de la guerre froide.

Le retour de l'inflation à des niveaux que la plupart des pays n'avaient plus connus depuis le début des années soixante a découlé au premier chef d'une politique monétaire résolue. Retrouver la stabilité des prix promettait non seulement d'éliminer les coûts de l'inflation, mais aussi de renouer avec une croissance économique plus soutenue et une évolution plus stable de la conjoncture. Ces attentes allaient se concrétiser en grande partie. En effet, après une période de récession prononcée au début des années quatre-vingt, les fluctuations conjoncturelles s'atténuèrent à vue d'œil et la croissance économique reprit. Menée avec succès, la lutte contre l'inflation a contribué pour une large part à cette évolution favorable, en renforçant la confiance dans la politique monétaire et en confortant les espoirs d'une stabilisation de l'inflation à un bas niveau.

La mondialisation a été stimulée par deux facteurs. Le progrès technique d'abord, avec l'envolée fulgurante des technologies de l'information et de la communication (TIC), qui n'a épargné quasiment aucun secteur de l'économie et de la vie quotidienne. Puis, conséquence directe de ce phénomène, les coûts des transports et des communications ont baissé, ce qui a facilité l'entrée de nombreuses entreprises dans le jeu international de la concurrence, tout en leur permettant d'étendre leur appareil de production au monde entier. Outre ces avancées techniques, un certain nombre d'événements politiques et d'autres faits marquants ont contribué à renforcer le processus de mondialisation. La chute du mur de Berlin, en 1989, a marqué la fin

de la guerre froide et le début de la réintégration de l'ancien bloc de l'Est dans l'économie mondiale. Après des décennies d'isolement et d'économie planifiée, les pays d'Europe centrale et orientale ont entrepris de réaligner leurs politiques sur les principes de l'économie de marché et se sont ouverts progressivement à l'échange. De même, de nombreux pays en développement, qui avaient tenté durant la guerre froide de se frayer un chemin entre l'économie planifiée et l'économie de marché, ont commencé à restructurer leurs économies. Si les pays occidentaux n'ont pas évolué de façon aussi radicale, ils ont néanmoins procédé à un grand nombre de réformes en profondeur qui ont permis de réduire les multiples entraves à la libre circulation des biens et des capitaux. Dans ce contexte, un événement allait marquer durablement le commerce mondial: l'aboutissement, en 1993, du cycle d'Uruguay de l'Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce (GATT). Outre la fondation de l'Organisation mondiale du commerce (OMC), cette avancée a contribué à abaisser le niveau des droits de douane sur les produits industriels et à soumettre aux règles du GATT d'importants secteurs comme ceux des services, des investissements et de la propriété intellectuelle. Dans le même temps, le nombre d'accords commerciaux régionaux conclus en Amérique, en Asie et en Europe n'a cessé de croître. C'est au sein de l'Union européenne (UE) que les efforts d'intégration sont allés le plus loin: le nombre des Etats membres a passé successivement à vingt-cinq, un véritable marché intérieur a vu le jour (1985–1992), et l'euro, la nouvelle monnaie unique, a été introduite (1999).

Le rapprochement des économies nationales s'est traduit par une reprise considérable du volume du commerce mondial et des flux de capitaux internationaux. Le commerce mondial a progressé deux fois plus rapidement que la production, et, durant le dernier quart de siècle, la part des exportations dans le produit intérieur brut (PIB) a passé, en moyenne, de 20% à 30%. Les mouvements de capitaux transfrontaliers ont augmenté davantage encore. Pour autant, il ne faut pas surestimer le degré de mondialisation ainsi atteint. D'importants marchés, tels ceux du travail, de l'agriculture et des services, demeurent faiblement intégrés, et l'internationalisation des marchés des capitaux s'est poursuivie à un rythme sensiblement plus lent que ce que l'on pouvait supposer, ainsi qu'en témoigne la préférence toujours marquée des ménages pour les placements nationaux. D'autre part, le monde a déjà connu des périodes caractérisées par une intégration économique intense. La nouveauté de la récente phase de mondialisation réside avant tout dans le nombre élevé de pays qui y participent, et dans le fait que la part des importations – au sein d'une même branche ou d'une même entreprise – est bien

plus importante qu'autrefois en raison d'une spécialisation accrue. Dans certains domaines toutefois, l'intégration n'a guère dépassé le niveau qui était le sien avant la Première Guerre mondiale. A cette époque par exemple, le rapport entre les flux nets de capitaux et la production mondiale était supérieur à celui d'aujourd'hui, et les marchés du travail se distinguaient par une plus grande ouverture. Après les deux conflits mondiaux et la crise économique de l'entre-deux-guerres, il ne subsistait plus grand chose de cet ordre libéral. Aussi l'évolution constatée depuis 1945 en Occident, et depuis 1989 dans le reste du monde, ne fait-elle sur de nombreux plans que renouer avec celle d'avant 1914.

La mondialisation a donné lieu à une division internationale du travail plus efficace et à une meilleure répartition de l'épargne en faveur de projets d'investissement prometteurs à l'échelle de la planète. Dans cette mesure, elle a exercé une influence positive sur la croissance de l'économie mondiale. Mais, ainsi qu'il en va de toute mutation des structures, les pays n'ont pas tous profité au même degré de ce processus, et souvent, les coûts se sont manifestés avant les recettes. De sorte qu'une résistance à la mondialisation a vu le jour, dans les anciens pays industriels notamment, qui se sont brusquement trouvés confrontés à une concurrence accrue sur de nombreux terrains. Un véritable mouvement antimondialisation s'est formé; par ses actions parfois militantes, il a défrayé la chronique vers la fin des années nonante, sans toutefois parvenir à enrayer le processus d'intégration. Un facteur crucial à cet égard a sans doute résidé dans le souvenir encore vivace, au sein des opinions publiques des pays qui, après la Seconde Guerre, avaient tourné le dos à l'économie mondiale, d'un niveau de vie bien inférieur à celui atteint par ceux qui avaient au contraire tablé sur l'ouverture et l'intégration.

3.2 Les fluctuations de la conjoncture

Entre 1980 et 2005, l'activité économique dans les différents pays a fluctué de manière assez synchrone. Un principe général, qui avait déjà marqué de son empreinte les cycles conjoncturels antérieurs, s'est ainsi trouvé confirmé. Dans la plupart des pays industriels, les phases d'expansion ont été interrompues au début des années quatre-vingt et nonante, puis peu après le tournant du siècle par un repli de la production et de l'emploi. Certains pays ont réussi à tirer leur épingle du jeu en évitant de telles contractions de l'activité, mais ils n'ont pu pour autant échapper à un ralentissement de la croissance. Dans le reste du monde, y compris dans les économies émergentes et les pays en développement, le tableau fut identique. Certes, dans les pays caractérisés par une forte tendance à la hausse du PIB réel, la production n'a quasiment pas

reculé. Néanmoins, les hauts et les bas enregistrés par leurs taux de croissance respectifs sont restés étroitement liés à l'évolution observée dans les pays industriels.

Vu la coïncidence des fluctuations de la production dans les pays les plus divers, on peut retracer l'évolution de la conjoncture mondiale à partir de celle observée dans les grands pays industriels (Etats-Unis, Japon, Allemagne, France, Royaume-Uni, Italie et Canada). Au début des années quatre-vingt, ce groupe de pays a subi une récession profonde. La hausse massive du prix du pétrole et la politique monétaire restrictive menée par les banques centrales pour lutter contre une forte inflation en sont les causes les plus fréquemment invoquées. Dans ce contexte, le changement de politique monétaire décidé par les Etats-Unis en octobre 1979 a revêtu une grande importance. C'est en effet à partir de cette année-là que les autorités monétaires américaines se sont employées à réduire l'inflation de façon drastique et durable. L'expansion de l'activité économique aux Etats-Unis cessa au premier trimestre de 1980. Après une forte récession de six mois, la production reprit rapidement, avant de rechuter une nouvelle fois entre le troisième trimestre de 1981 et celui de 1982¹.

Parmi les autres grands pays industriels, le Royaume-Uni et le Canada connurent également un repli marqué de l'activité économique. Au Royaume-Uni, le recul du PIB réel, qui avait commencé en 1979 déjà, se prolongea jusqu'au premier trimestre de 1981. Au Canada, comme en Allemagne et en Italie, deux contractions successives se produisirent, de telle sorte que ces pays – à une échelle moindre – vécurent un scénario similaire à celui des Etats-Unis. En Europe continentale, c'est l'Allemagne qui subit les plus forts reculs de production. L'Italie et la France s'en tirèrent assez bien, tandis que le Japon enregistrerait une croissance atone, sans pour autant entrer dans une récession au sens classique du terme, avec un repli de la production.

La reprise qui suivit aux Etats-Unis se prolongea du quatrième trimestre de 1982 au deuxième trimestre de 1990. Amorcée un peu plus tôt dans quelques pays européens, elle ne s'y trouva toutefois confirmée qu'avec le redressement de la conjoncture américaine. Le bas niveau de l'inflation contribua à cette longue phase d'expansion. Dans un premier temps, les taux d'inflation chutèrent à un très bas niveau, et ce n'est qu'en 1987 qu'ils recommencèrent à augmenter, modérément d'abord, puis avec toujours plus de vigueur. Sans

1 La datation des phases d'expansion et de contraction obéit à la méthode Harding et Pagan (2002) et repose sur les chiffres du PIB trimestriel réel. Mesurée en trimestres, une expansion s'étend de la date d'un creux à celle du pic suivant, alors qu'une contraction reflète la période entre un pic et le prochain creux.

compter que les prix du pétrole et des autres matières premières avaient eux aussi baissé. Le brut, facturé au prix fort – 45 dollars le baril – en automne 1980, plongea pour s'établir à 11 dollars en automne 1986. En termes réels, ce cours était alors inférieur au prix observé avant le premier relèvement massif décidé par les pays de l'OPEP au début des années septante.

La longue phase d'expansion des années quatre-vingt ne demeura pas à l'abri de perturbations. Le premier coup de semonce survint en été 1982, quand éclata la crise de la dette internationale. Partie du Mexique, un pays accusant un solde négatif toujours plus lourd de la balance des transactions courantes et de gros déficits du budget de l'Etat, cette crise se propagea rapidement à d'autres pays fortement endettés dont l'économie présentait les mêmes signes de faiblesse. Grâce à l'intervention rapide du Fonds monétaire international (FMI) et des banques centrales des pays industriels, la crise mexicaine put être désamorcée, mais le problème de l'endettement restait entier et pèsera longtemps encore sur les pays concernés. En octobre 1987, l'effondrement des cours à la Bourse de New York ébranla les marchés financiers internationaux. Dans la plupart des pays, les cours des actions plongèrent en l'espace de quelques semaines de 30% à 50% par rapport à leurs plus hauts niveaux de l'année. Le souvenir du krach de 1929 et de la Grande dépression qui s'ensuivit ressurgirent. Mais la crainte qu'il en résultât des répercussions négatives pour la croissance de l'économie mondiale ne se confirma pas, du fait notamment de l'injection massive de liquidités par les banques centrales des pays industriels. Durant les deux années suivantes, la croissance économique reprit, tout comme l'inflation d'ailleurs. Certains pays connurent même une véritable surchauffe conjoncturelle, assortie de la formation de bulles spéculatives sur les marchés immobiliers et d'une forte poussée inflationniste.

La conjoncture mondiale atteignit son pic au début des années nonante, puis ralentit nettement. Outre une politique monétaire devenue plus restrictive, la crise du golfe Persique, déclenchée au début du mois d'août 1990 à la suite de l'invasion du Koweït par les troupes irakiennes, contribua notamment à l'apathie conjoncturelle. Le conflit provoqua une ascension fulgurante du prix du pétrole. Il durera près de six mois jusqu'à la libération du Koweït par les forces armées d'une coalition menée par les Etats-Unis, à la faveur d'une brève campagne. Contrairement à la récession des premières années quatre-vingt, celle du début de la décennie suivante se manifesta avec un certain décalage d'un pays à l'autre. Aux Etats-Unis, la production chuta entre le deuxième trimestre de 1990 et le premier trimestre de 1991. La contraction fut de courte durée, et le recul cumulé du PIB réel, sensiblement inférieur

à celui des deux récessions observées entre 1980 et 1982. Le Royaume-Uni et le Canada subirent également une récession en 1990. Plus marquée qu'aux Etats-Unis, elle fut cependant moins prononcée que les replis conjoncturels enregistrés par ces deux pays au début des années quatre-vingt. L'expansion se poursuivit néanmoins sur le continent européen, la chute du mur de Berlin, le 9 novembre 1989, y jouant un rôle important. L'Allemagne put réaliser sa réunification, économique d'abord (le 1^{er} juillet 1990), puis politique (le 1^{er} octobre de la même année). Des impulsions notables émanèrent d'une politique financière expansionniste qui visait à soutenir les cinq nouveaux Länder, et dont profiteront d'autres économies européennes. Ce n'est que dans le courant du premier trimestre de 1992 que la phase d'expansion atteignit son sommet en Allemagne, en France et en Italie. Le recul consécutif de la production y dura en moyenne cinq trimestres. Il en résulta, en termes de PIB réel, des pertes supérieures à celles essuyées par les Etats-Unis. En revanche, contrairement à ce qui s'était produit dans les pays anglo-saxons, la récession n'y sera pas nettement moins sévère qu'au début des années quatre-vingt.

Dans de nombreux pays, la reprise peina à trouver son rythme, en raison notamment des difficultés rencontrées par le système bancaire. A la suite en effet de la récession et de la chute des prix des actions et des biens immobiliers, qui n'avaient fait qu'aggraver ces problèmes, les banques se trouvaient confrontées à une masse de crédits en souffrance. L'octroi de nouveaux prêts stagnait, entravant la reprise de la conjoncture. Si de telles difficultés firent alors leur apparition aux Etats-Unis, elles étaient plus manifestes dans un certain nombre de petits pays d'Europe et davantage encore au Japon, où les phénomènes de surchauffe spéculative observés sur les marchés boursiers et immobiliers étaient très marqués à la fin des années quatre-vingt. La croissance japonaise subit un net ralentissement au début des années nonante déjà, amorçant ainsi une période de stagnation de plusieurs années, émaillée de deux récessions (en 1993 et 1998) et affectée par des tendances déflationnistes.

D'autres perturbations de nature à menacer l'expansion de l'économie mondiale se manifestèrent durant les années nonante, sous forme de crises monétaires et de difficultés de balance des paiements frappant plusieurs économies émergentes. Ces problèmes avaient souvent pour origine un déficit croissant de la balance des transactions courantes. La perte de confiance que ces déséquilibres occasionnèrent chez les investisseurs contraignit à plusieurs reprises les autorités monétaires des pays concernés à libérer les cours de change et à imposer, conjointement avec les gouvernements en place, des

mesures de stabilisation. Malgré le repli rapide des cours de change réels de leur monnaie, ces pays s'enfoncèrent le plus souvent dans la récession. Parmi les crises de ce genre observées dans les années nonante, on peut citer la crise mexicaine (1994–1995), la crise asiatique (1997–1998) qui eut la Thaïlande pour origine, ou encore la crise russe (1998). Des trois, c'est sans conteste la crise asiatique qui fit le plus de vagues. Pourtant, hormis le Japon, aucun des grands pays industriels n'entrera en récession.

A partir du milieu des années nonante, l'attention se tourna vers les Etats-Unis où s'était installée une vigoureuse reprise conjoncturelle, portée par le boom des investissements dans les technologies de l'information et de la communication. Une nouvelle ère – la *New Economy* – semblait s'être instaurée, caractérisée par un accroissement massif de la productivité et une hausse durable du potentiel de croissance. Dans le même temps, le dollar s'était fortement revalorisé et les cours des actions connaissaient une envolée sans précédent. A la faveur d'une demande d'importations plus soutenue aux Etats-Unis, les économies européennes profitèrent elles aussi de cette vigueur de la conjoncture américaine et de l'optimisme qu'elle suscitait dans de nombreux pays, optimisme alimenté de surcroît par les mesures de libéralisation généralisée prises notamment dans les télécommunications.

La plupart des pays industriels ont donc connu une longue phase d'expansion durant les années nonante. Aux Etats-Unis, cette phase s'est étendue du premier trimestre de 1991 au quatrième trimestre de l'an 2000. Totalisant trente-neuf trimestres d'affilée, elle a ainsi dépassé de deux ans celle, déjà très longue, que le pays avait connue de 1982 à 1990². Le fléchissement de la production qui a suivi n'a duré que trois petits trimestres, et le recul du PIB réel, de 0,2% au total, a été minime. Alors que, trois mois après les Etats-Unis, le Japon entrait dans une récession manifeste, les pays européens subirent une période de stagnation prolongée. L'Allemagne et l'Italie ont enregistré deux faibles replis d'environ trois trimestres chacun (entre le premier trimestre de 2001 et le deuxième trimestre de 2003), entrecoupés d'une phase d'expansion tout aussi peu marquée. La France, touchée un peu plus tardivement par le ralentissement conjoncturel, a connu une seule contraction, faible de surcroît et d'une durée de trois trimestres également. Le Royaume-Uni et le Canada ont pu éviter la récession, n'accusant qu'un recul temporaire de leur croissance économique.

2 Le début des datations officielles des cycles conjoncturels remonte à 1854 pour les Etats-Unis. Selon ces datations du *National Bureau of Economic Research* (NBER), la phase d'expansion des années nonante a été la plus longue jamais vécue.

L'affaiblissement conjoncturel des années 2001 à 2003 s'explique par plusieurs facteurs: un resserrement de la politique monétaire par les banques centrales en vue de prévenir une surchauffe conjoncturelle, l'éclatement de la bulle spéculative qui s'était formée sur les marchés des valeurs technologiques ainsi qu'une série d'événements graves qui ont inquiété les consommateurs comme les investisseurs, tels les attaques terroristes du 11 septembre 2001 aux Etats-Unis, mais aussi les deux guerres qui ont éclaté aussitôt après, en Afghanistan et en Irak, sans compter les scandales financiers qui ont frappé de grandes entreprises américaines et européennes. La baisse des cours des actions, qui s'était amorcée au deuxième semestre de 2000, dura jusqu'au printemps 2003. Pendant cette période, sur les principales places boursières, les cours des actions fléchirent de moitié par rapport à leur sommet de l'an 2000.

En dépit de ces revers massifs, la récession a presque partout été peu prononcée. C'est assurément la faiblesse des anticipations inflationnistes qui a contribué à cette situation et qui aura permis aux banques centrales de relâcher plus rapidement que prévu les rênes de leurs politiques monétaires. Au cours du deuxième semestre de 2003, la reprise conjoncturelle sera générale, s'étendant au-delà de 2005 et résistant même à la nouvelle flambée du prix du pétrole brut, flambée qui avait amené le baril à plus de 70 dollars des Etats-Unis au milieu de 2005.

3.3 Les tendances en matière de croissance

Au cours de la période allant de 1980 à 2005, l'économie mondiale a connu un rythme de croissance modéré. Le PIB réel a progressé en moyenne de 3,1% par an, tandis que le PIB réel par habitant, qui donne une image plus précise de l'évolution du niveau de vie, augmentait de 1,6%. C'est moins que durant la phase précédente de l'après-guerre, mais davantage que la croissance économique moyenne mesurée pour tout le XIX^e et la première moitié du XX^e siècle³.

Dans les pays industriels, qui totalisent à peine 15% de la population mondiale, mais produisent près de la moitié des biens et services de la planète, le PIB réel par habitant a suivi à peu près le même rythme de croissance que celui des économies émergentes et des pays en développement. Ainsi, en vingt-cinq ans, il n'y a guère eu de rapprochement en termes de niveau de vie entre les pays industriels et le reste du monde. Ces moyennes n'en dissimulent pas moins des disparités régionales considérables. Alors que la plupart des pays d'Asie ont comblé en grande partie leur retard sur le groupe des pays

3 Maddison (2001).

industriels traditionnels, nombre de pays d'Amérique latine, d'Afrique et du Moyen-Orient ont subi un recul⁴.

3.3.1 *Les pays industriels*

Les économies des pays industriels ont connu de 1980 à 2005 une croissance nettement moins vigoureuse que durant les trente années précédentes. La cassure de la tendance ne s'est toutefois pas produite au cours des années quatre-vingt, mais dès le milieu des années septante. Les causes de ce ralentissement de la dynamique économique demeurent controversées. Elles tiennent sans doute en partie à la normalisation qui a succédé au boom de l'après-guerre. Ce constat vaut tout particulièrement pour l'Europe occidentale, dont la forte croissance au lendemain de la Seconde Guerre mondiale s'explique en bonne partie par le processus de rattrapage technologique entamé vis-à-vis des Etats-Unis. Parmi les autres facteurs de ralentissement, il est fort probable que le quadruplement, en 1973, du prix du pétrole exprimé en dollars et l'effondrement, la même année, du système monétaire de Bretton Woods aient joué un rôle, momentané en tout cas. Mais, à l'époque déjà, nombre d'observateurs voyaient dans l'atonie des taux d'expansion de l'économie le résultat d'un contexte général de plus en plus défavorable à la croissance, reflétant en particulier une quote-part grandissante de l'Etat dans le PIB. D'où l'inscription de réformes structurelles à l'agenda politique, sujet qui allait marquer la politique économique des pays industriels jusque dans le siècle nouveau.

Le ralentissement de la croissance après 1973 a affecté diversement les pays industriels. Tandis que la croissance du PIB réel par habitant aux Etats-Unis a passé en moyenne de 2,5% entre 1950 et 1973 à 2% de 1980 à 2005, elle a chuté de plus de moitié, soit de 4% à 1,9%, dans les quinze pays qui constituaient l'Union européenne (UE à 15) avant l'élargissement de 2004⁵. La croissance européenne est donc tombée légèrement au-dessous du niveau américain après l'avoir nettement dépassé. Ce phénomène a touché tous les

4 Tous les chiffres relatifs à la croissance de l'économie et de la productivité reposent sur des données du *Groningen Growth and Development Centre* (2006). Le PIB est converti aux cours de change correspondant à la parité des pouvoirs d'achat en dollars des Etats-Unis de l'année 1990. Les agrégats concernant le monde ou telle et telle région englobent tous les pays pour lesquels le *Groningen Centre* dispose de données; les délimitations régionales coïncident avec celles du *Groningen Centre*. Pour plusieurs pays, les données n'étaient disponibles que jusqu'en 2004; nous avons alors recouru à nos propres estimations pour 2005. Les pays industriels sont les Etats membres de l'OCDE (état à fin 1993).

5 Pour l'Allemagne, les séries de données sur le PIB de l'ancienne République fédérale et celles du pays unifié ont été raccordées en 1990 afin d'assurer leur continuité.

pays d'Europe ou presque. Le Royaume-Uni a fait exception, pays qui, entre 1950 et 1973 déjà, n'avait pas connu une croissance plus rapide que celle des Etats-Unis en termes de PIB par habitant.

Cet affaiblissement de la croissance a coïncidé, d'une manière générale, avec une décélération de la productivité mesurée à l'aune du PIB réel par heure de travail. Dans l'UE à 15, l'accroissement de la productivité du travail est tombé de 4,7%, en moyenne des années cinquante jusqu'à 1973, à 2% entre 1980 et 2005, alors qu'il passait de 2,5% à 1,7% aux Etats-Unis. Ainsi, l'Europe a continué de faire à peine mieux dans ce domaine que les Etats-Unis, ce qui a contribué à réduire l'avance de productivité observée outre-Atlantique. Si la productivité du travail au sein de l'UE à 15 se situait encore à 70% du niveau américain en 1973, elle s'établissait à 86% en 2005. A l'inverse de la productivité du travail, le revenu par habitant n'a pas convergé davantage, de sorte que le recul de 30% par rapport aux Etats-Unis a persisté. Cet écart tient au fait qu'en Europe, la prestation de travail, mesurée en heures travaillées par habitant, a connu un recul plus prononcé qu'aux Etats-Unis. On peut y voir le reflet des différences de préférence entre les Etats-Unis et l'Europe en matière de revenus et de loisirs, mais aussi la manifestation des obstacles qui, à long terme, ont pour effet d'abaisser le taux d'emploi⁶. Alors que les estimations de chômage structurel étaient constamment corrigées à la baisse aux Etats-Unis, la tendance a évolué en sens contraire dans la plupart des pays d'Europe. En particulier, l'Allemagne, la France et l'Italie affichaient un chômage élevé de nature à grever les budgets publics.

Bien que les écarts – considérés sur l'ensemble de la période de 1980 à 2005 – entre les Etats-Unis et l'UE à 15 soient restés faibles, l'évolution de part et d'autre n'a pas suivi un cours régulier. Jusqu'au début des années nonante, le PIB par habitant de l'UE à 15 a crû à peu près au même rythme qu'aux Etats-Unis, puis moins vite. Le changement le plus notable a concerné la productivité: à partir du milieu des années nonante, sa progression s'est nettement accrue outre-Atlantique, tandis qu'elle diminuait dans l'UE à 15. Pour la première fois depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, les pays d'Europe occidentale ont donc connu assez longtemps une croissance de la productivité du travail plus faible qu'aux Etats-Unis.

L'évolution de la productivité du travail depuis le milieu des années nonante et les disparités nationales qui sont apparues à cet égard ont été marquées principalement par la montée en puissance de l'industrie des technologies de l'information et de la communication (TIC). Le progrès technique,

6 Blanchard (2004).

qui se reflète dans la croissance de la productivité globale des facteurs, ne s'est nulle part autant manifesté que dans cette branche⁷, particulièrement importante aux Etats-Unis. Les entreprises américaines ont en outre investi bien davantage dans les TIC que les entreprises européennes, contribuant ainsi largement à faire en sorte que l'intensité du capital s'est accrue plus fortement aux Etats-Unis que dans l'UE à 15. Ces deux facteurs expliquent pourquoi la productivité du travail a augmenté davantage outre-Atlantique qu'en Europe⁸. Le fait que les pays européens, qui ont su se doter d'une solide industrie des TIC et investir massivement dans ces technologies, aient enregistré des gains de productivité supérieurs à la moyenne (Finlande, Irlande et Suède) souligne au demeurant l'importance de cette branche.

Il y a de bonnes raisons de croire que le retour à une plus forte croissance tendancielle aux Etats-Unis, mais aussi au Royaume-Uni, trouve son origine dans la réorientation, intervenue au début des années quatre-vingt, des politiques économiques de ces pays. Les réformes structurelles entreprises sous la présidence de Ronald Reagan et par le gouvernement de Margaret Thatcher avaient alors été menées à grande échelle, dans le dessein de raffermir les forces du marché et d'endiguer l'influence croissante de l'Etat. Elles consistaient aussi bien à déréglementer le marché du travail, les marchés des produits et le secteur financier qu'à réformer les systèmes fiscaux et sociaux. Le fait que les gouvernements ultérieurs aient continué à mettre l'accent sur davantage d'économie de marché et de concurrence s'est révélé déterminant pour le succès à long terme de ces réformes.

Si l'affaiblissement de la croissance a été source d'inquiétude sur le continent européen également, les réformes structurelles et les mesures de déréglementation ont tardé à s'y mettre en place dans la plupart des pays, contrairement à ce qui s'était passé aux Etats-Unis ou au Royaume-Uni. Les espoirs de relance de la dynamique économique reposaient alors pour l'essentiel sur le projet d'Union engagé en 1985 en vue de créer un grand marché unique. La libre circulation des biens, des services, des personnes et des capitaux était censée aviver la concurrence, améliorer la productivité et, par là même, donner un coup de fouet à la croissance. Les années suivantes en effet, les marchés des produits et, là encore surtout, les entreprises d'Etat opérant dans les télécommunications, l'approvisionnement en électricité et les transports publics ont été largement déréglementés voire privatisés. Particulièrement

7 La croissance de la productivité globale des facteurs correspond à la part de croissance de la production qui ne peut s'expliquer par l'expansion des facteurs de production que sont le travail et le capital.

8 Timmer et van Ark (2005) pour la période 1980–2001.

déliçates à mener sur le plan politique, les réformes du marché du travail et de la fiscalité ont par contre été à peine amorcées, sauf dans quelques petits pays, dont les Pays-Bas, les Etats nordiques et l'Irlande, qui ont entamé des réformes en profondeur au début des années nonante.

Il est apparu très vite que les mesures de politique économique prises en Europe ne suffiraient pas à endiguer l'affaiblissement de la croissance, ni à abaisser le chômage dans des proportions significatives. L'Europe courait le risque de manquer le train de la mondialisation et de mal s'accommoder de ses conséquences. Qui plus est, il devenait toujours plus manifeste que de nombreux pays ne pourraient plus, à la longue, se payer un système de sécurité sociale devenu de plus en plus généreux au fil des décennies. Or, il apparaissait d'autant plus urgent de résoudre ces problèmes que l'UE s'apprêtait à accueillir en son sein dix nouveaux membres dont le revenu par habitant était parfois nettement inférieur à la moyenne de l'Union. C'est pourquoi les Etats de l'UE réunis à Lisbonne en 2000 décidèrent de mettre en œuvre un programme d'envergure destiné à accroître la compétitivité de l'économie européenne. Les réformes envisagées incluaient également le marché du travail. Leur réalisation politique s'annonçait donc difficile et n'enregistra au demeurant que peu de progrès jusqu'en 2005.

3.3.2 Les économies émergentes et les pays en développement

Alors que les pays industriels ont connu entre 1980 et 2005 une évolution en définitive assez semblable, le reste du monde a accusé de fortes disparités. Seules l'Asie et l'Europe centrale sont parvenues à réduire nettement l'écart de prospérité qui les séparait des pays industriels. Dans les autres régions, à savoir l'Afrique, l'Amérique latine, le Moyen-Orient et les Etats ayant succédé à l'Union soviétique, cet écart n'a pas varié, quand il ne s'est pas creusé par rapport à 1980. Plusieurs de ces pays ont subi des revers sérieux, surtout dans les années quatre-vingt et au début de la décennie suivante. Ce n'est qu'à partir du milieu des années nonante que leur croissance économique a repris dans le sillage d'une conjoncture favorable à l'échelle du globe et de la hausse des prix des matières premières. Parmi d'autres contributions importantes à la croissance, on peut relever les nombreux succès remportés dans la lutte contre l'inflation et l'assainissement des finances publiques.

La croissance de loin la plus vigoureuse a été observée dans les pays d'Asie. De 1980 à 2005, leur PIB réel par habitant a augmenté en moyenne de 4,7% par an. Hong Kong, Singapour, la Corée du Sud et Taiwan, dont l'essor économique remontait pour certains d'entre eux aux années cinquante et soixante,

ont continué à prospérer et ont même, dans le cas de Hong Kong et de Singapour, comblé leur retard sur le Japon. A noter aussi la réussite économique de l'Indonésie, de la Malaisie, des Philippines et de la Thaïlande. Certes, les crises monétaires et les difficultés de balance des paiements qui se sont étendues à toute la région par suite de la dévaluation de la monnaie thaïlandaise en été 1997 ont été durement ressenties, mais les pays concernés ont pu surmonter rapidement ces difficultés. L'une des caractéristiques de la prospérité de nombreuses économies asiatiques réside dans le rôle majeur qu'y ont joué l'industrie d'exportation et l'investissement, dopé par un taux d'épargne élevé. Cette évolution a engendré une augmentation rapide – à partir d'un bas niveau il est vrai – de la productivité du travail, tandis que la croissance de la productivité globale des facteurs ne divergeait guère de celle affichée par les pays industriels⁹.

La Chine a réalisé un bond en avant spectaculaire. Au milieu des années septante, ce pays était encore marqué par une économie planifiée aux performances déclinantes, dans laquelle l'agriculture prédominait. En 1978, la direction du parti communiste, sous la houlette de Deng Xiaoping, entamait un processus de réforme axé sur l'économie de marché, qui allait générer une forte poussée de croissance et une mutation fondamentale des structures. La première mesure prise par le régime a consisté à déréglementer le secteur agricole. Puis le pouvoir a autorisé la création d'entreprises privées, libéralisé le commerce et encouragé l'installation de sociétés étrangères dans les régions côtières. En 2001, le gouvernement chinois souligna, par l'adhésion de son pays à l'OMC, sa volonté de poursuivre sur la voie de la réforme et de l'ouverture. La Chine s'est désormais hissée au rang de deuxième puissance économique derrière les Etats-Unis et figure parmi les plus grands pôles de production de biens industriels au monde. Il en a découlé une forte progression de son PIB réel par habitant, soit de 6,4% en moyenne par an entre 1980 et 2005.

L'Inde, pays le plus peuplé après la Chine, a connu également une ascension économique impressionnante. Comme la plupart des pays en développement, elle avait d'abord misé longtemps sur la planification étatique et les industries de substitution aux importations. Quand, à la fin des années quatre-vingt, le gouvernement indien entama un processus de réformes et d'ouverture, le pays avait perdu son avance sur la Chine en termes de PIB par habitant. Mais la nouvelle politique déboucha rapidement sur des résultats. Entre 1990 et 2005, le PIB réel par habitant de l'Inde augmenta de 3,7% en

9 Young (1995).

moyenne par an, le secteur tertiaire y apportant la contribution la plus substantielle. Aucune autre économie émergente n'a su mieux que l'Inde se profiler en tant que l'un des plus importants prestataires de services dans les TIC.

Les mutations en Europe de l'Est ont été tout aussi spectaculaires qu'en Asie. Ce qui s'est avéré déterminant en l'occurrence, ce sont les changements entrepris sous la conduite du secrétaire général du PCUS Mikhaïl Gorbatchev pour tenter d'enrayer le marasme dans lequel l'économie et la société soviétiques restaient enlisées depuis des décennies. En politique extérieure, les deux grands traités de désarmement conclus en 1987 et 1989 avec les Etats-Unis ont mis fin à la guerre froide et, dans les affaires intérieures, la *glasnost* (transparence) et la *perestroïka* (restructuration) ont consacré la mise en œuvre d'un programme de modernisation. Si la tentative de Gorbatchev de réformer le système économique a échoué, l'octroi de libertés politiques a permis la déposition, dans une large mesure pacifique, des régimes communistes en place dans les Etats d'Europe centrale et orientale (1989), puis la dissolution de l'Union soviétique au profit de quinze républiques indépendantes (1991).

Par la suite, sous la présidence de Boris Eltsine, les entreprises d'Etat ont été rapidement privatisées, précipitant l'avènement d'une économie de marché en Russie. Cette transformation radicale s'est traduite dans un premier temps par l'effondrement de la production sur fond d'inflation galopante. Les entreprises non rentables ont fermé ou licencié en masse. Ce n'est que dans la seconde moitié des années nonante que la production a repris son ascension. La Russie, troisième exportateur de pétrole et pays riche en ressources naturelles, a profité pleinement à partir de 1998 de la hausse des prix des matières premières. Mais récemment encore, son PIB réel se situait au-dessous du niveau qui était le sien à la fin des années quatre-vingt. Il en a été de même des autres Etats issus de la dissolution de l'Union soviétique, à l'exception des trois pays baltes, l'Estonie, la Lettonie et la Lituanie.

En Europe centrale, la situation s'est redressée plus rapidement. Engagées dès la fin de 1989, les réformes ont commencé à porter leurs fruits à partir de 1991, après une difficile période de transition. La productivité du travail s'est mise à croître, tout comme les échanges avec la partie occidentale du continent, l'Europe centrale devenant alors un site de production séduisant pour les entreprises ouest-européennes. Entre 1995 et 2005, le PIB réel moyen par habitant y a progressé deux fois plus que dans l'UE à 15. D'ailleurs, en mai 2004, la Hongrie, la Pologne, la République tchèque et la Slovaquie, de même que les trois Etats baltes et la Slovénie – premier pays de l'ex-Yougoslavie à le faire – ont adhéré à l'UE.

En Amérique latine, la croissance a été nettement inférieure à la moyenne. Entre 1980 et 2005, le PIB réel par habitant n'y a augmenté que de 0,2% par an. Il faut toutefois préciser que ce mauvais résultat est imputable pour une très large part au repli marqué – plus de 7% au total – de ce même PIB durant les années quatre-vingt. A la différence des pays émergents d'Asie, la plupart des économies d'Amérique latine ont donc connu une croissance sensiblement plus faible que durant la période allant de 1950 à 1980. Les causes de cette évolution décevante résident avant tout dans l'instabilité persistante des politiques économiques suivies par les gouvernements en place, qui s'est traduite par des taux d'inflation élevés, une aggravation de l'endettement des Etats, des crises monétaires à répétition et des difficultés de balance des paiements tout aussi récurrentes. Ces problèmes ont surgi en 1982, quand ces pays qui s'étaient lourdement endettés dans les années septante auprès des banques internationales ont dû faire face à des difficultés de paiements par suite de la montée des taux d'intérêt servis sur des emprunts contractés en dollars. Outre l'Europe centrale et orientale, ce sont les trois grands pays d'Amérique latine, soit l'Argentine, le Brésil et le Mexique, qui ont été les plus touchés. Au terme de près d'une décennie marquée par de graves problèmes économiques et financiers, nombre de ces pays ont entrepris à la fin des années quatre-vingt et au début des années nonante une série de réformes en profondeur. Il ne s'agissait pas simplement, en l'espèce, de mettre en œuvre sous l'égide du Fonds monétaire international (FMI) des programmes de stabilisation destinés à éliminer les déséquilibres macroéconomiques, mais aussi d'appliquer des mesures propres à renforcer la compétitivité et l'économie de marché. Ce qui n'alla pas sans revers, à commencer par la crise monétaire du Mexique à fin 1994, puis les graves perturbations du système monétaire et bancaire de l'Argentine en 2001. Ces crises n'ont pas manqué de gagner d'autres pays du continent, ce qui explique que la croissance des Etats d'Amérique latine soit restée à un niveau nettement inférieur à celle des économies émergentes des autres régions du monde. A une exception près cependant, celle du Chili, qui a bénéficié d'une croissance considérable dès les années quatre-vingt pour avoir su entamer assez tôt une réforme complète de son économie.

La région la plus pauvre du monde demeurait le continent africain. Tandis que les Etats riverains de la Méditerranée prospéraient modérément, les pays subsahariens n'ont cessé de décliner. Un grand nombre d'entre eux, largement tributaires de l'exportation d'une matière première unique, ont particulièrement souffert au cours des années quatre-vingt de la chute des prix des produits de base. A cela sont venues s'ajouter une série de conflits armés, une instabilité politique chronique et la propagation rapide du sida.

Dans les années quatre-vingt et durant la première moitié de la décennie suivante, le PIB réel par habitant des pays subsahariens a diminué de 1 à 2% par an. Une embellie conjoncturelle s'est amorcée au milieu des années nonante, qui, pour la première fois depuis bien longtemps, a permis à la croissance de l'économie de dépasser celle de la population. Plusieurs pays ont profité à cette occasion de la hausse des prix du pétrole et d'autres matières premières. En outre, un certain nombre de réformes structurelles ont porté leurs fruits. La progression de l'investissement, nécessaire à une croissance durable, est toutefois restée largement au-dessous de la moyenne d'autres régions. L'Afrique est donc revenue au cœur de la politique internationale de développement. En 2005, les pays bailleurs de fonds ont décidé, sur le principe, d'annuler les dettes de trente-huit pays pauvres – soit un total de 55 milliards de dollars des Etats-Unis – envers le FMI, la Banque mondiale et la Banque africaine de développement. Cette mesure a profité à une majorité de pays africains.

3.4 La politique monétaire et les tendances inflationnistes

Le recul massif de l'inflation restera l'un des événements macroéconomiques les plus marquants de la fin du XX^e siècle. La vague inflationniste qui avait pris son élan dans les années soixante pour gagner fortement en ampleur la décennie suivante retomba dans les années nonante. Cette évolution n'a pas seulement concerné les pays industriels. Le recul fut tout aussi impressionnant dans les économies émergentes et les pays en développement, où l'inflation avait souvent pris des proportions dramatiques.

Dans les grands pays industriels, les prix à la consommation ont augmenté en moyenne de 8,8% par an entre 1975 et 1985. Durant les deux décennies suivantes, ce taux a chuté d'abord à 3,3% (1985–1995), puis à 1,9% (1995–2005)¹⁰. Parallèlement, les écarts d'inflation entre les pays se sont réduits. En 1980, la plupart des grands pays industriels affichaient des taux à deux chiffres allant jusqu'à 22% (Italie), l'Allemagne et le Japon restant seuls sous la barre des 10%. En 2005, la fourchette s'est nettement resserrée, puisque, pour une moyenne de 2%, les extrêmes se situaient à 2,7% aux Etats-Unis et à –0,2% au Japon.

L'évolution dans le reste du monde fut moins homogène. La plupart des pays asiatiques sont parvenus dès les années quatre-vingt à maintenir leur inflation à un niveau modéré. Par contre, en Amérique latine et, à la suite de

10 Cette agrégation repose sur les taux d'inflation pondérés par le PIB (converti aux cours de change correspondant à la parité des pouvoirs d'achat en dollars des Etats-Unis) des sept grands pays industriels. Voir FMI (2005).

la libéralisation des prix, dans les anciennes économies à commerce d'Etat, l'inflation a fortement augmenté. Certains de ces pays ont même subi une hyperinflation comme l'Argentine (1989–1990), la Bolivie (1985), le Brésil (1990–1994) et le Pérou (1989–1990), ainsi que la Russie (1992) et d'autres pays de l'ancien bloc soviétique. Toutefois, au cours des années nonante, l'inflation s'est mise à fléchir sensiblement dans ces régions. Au début de la décennie suivante, les taux d'inflation dans les économies émergentes et les pays en développement étaient retombés au-dessous de 10%, et les écarts entre ces pays avaient nettement diminué.

Le repli généralisé de l'inflation s'explique – comme d'ailleurs sa recrudescence dans les années soixante et septante – par la politique monétaire menée dans les grands pays industriels. Vers la fin des années septante, les dommages causés par l'inflation étaient devenus manifestes. La croissance était presque partout en perte de vitesse et le tandem inflation-prospérité économique, encore bien présent au début de ces années-là, avait disparu. Le rétablissement et le maintien de la stabilité des prix apparaissaient de plus en plus comme des préalables à toute croissance économique durable. C'est sur la base de ce nouveau consensus que les banques centrales ont été à même de mener une politique monétaire plus résolue et de parvenir, en quelques années, à abaisser durablement le niveau de l'inflation.

Outre le soutien croissant rencontré partout par la lutte contre l'inflation, d'autres circonstances ont favorisé le succès de la politique monétaire. Des marchés plus ouverts et l'intégration de nouveaux pays à l'économie mondiale ont fait en sorte que la concurrence s'est renforcée sur les marchés des produits comme sur les marchés des facteurs de production. Il en a résulté une flexibilisation des prix qui a dissuadé les banques centrales de s'écarter du cours suivi par leurs politiques, axées sur la stabilité, et conforté du même coup la crédibilité de leur intention déclarée de mener une politique monétaire conservant précisément ce cap¹¹. Par ailleurs, les prix de la plupart des matières premières ont baissé au cours des années quatre-vingt et nonante, et, vers la fin de la période étudiée, quelques pays ont vu la croissance de leur productivité s'accélérer. Ce fut là, une fois encore, tout le contraire des années septante, durant lesquelles le prix du pétrole avait quadruplé en deux chocs successifs, et la croissance de la productivité, ralenti. En d'autres termes, les autorités monétaires vivaient une situation à maints égards plus simple que dans les années septante¹².

11 Rogoff (2003).

12 Mankiw (2002).

Soucieux d'assurer leur succès dans la lutte contre l'inflation, de nombreux pays ont entrepris au cours des années nonante des réformes institutionnelles suivant en général trois lignes directrices. Premièrement, ils ont précisé le mandat de leur banque centrale, en lui assignant clairement la mission de viser au premier chef la stabilité des prix au lieu de se borner à énumérer des objectifs vagues et parfois contradictoires. Ensuite, ils ont renforcé l'indépendance de la banque centrale en la mettant à l'abri des pressions du gouvernement ou du Parlement, de façon notamment à éviter qu'elle ne soit contrainte de viser des objectifs inconciliables avec sa mission première de maintenir la stabilité des prix. Enfin, pendant logique du renforcement de son indépendance, on a rendu plus contraignante l'obligation faite à la banque centrale de rendre compte de sa politique. Mais il était également dans l'intérêt évident des instituts d'émission d'assurer un maximum de transparence à leurs objectifs et aux mesures qu'ils pouvaient être amenés à prendre. Cet intérêt repose sur le fait que le comportement économique des entreprises et des ménages est influencé par les perspectives d'inflation, si bien que la transparence du cours suivi par la politique monétaire importe tout autant que telle ou telle décision prise par la banque centrale en matière de taux d'intérêt.

Le besoin de réformes institutionnelles n'était pas pareil dans tous les pays. En effet, l'ampleur prise par l'inflation n'était pas partout la même, de sorte que la crédibilité de la politique monétaire ne s'est pas trouvée atteinte au même degré dans tous les pays. En outre, le contexte institutionnel – mandat, indépendance – présentait de fortes disparités d'un pays à l'autre. D'une certaine manière, la Nouvelle-Zélande a joué un rôle de pionnier à cet égard, en abordant ses réformes plus tôt et de façon plus radicale qu'ailleurs. Mais surtout, elle a conçu une stratégie monétaire fondée sur des objectifs numériques d'inflation, stratégie dont beaucoup de pays se sont inspirés par la suite.

Les pays qui retiennent des objectifs d'inflation ont en commun d'assigner comme priorité à la politique monétaire, le maintien de la stabilité des prix. Un tel but se reflète dans un objectif numérique ou, si le taux d'inflation initial est élevé, dans une succession d'objectifs annuels d'inflation. En lieu et place d'un objectif intermédiaire – de masse monétaire ou de cours de change, par exemple –, on formule souvent une prévision d'inflation à moyen terme en exploitant toutes les informations disponibles. Un rôle important échoit d'ailleurs à la justification détaillée de cette politique monétaire dans un rapport sur l'inflation.

Au début, la fixation d'objectifs en matière d'inflation a surtout tenté les pays industriels qui avaient échoué avec des objectifs de masse monétaire ou de cours de change. Après la Nouvelle-Zélande en 1989 et le Canada en 1991,

le Royaume-Uni et la Suède ont suivi après la crise du SME de 1992. Les années suivantes, le cercle des pays optant pour des objectifs d'inflation s'est considérablement élargi, englobant des économies émergentes et les pays en développement. Si, de façon générale, ces pays ont réussi à réduire notablement leur taux de renchérissement, ceux qui avaient opté pour une autre stratégie ont néanmoins obtenu des résultats analogues. Ainsi, les stratégies reposant sur des objectifs de masse monétaire et de cours de change ont continué à représenter une solution de rechange pour de nombreux pays.

Contrairement à la stratégie axée sur des objectifs d'inflation, celle dite de la masse monétaire met en évidence un indicateur unique, à savoir la masse monétaire précisément, qu'elle utilise comme objectif intermédiaire. Mais dans la pratique, les conséquences qui en découlent pour la politique monétaire se sont révélées souvent moins importantes qu'elles ne le laissent supposer de prime abord. C'est ce qu'ont montré en particulier les politiques monétaires respectives de la Banque fédérale d'Allemagne et de la Banque nationale suisse; parmi toutes les banques centrales, ce sont celles qui ont recouru le plus longtemps à des objectifs de masse monétaire. Dans les deux pays, le maintien de la stabilité des prix constituait l'objectif prioritaire de la politique monétaire. Les deux instituts insistaient de surcroît sur l'orientation à moyen terme de leur politique, acceptant de s'écarter de leurs objectifs monétaires lorsque cela leur paraissait opportun à la lumière d'autres indicateurs.

En Allemagne, les objectifs de masse monétaire ont constitué, de 1975 à 1998, le noyau de la stratégie de la Banque fédérale. Ce laps de temps s'étend pratiquement du passage aux cours de change flottants, en 1973, au transfert de la souveraineté monétaire à la Banque centrale européenne (BCE) au début de 1999. L'essentiel du dispositif a été préservé pendant toute cette période, les modifications ne concernant que des aspects mineurs, tels le choix de l'agrégat monétaire de référence ou la durée de validité de l'objectif. La Banque fédérale s'en est tenue à cette stratégie même pendant les années difficiles de transition qui ont suivi la réunification de l'Allemagne. Fait assez remarquable, dans la mesure où le comportement de la population de l'Allemagne orientale en matière de placements suscita une grande inquiétude après la conversion du mark est-allemand en monnaie de la République fédérale. En dépit de ces difficultés, les objectifs de masse monétaire purent être maintenus de 1989 à 1991.

Les Etats-Unis comptent parmi les pays dans lesquels les objectifs de masse monétaire ont joué – un certain temps du moins – un rôle important. La Réserve fédérale avait certes entrepris, dès le milieu des années septante,

d'annoncer de tels objectifs, mais elle les avait souvent manqués, ce qui les avait relégués à un rôle subalterne. Cela changea en octobre 1979 lorsque la Réserve fédérale, pour combattre une inflation en forte recrudescence, décréta un train de mesures qui donnaient plus de poids au contrôle de la masse monétaire. Ces mesures impliquaient notamment que la politique monétaire soit mise en œuvre par le biais du contrôle quantitatif des réserves bancaires plutôt que par le maniement des taux d'intérêt. Le fait de signaler le passage à une lutte plus rigoureuse contre l'inflation par le biais d'un changement de régime bien visible paraissait sensé pour deux raisons. D'une part, la politique monétaire suivie jusqu'alors, axée sur la gestion des taux d'intérêt, avait été discréditée par l'évolution de l'inflation. D'autre part, l'importance accrue accordée à l'évolution des agrégats monétaires pouvait contribuer à mettre en évidence la nécessité de procéder à des relèvements substantiels des taux d'intérêt.

Le nombre des pays ayant incorporé des objectifs quantitatifs à leur dispositif de politique monétaire a diminué dans le courant des années quatre-vingt et nonante, par suite surtout du relâchement du lien qui existait précédemment entre les agrégats monétaires, l'activité économique et l'inflation. Aux Etats-Unis, la stabilité de la demande de monnaie avait été affectée par des réformes en matière de réglementations et les développements technologiques dans le secteur bancaire. En conséquence, la Réserve fédérale a renoué au milieu de 1982 avec le pilotage des taux des fonds fédéraux (*federal funds*). Elle a certes continué d'annoncer des objectifs ou des projections de masse monétaire, mais ceux-ci ne jouaient plus le même rôle qu'auparavant. Une évolution similaire s'est produite dans d'autres pays, certains allant même jusqu'à annoncer des objectifs monétaires pour plusieurs agrégats au lieu d'un seul. D'autres y ont ajouté des objectifs supplémentaires, notamment en matière de cours de change. Créée en 1999, la Banque centrale européenne (BCE) a fini par consacrer l'importance d'une analyse monétaire approfondie, basée principalement sur l'évolution de la masse monétaire et du crédit. L'analyse monétaire ne constitue toutefois qu'un des deux piliers de sa stratégie. Le second repose sur une analyse étendue de l'évolution économique.

Au début des années quatre-vingt, c'est le plus souvent une stratégie des cours de change, liant plus ou moins étroitement une monnaie à une autre ou à un panier de devises, qui a été choisie comme solution de rechange aux objectifs de masse monétaire. Une stratégie de ce type contraint le pays qui l'adopte à renoncer à son autonomie en matière de politique monétaire. En contrepartie, il peut en espérer une diminution des fluctuations des cours de change. Par ailleurs, un tel ancrage du cours de change oblige les pays en proie

à une forte inflation à ramener celle-ci au niveau qui règne à l'étranger et peut ainsi s'avérer un moyen de lutte contre l'inflation.

Les pays ayant adopté une stratégie de change durant les années quatre-vingt et nonante étaient pour la plupart des économies émergentes ou des pays en développement, y compris des pays aussi grands que la Chine et l'Inde. Nombre d'entre eux ont tenté par le maintien de contrôles sur les mouvements de capitaux de contourner la difficulté qui veut qu'un pays ne puisse simultanément mener une politique monétaire autonome, conserver des cours de change fixes et assurer la mobilité des capitaux. De tels contrôles tendent certes à atténuer le risque d'attaques spéculatives, mais ils ne constituent pas une protection définitive, de sorte que les crises monétaires sont restées fréquentes. Un certain nombre de pays ont alors opté soit pour un régime de changes flottants assorti d'un objectif de masse monétaire ou d'inflation, soit pour une fixité absolue des cours de change sous forme d'un *currency board* ou moyennant l'adoption pure et simple d'une monnaie étrangère (dollarisation).

Dans les pays industriels, l'exemple récent le plus connu de stratégie de cours de change est le Système monétaire européen (SME). Institué en 1978 sur une initiative franco-allemande, le SME s'est employé à créer en Europe une zone de stabilité des cours de change, comme l'avait tenté précédemment l'accord monétaire dit «Serpent monétaire européen». A la différence du Serpent, le SME obligeait les banques centrales à procéder à des interventions coordonnées sur la base de parités définies par rapport à l'ECU (*European Currency Unit* ou unité de compte européenne), conçu comme une monnaie-panier assortie d'une marge de fluctuation de $\pm 2,25\%$. L'obligation faite aux banques centrales de coordonner leurs interventions était censée faire en sorte que le fardeau de l'ajustement ne pèse pas exclusivement sur l'institut d'émission du pays doté de la monnaie faible. Cette obligation était toutefois limitée, si bien que la Banque fédérale d'Allemagne par exemple ne courait pas sérieusement le risque de devoir abandonner sa politique monétaire axée sur le maintien de la stabilité des prix. Etant donné l'importance des écarts d'inflation qui existaient entre les différents participants au SME, il fallut durant les premières années procéder fréquemment à des ajustements de parités. Après le revirement de la politique économique de la France en 1982, la situation se détendit, et les taux d'intérêt et d'inflation se rapprochèrent du bas niveau qui était le leur en Allemagne. Mais en 1992 et 1993, une série d'attaques spéculatives menacèrent le SME dans ses fondements mêmes. La situation ne se calma qu'après l'élargissement de la marge de fluctuation à $\pm 15\%$. Si le SME continua d'exister, il n'eut plus désormais ni la fonction ni le poids qui avaient été les siens avant 1992.

L'ébranlement du SME, en 1992 et 1993, illustre à quel point des crises monétaires peuvent contraindre les banques centrales à libérer les cours de leurs monnaies. Les tensions qui, en septembre 1992, conduisirent à ce coup d'éclat étaient attisées par plusieurs facteurs. A la suite notamment de la réunification de l'Allemagne, la conjoncture et l'inflation dans ce pays s'étaient temporairement écartées du cours qu'elles connaissaient dans le reste de l'Europe. Quand la Banque fédérale releva ses taux à court terme afin de juguler l'inflation, il apparut que cette mesure entraînait en contradiction avec ce que la situation des autres pays aurait exigé. Les marchés se mirent alors à douter de la volonté des pays concernés de défendre durablement les parités par un relèvement de leurs taux d'intérêt. Les référendums prévus sur le traité instituant l'Union économique et monétaire européenne (Traité de Maastricht) ne firent qu'aggraver l'incertitude à propos de l'avenir de l'Union monétaire. Ce traité échoua de peu lors d'une première votation devant les électeurs danois (2 juin 1992), les investisseurs se mettant alors à craindre un second rejet lors du référendum à venir en France (20 septembre 1992). Les tensions déclenchèrent en septembre une série d'attaques spéculatives. Le 13 septembre, la lire italienne fut dévaluée, mais cela ne suffit pas à assainir la situation. Trois jours plus tard, le Royaume-Uni et l'Italie se voyaient contraints de quitter le SME. Si l'offensive menée contre le franc français put être contenue à coups d'interventions massives sur les marchés des changes, il n'en fallut pas moins dévaluer, de septembre 1992 à mai 1993, les monnaies de l'Irlande, du Portugal et de l'Espagne. Puis la Finlande, suivie de la Suède et finalement de la Norvège, renoncèrent à lier unilatéralement leurs monnaies à l'ECU.

Cette crise illustre la vulnérabilité d'un système de changes fixes dans un contexte de libre circulation des capitaux. Les pays du SME, qui avaient mis fin au contrôle des mouvements de capitaux dans les années quatre-vingt, étaient placés devant l'alternative consistant soit à laisser flotter leurs cours de change et mener une politique monétaire autonome, à l'instar du Royaume-Uni, de la Suède et de la Norvège, soit à relancer l'Union monétaire et veiller à ce que les cours de change restent définitivement fixes. C'est cette dernière voie que choisirent d'emprunter les pays qui, en 1999, amenèrent leurs monnaies à se fondre dans l'euro. Au début de 1999, les cours de change des monnaies de onze Etats membres sur les quinze que comptait alors l'UE furent donc irrévocablement fixés, et la responsabilité de la politique monétaire pour l'ensemble de la zone euro fut transférée des banques centrales nationales à la BCE nouvellement créée. La Grèce fut le douzième pays à rallier l'euro au début de 2001. Un an plus tard, les billets et les pièces en euros étaient mis en circulation.

Bibliographie

- Blanchard, O. (2004), «The Economic Future of Europe», dans *Journal of Economic Perspectives*, 18 (4), pp. 3–26.
- FMI (2005), World Economic Outlook Database, <http://www.imf.org>.
- Groningen Growth and Development Centre (2006), Groningen Growth and Development Centre and The Conference Board, Total Economy Database, <http://www.ggdc.net>.
- Harding, D. et A. Pagan (2002), «Dissecting the Cycle: A Methodological Investigation», dans *Journal of Monetary Economics*, 49 (2), pp. 365–381.
- Maddison, A. (2001), *The World Economy: A Millennial Perspective*, Centre de développement de l'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE), Paris.
- Mankiw, N. G. (2002), «U.S. Monetary Policy during the 1990s», dans J. Frankel et P. Orszag (éd.) *American Economic Policy in the 1990s*, MIT Press, Cambridge MA, pp. 19–43.
- Rogoff, K. (2003), «Globalization and Global Disinflation», dans *Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy*, un symposium sponsorisé par la Banque de Réserve fédérale de Kansas City, Jackson Hole WY, pp. 28–30.
- Timmer, M. P. et B. van Ark (2005), «Does Information and Communication Technology Drive EU-US Productivity Growth Differentials?», dans *Oxford Economic Papers*, 57 (4), pp. 693–716.
- Young, A. (1995), «The Tyranny of Numbers: Confronting the Statistical Reality of the East Asian Growth Experience», dans *Quarterly Journal of Economics*, 110 (3), pp. 641–680.

4 La politique monétaire de la Banque nationale

4.1 La croissance économique et les mutations structurelles en Suisse

JEAN-PIERRE JETZER ET MATHIAS ZURLINDEN

4.1.1 Introduction

Au milieu des années septante, la croissance de l'économie helvétique subit une nette cassure qui allait entraîner un certain nombre de conséquences. La Suisse réussit certes à se maintenir – en termes de revenu par habitant – dans le peloton de tête des pays les plus développés, mais elle enregistra durant les trois décennies suivantes une croissance à ce point modérée que l'écart qu'elle avait creusé avec les autres pays industriels se mit à fondre. Elle perdit également à cette occasion l'essentiel de son avance sur le plan de la stabilité monétaire. Après que son taux d'inflation, dans les années septante et quatre-vingt, se fut inscrit à un niveau nettement plus bas que dans la plupart des autres pays, la différence s'amenuisa à mesure que le renchérissement reculait dans le monde entier.

Cet accès de faiblesse de la croissance, qui se produisit alors même que l'inflation se stabilisait à un bas niveau, a amené le débat de politique économique, dans les années nonante, à déborder du cadre de la stabilité pour intégrer des considérations de politique structurelle. Il ne s'agissait cependant pas là d'une spécificité helvétique. Les questions de politique structurelle, et par voie de conséquence les discussions sur les réformes à entreprendre en direction de l'économie de marché, préoccupaient de plus en plus l'ensemble des pays. La Banque nationale a suivi cette évolution avec intérêt, dans la mesure où elle avait perçu de longue date, dans les multiples obstacles à la concurrence qui pesaient sur les marchés des produits et des facteurs, des éléments de nature à pousser à la hausse les coûts de la lutte contre l'inflation. Rétrospectivement, un certain consensus s'est dégagé sur le fait que le processus de réformes s'est amorcé plus lentement que ce qui aurait été souhaitable dans le contexte des mutations rapides de l'économie mondiale et de la technologie. Sur l'ensemble de la période cependant, on observe que la Suisse a vécu elle aussi une transformation remarquable, que rien n'est venu entraver, pas même des traditions de politique économique profondément enracinées¹.

Le présent chapitre traite de la croissance économique et des mutations structurelles en Suisse, en exposant brièvement quelques-unes des principales

1 Baltensperger (2005), à propos du débat sur les réformes.

mesures de politique économique qui y ont été prises. L'évolution de la conjoncture, ainsi que celle de l'inflation, fait l'objet du chapitre 4.2, les chapitres suivants étant consacrés à la politique monétaire de la Banque nationale.

4.1.2 *La croissance économique*

Durant les vingt-cinq années qui se sont écoulées de 1980 à 2005, le produit intérieur brut (PIB) de la Suisse a augmenté de 1,5% en moyenne par an, tandis qu'il progressait de 0,8% par habitant. Sa croissance a donc été nettement inférieure à la moyenne de celle des pays industriels et clairement plus faible que celle de ses voisins directs.

Il convient néanmoins de préciser que, dans le cas de la Suisse, le PIB réel ne constitue pas le meilleur étalon de mesure pour déterminer le niveau de prospérité. Car, même si l'on fait abstraction d'autres indicateurs de qualité de vie, il existe dans son cas deux sources de revenus qui expliquent que la croissance du PIB sous-estime la hausse effective du niveau de vie. D'une part, le PIB ne tient pas compte des revenus nets provenant de l'étranger, qui jouent un rôle important en raison de l'ampleur des avoirs extérieurs de la Suisse. D'autre part, les termes de l'échange (*terms of trade*) se sont nettement améliorés en vingt-cinq ans. Autrement dit, la Suisse a consacré moins de ressources à ses importations, ce qui équivaut à une augmentation de sa productivité². De telles corrections ne font néanmoins que réduire un retard de croissance et ne sauraient le combler. Même si l'on prend en considération les deux facteurs évoqués, la Suisse demeure au nombre des pays industriels qui ont connu la croissance économique la plus faible.

L'évolution de l'économie de 1980 à 2005 peut se diviser grosso modo en deux phases distinctes. Durant les années quatre-vingt, l'économie suisse a progressé presque au même rythme – 2,2% l'an – que les autres pays d'Europe. Le début de la décennie suivante a vu s'amorcer une phase d'atonie caractérisée par des taux d'expansion sensiblement plus bas, de sorte que l'augmentation annuelle moyenne du PIB n'a atteint que 1,1% entre 1990 et 2005. Les composantes de la croissance montrent que c'est surtout le facteur travail (nombre d'heures travaillées) qui a diminué. On observe également, quoique dans des proportions moindres, un recul du facteur capital. En revanche, la croissance de la productivité totale des facteurs³, qui reflète la contribution du progrès technique, n'a guère varié.

² Kohli (2004).

³ Fox et Zurlinden (2006).

La diminution du facteur travail a résulté de ce que le nombre d'heures travaillées, qui avait progressé entre 1980 et 1990, a chuté de 1990 à 2005. Voilà un constat surprenant, dans la mesure où la population, tout comme le nombre de personnes en âge de travailler, ont augmenté durant cette phase. Il en est allé de même du taux d'activité, c'est-à-dire du pourcentage de personnes actives (salariés et chômeurs). Par contre, la nette diminution de la durée moyenne de travail des personnes occupées a agi en sens opposé, diminution qui s'explique non seulement par le pourcentage croissant des emplois à temps partiel, mais encore par la réduction de la durée de travail des salariés occupés à plein temps. Enfin, tout en restant modéré en comparaison internationale, le taux de chômage a lui aussi augmenté.

Les raisons de l'atonie des années nonante prêtent aujourd'hui encore à controverse. Dans un premier temps, elle a été assimilée à un phénomène conjoncturel imputable à la faiblesse de la croissance économique à l'étranger et à la politique monétaire restrictive de la Banque nationale. Mais plus elle s'est prolongée, plus l'avis s'est imposé que ces facteurs, dont l'effet ne pouvait être que temporaire, ne constituaient pas une explication suffisante. Ces dernières années par conséquent, on a de plus en plus souvent invoqué les conditions-cadres, notamment les mesures de politique sociale créant des incitations au travail négatives, la charge croissante des impôts et des taxes ainsi que des restrictions à la concurrence⁴.

4.1.3 Les mutations structurelles

Malgré une croissance modeste, la Suisse a connu durant la période considérée de profondes mutations structurelles. En premier lieu, la tendance consacrant le passage de l'économie industrielle au tertiaire s'est poursuivie. En 1980, 55% des personnes actives travaillaient dans les services, 38% dans le secteur secondaire et le reste, soit 7%, dans l'agriculture. En 2005, ces proportions s'établissaient respectivement à 73%, 24% et 4%. Toutes les branches principales de l'industrie ont vu baisser le nombre de leurs emplois. Pourtant, la production industrielle a augmenté, ce qui s'est traduit par un net redressement de la productivité du travail. Si l'emploi a diminué aussi dans certains services, par exemple dans l'hôtellerie et la restauration, il n'en a pas moins progressé dans la plupart des branches du tertiaire, surtout dans les métiers de la santé, de l'enseignement et des services dédiés aux entreprises (l'informatique notamment). L'emploi a marqué également une nette hausse dans les banques, mais cette évolution s'est

4 Kohli (2005), pour la liste des facteurs possibles.

interrompue à la fin des années nonante, ces établissements commençant à réduire leurs effectifs à partir de 2000.

A cette mutation vers la société tertiaire, commune à l'ensemble des pays industriels parvenus à maturité, s'ajoute l'intensification du processus d'intégration internationale de l'économie. Depuis toujours, ce petit pays qu'est la Suisse affiche un niveau d'échanges élevé en proportion de son PIB. Pour ce qui est des biens, le pourcentage moyen des importations et des exportations par rapport au PIB a passé de 30% en 1980 à 34% en 2005. Quant aux services, leur progression, partie d'un niveau plus bas, fut encore plus vigoureuse. Ces chiffres reflètent une division du travail accrue sur le plan international, conséquence elle-même d'une baisse des coûts des transports et de l'information. A cela s'ajoute l'ouverture des marchés, qui a engendré une forte expansion du commerce extérieur, en particulier avec les pays d'Europe orientale et d'Asie du Sud-Est. Les avoirs de la Suisse à l'étranger ont enregistré eux aussi une nette augmentation, d'où les excédents élevés de la balance des transactions courantes. En d'autres termes, la Suisse a épargné nettement plus qu'elle n'a investi dans le pays, plaçant le surplus à l'étranger sous forme d'investissements directs et d'investissements de portefeuille. Le niveau habituellement élevé des excédents de sa balance des transactions courantes est demeuré une spécificité de l'économie helvétique en comparaison internationale.

Les entreprises ont connu elles aussi des mutations profondes. Traditionnellement, la taille des entreprises du secteur tertiaire est inférieure, en moyenne, à ce qu'elle est dans l'industrie. La tertiarisation des activités économiques a donc engendré à la fois une multiplication des entreprises et une diminution de leur taille moyenne. Quant aux grandes sociétés, à vocation internationale pour la plupart, elles ont aussi traversé des restructurations fondamentales, en témoigne notamment la composition du *Swiss Market Index* (SMI), créé en 1988, qui groupe les cotations boursières des principales sociétés suisses. La plupart des changements intervenus ont résulté de fusions et de rachats. C'est ainsi que Ciba-Geigy et Sandoz se sont fondues dans Novartis en 1996. Deux ans plus tard, l'Union de Banques Suisses et la Société de Banque Suisse s'unissaient sous la bannière UBS. D'autres entreprises cotées au SMI ont fusionné avec de grandes sociétés étrangères, dont BBC, qui s'est alliée avec le suédois ASEA pour former ABB en 1988, ou encore Adia, qui a fondé Adecco en 1996 avec le français Ecco. Ont par contre notamment disparu du SMI Winterthur-Assurances, la Banque Populaire Suisse, Elektrowatt et Jacobs Suchard. Les deux premières ont été reprises par le Crédit Suisse (devenu plus tard Credit Suisse Group), tandis que les deux autres ont été

rachetées respectivement par Siemens et Philip Morris. Parmi les entreprises qui les ont remplacées dans le SMI, on trouve des sociétés issues de la scission de grands groupes: Syngenta (2000; *spin-off* de Novartis et AstraZeneca), Givaudan (2000; *spin-off* de Roche), Ciba SC (1997; *spin-off* de Novartis) et Lonza (1999; *spin-off* d'Algroup). D'autre part, un certain nombre d'entreprises dont la valeur en Bourse avait considérablement grimpé dans les années nonante ont trouvé leur place dans le SMI, en particulier des sociétés actives dans la technologie (Kudelski, Serono, Synthes-Stratec), l'industrie du luxe (Richemont, Swatch) et les services financiers (Bâloise, Julius Baer).

La mutation structurelle d'envergure, qui s'est faite au détriment du secteur industriel et de l'agriculture, n'a pas provoqué de forte hausse du chômage, ce qui témoigne de la flexibilité du marché suisse du travail. Si le taux des sans-emploi a fait un bond durant la récession du début des années nonante sans plus jamais revenir à ses plus bas niveaux, cela s'explique avant tout par une modification du cadre légal. Le faible chômage des années septante et quatre-vingt résultait pour l'essentiel d'un taux d'activité en dents de scie. Les femmes en particulier, qui contribuent fortement au taux élevé de l'emploi à temps partiel de ce pays, se sont retirées de la vie active dans les années de récession, et les travailleurs étrangers, qui occupaient déjà près du quart des emplois à l'époque, sont retournés dans leurs pays d'origine. Cette évolution a changé au fil des ans, avec notamment le développement de l'assurance-chômage (plus exactement la prolongation de la durée d'indemnisation) et l'amélioration du statut des travailleurs étrangers. Contrairement aux années septante, ces derniers n'étaient plus, dans les années nonante, de simples saisonniers ou titulaires d'une autorisation de travail à l'année, mais disposaient d'un permis d'établissement qui les assimilait aux salariés suisses sur le marché du travail. Il en a résulté une hausse du chômage structurel.

4.1.4 L'Etat et la politique économique

Le débat sur les réformes structurelles, que les pays anglo-saxons surtout avaient engagé dès les années quatre-vingt, a été lancé en Suisse avec un temps de retard et n'a porté que très lentement ses fruits. A cela, il y a semble-t-il deux raisons: d'un côté, la Suisse jouissait d'un niveau de vie élevé, de sorte que, très longtemps, on n'a pas jugé urgent de procéder à des changements; de l'autre, le fédéralisme et la démocratie directe s'opposent à une modification rapide de la politique économique. En outre, des comparaisons avec d'autres pays ont montré que l'atonie de la croissance helvétique de même que la cherté des prix en Suisse ne pouvaient s'expliquer uniquement par le

niveau de vie du pays et laissaient bien davantage conclure à un manque de concurrence. La Suisse disposait certes d'une économie d'exportation compétitive et capable de s'imposer sur les marchés mondiaux. Mais parallèlement existait une économie intérieure, englobant le commerce, l'industrie et l'artisanat, l'agriculture ainsi que le secteur public, émaillée d'obstacles à la concurrence. La levée de ces restrictions promettait donc d'imprimer un regain d'efficacité à l'économie, de faire baisser les prix et de stimuler la croissance⁵.

Au début des années nonante, la plupart des partisans de réformes structurelles en Suisse fondaient leurs espoirs sur l'Espace économique européen (EEE). Négocié entre la CE et l'AELE, ce traité visait à étendre le grand marché intérieur européen aux pays de l'AELE. En contrepartie, ces derniers acceptaient de reprendre l'essentiel du droit communautaire. Sachant que le marché commun reposait sur la garantie de la libre circulation des biens, des capitaux et des personnes, l'EEE était pour la Suisse porteuse de la promesse de réformes substantielles dans de nombreux domaines. Pourtant, la votation populaire du 6 décembre 1992 scella de justesse l'échec de l'EEE et mit fin à cet espoir, contraignant les responsables de la politique économique helvétique à entreprendre de façon autonome des réformes internes pour ouvrir le marché intérieur.

Au début de 1993, le Conseil fédéral arrêta un plan d'action en trois points. Primo, un volet du programme «Eurolex», consistant en une série de modifications législatives préparées en vue de l'adhésion à l'EEE, fut rebaptisé «Swisslex», soumis au Parlement, puis mis en vigueur sans délai. Le Conseil fédéral considérait cette étape avant tout comme un préalable à l'ouverture de négociations bilatérales avec l'UE. Secundo, l'exécutif présenta, sous le nom de programme de revitalisation, un ensemble de propositions destinées à relancer l'économie de marché en luttant contre le cloisonnement du marché intérieur, en démantelant les obstacles à la concurrence et en renforçant la place économique suisse. Ce programme englobait notamment la révision totale de la législation sur les cartels, la création d'une loi fédérale sur le marché intérieur et l'application de la loi fédérale sur les entraves techniques au commerce, qui entrèrent en vigueur en 1996. La loi sur le marché intérieur visait à éliminer les restrictions de droit public à la liberté d'accès au marché (levée des restrictions à la concurrence en matière de marchés publics,

5 Voir les rapports annuels par pays de l'OCDE et le rapport sur la croissance du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO), Département fédéral de l'économie (2002). Nicoletti, Scarpetta et Boylaud (1999), pour une étude comparative d'indicateurs collectifs de régulation des marchés dans les pays de l'OCDE.

reconnaissance réciproque des diplômes), complétant ainsi la loi sur les cartels, axée quant à elle sur la suppression des restrictions à la concurrence dans le secteur privé⁶. Le troisième point de la stratégie du Conseil fédéral consistait à entamer avec l'UE des négociations sectorielles. Il en a résulté deux paquets d'accords bilatéraux portant sur un grand nombre de dossiers, parmi lesquels on retiendra tout particulièrement l'instauration progressive de la libre circulation des personnes et l'accord sur la fiscalité de l'épargne. En 2000 puis en 2005, le peuple suisse accepta à une nette majorité tous les projets d'accords bilatéraux contre lesquels des référendums avaient été lancés.

Les autres domaines dans lesquels les réformes de l'économie de marché ont avancé sont l'agriculture et les services publics de réseaux. En matière de politique agricole, les garanties de quantité et de prix accordées par l'Etat ont été abandonnées dans les années nonante, et les pertes de revenus en découlant ont été compensées en partie par un relèvement des paiements directs. Quant à la question des services publics de réseaux, elle mettait essentiellement en jeu les télécommunications et le marché de l'électricité. L'accès au marché des télécommunications a été libéralisé par étapes à partir de 1998. Une démarche analogue fut envisagée pour le marché de l'électricité, mais le projet échoua devant le souverain en 2002. Si la déréglementation des chemins de fer et de la Poste a été plus longue à s'amorcer, ces entreprises publiques n'en ont pas moins été incitées à s'aligner sur le marché. Contrairement à ce qui s'était passé dans bon nombre d'autres pays, les services publics de réseaux ont été maintenus en Suisse sous le contrôle de l'Etat. Après la scission des PTT en deux entreprises distinctes – Poste et télécommunications –, la Confédération est devenue actionnaire majoritaire de Swisscom, entrée en Bourse en 1998. Les CFF et la Poste sont restés la propriété de la Confédération, tandis que les sociétés d'électricité demeuraient en général dans le giron des cantons et des communes.

Le bas niveau de la quote-part de l'Etat, qui se définit comme le rapport entre les dépenses des collectivités publiques et le PIB, a longtemps constitué l'un des atouts de l'économie suisse. Dans les années nonante, ce chiffre était encore inférieur à la quote-part moyenne des pays industriels, mais l'écart s'est mis alors à se réduire sensiblement. Tandis que les autres pays réussissaient à abaisser ou, du moins, à stabiliser leur quote-part, la Suisse, elle, voyait la sienne continuer à augmenter. Ce qui était par ailleurs préoccupant, c'est que cette augmentation des charges publiques était surtout le fait des

6 Ces deux lois n'ont pas répondu aux espoirs placés en elles. La loi sur les cartels et la loi sur le marché intérieur ont été renforcées respectivement en 2004 et en 2006.

dépenses liées aux assurances sociales, alors que les investissements et les dépenses d'enseignement, facteurs de croissance économique, étaient en recul⁷.

Côté recettes, la quote-part fiscale (rapport entre les recettes tirées des impôts et le PIB) a nettement augmenté dans les années nonante. Au même titre que la quote-part de l'Etat, elle s'est certes maintenue au-dessous de la moyenne des pays industriels, mais la différence a fondu rapidement. Parmi les changements apparus dans le système fiscal, il y a lieu de relever surtout le passage en 1995 de l'impôt sur le chiffre d'affaires (ICHA) à la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) après trois rejets successifs par le peuple (1977, 1979 et 1991). La TVA portant à la fois sur les biens et les services, son adoption a permis d'élargir l'assiette fiscale et de supprimer en bonne partie la double imposition des investissements inhérente au régime de l'ICHA. Quant au droit de timbre perçu sur les opérations sur titres et certaines primes d'assurance, il a fait l'objet de plusieurs révisions destinées à prévenir la poursuite de l'exode vers l'étranger des transactions soumises à l'impôt. Il n'a cependant pas été complètement supprimé.

En dépit de l'augmentation de la quote-part fiscale, les recettes n'ont pas progressé au même rythme que les dépenses, de sorte que la dette publique s'est accrue rapidement. Les premiers responsables en furent la Confédération et les cantons, alors que les communes exerçaient un meilleur contrôle sur leurs finances. Afin d'enrayer la croissance de leur endettement, la Confédération et plusieurs cantons ont mis en place des mécanismes institutionnels pour maîtriser leurs budgets. Une étape importante a constitué ce qu'il est convenu d'appeler le frein à l'endettement, ancré en 2001 dans la Constitution fédérale. Ce mécanisme exige que le plafond autorisé des dépenses soit fixé sur la base des recettes estimées, corrigées des variations de la conjoncture. Il vise donc à compenser les déficits en période de récession par des excédents en phase de croissance économique. Le frein à l'endettement est conçu de telle manière qu'il ne fasse pas obstacle à une contribution (passive) de la politique budgétaire à la stabilisation de la conjoncture.

7 Commission pour les questions conjoncturelles (2004), *L'évolution à long terme des finances fédérales*, chapitre 3 du rapport annuel.

4.2 L'évolution de la conjoncture

ANNE KLEINWEFERS LEHNER

Les mutations structurelles et les processus d'ajustement qui viennent d'être décrits ont été occultés par trois cycles conjoncturels. Le premier, classique, a recouvert en gros les années quatre-vingt. A une faible récession au début de la décennie a succédé une longue phase d'essor qui a culminé dans la surchauffe assortie d'une forte hausse des prix. Une politique monétaire restrictive, axée sur la lutte contre l'inflation, a mis un terme à cette période.

Le deuxième cycle, dans les années nonante, a été marqué quant à lui par une évolution à maints égards insolite. Il a commencé par une période d'atonie qui a duré six ans et laissé des séquelles profondes sur le marché du travail et dans les finances publiques. La Suisse a éprouvé alors quelque peine à renouer avec le niveau élevé de la croissance des années quatre-vingt. Contrairement à ce qui s'était alors passé, l'inflation est restée faible durant cette seconde phase de haute conjoncture. C'est d'ailleurs moins le cours restrictif de la politique monétaire que le fléchissement de la demande étrangère et, en fin de compte, les événements du 11 septembre 2001, qui ont mis un terme à ce cycle. L'année 2002 peut donc être considérée comme consacrant le début d'un troisième cycle.

4.2.1 *Le premier cycle: de 1982 à 1990*

La conjoncture suisse a amorcé en 1982 une légère récession, alors que la phase d'essor de cinq ans qui l'avait précédée avait déjà ralenti. Cet accès de faiblesse est cependant beaucoup moins marqué que le net repli des années 1974 à 1976⁸. Il concerne, à partir de 1982, aussi bien la demande indigène que la demande d'exportations. Après une forte expansion des liquidités à la fin des années septante, la Banque nationale a opté en 1980 pour une politique monétaire restrictive. Dès lors, sous l'influence de taux d'intérêt orientés à la hausse, l'investissement a reculé, et la construction, jusque-là dynamique, est tombée au point mort. Simultanément, l'affaiblissement de la conjoncture à l'échelle mondiale a provoqué une baisse des exportations suisses.

Au milieu de 1983, cette récession était surmontée, et le repli de l'inflation, de 5,6% à 3%, a permis de relâcher les rênes de la politique monétaire. Le redressement conjoncturel a également été favorisé par le programme d'impulsion lancé par la Confédération, qui profita surtout à la construction. Les investissements en biens d'équipement connurent eux aussi une vigoureuse

8 Pour une étude comparative des deux récessions, voir par exemple OCDE (1985), pp. 8ss.

reprise. La relance est donc venue de la demande intérieure, tandis que les exportations ne progressaient guère. Puis, la conjoncture internationale amorçant une reprise, les exportations, confortées de surcroît par la fermeté du dollar des Etats-Unis, marquèrent une nette expansion les deux années suivantes. Conjuguées à la forte demande intérieure, elles ont contribué au rétablissement de la haute conjoncture en 1985.

Durant les années 1986 et 1987, les exportations helvétiques ont subi un fort tassement, imputable à l'affaiblissement du dollar. Après s'être revalorisé constamment depuis 1980, le billet vert avait en effet marqué un net fléchissement au printemps 1985. Mais grâce à une demande intérieure soutenue, la Suisse n'a subi qu'une légère baisse de croissance en 1986 et en 1987. Les capacités de production étaient quasiment saturées du fait de la forte croissance qui s'était manifestée en 1984 et en 1985, ce qui incita les entreprises à accélérer le rythme de leurs investissements. Tant les investissements en biens d'équipement que les constructions à usage artisanal et industriel ont alors enregistré une croissance vigoureuse, tandis que la consommation, dopée par la hausse de l'emploi et des revenus en termes réels, restait soutenue.

Au début de 1987, la demande indigène a montré des signes d'essoufflement, alors que les exportations continuaient de piétiner. De son côté, le dollar a poursuivi sa chute, incitant les banques centrales à procéder à des achats de soutien. La Banque nationale s'associa au mouvement et abaissa au surplus son taux d'escompte et son taux lombard. L'incertitude occasionnée par l'évolution de la conjoncture et l'agitation qui s'était emparée des marchés des changes provoquèrent en octobre 1987 un effondrement des cotations à la Bourse de New York. Vu l'étroite imbrication des marchés financiers internationaux, la vague de ventes de titres gagna rapidement l'ensemble des places boursières. Partout dans le monde, les autorités monétaires réagirent par des injections massives de liquidités. La Banque nationale elle aussi approvisionna abondamment le système bancaire en numéraire et abaissa une fois de plus ses taux.

A la fin de 1987, les perspectives conjoncturelles apparaissaient donc extrêmement précaires. Le dollar s'affaiblissait toujours davantage, et la confiance des investisseurs et des consommateurs avait été ébranlée par le krach boursier. Or, contrairement à ce que prévoyaient de nombreux observateurs, l'économie n'était pas en train de glisser dans la récession. Au contraire, elle s'est rapidement redressée et avec vigueur⁹. L'investissement a repris, stimulé par le bas niveau des taux d'intérêt et le taux élevé d'utilisation des capacités de production. Soutenues par la hausse de la demande étrangère et

9 OCDE (1989), pp. 9ss.

la faiblesse du franc, les exportations enregistrèrent elles aussi une progression. Enfin, la consommation des ménages profita de la vive progression de l'emploi. Le redressement économique qui s'opérait ainsi sur un large front amena la Banque nationale à revenir sur les baisses de taux qu'elle avait consenties antérieurement.

La politique monétaire ne réussit cependant pas à freiner suffisamment une économie qui tournait à plein régime et qui, parvenue au terme d'une longue phase d'essor, touchait aux limites de ses capacités¹⁰. Un certain nombre de marchés montraient des signes de surchauffe; une grave pénurie de main-d'œuvre sévissait sur le marché du travail, la construction prospérait, et les prix de l'immobilier flambaient. A fin 1989, l'inflation atteignait 5%.

Ce n'est que dans le courant de l'année 1990 que la croissance ralentit sous l'influence du resserrement, désormais sensible, de la politique monétaire. Si la consommation continuait de progresser à peu près au même rythme que les années précédentes, les investissements en biens d'équipement et surtout en constructions marquèrent en revanche nettement le pas. La forte hausse des taux d'intérêt, la cherté de la construction, de même que les arrêtés fédéraux urgents destinés à enrayer le boom de la construction, ont commencé alors à entraver l'activité dans cette branche. Les exportations suisses pour leur part ont tenu bon: alors que l'ensemble de la situation géopolitique se détériorait au lendemain de l'invasion du Koweït par l'Irak, la Suisse a profité du fait que l'économie allemande connaissait une forte croissance dans le contexte favorable qui a suivi la chute du mur de Berlin. Malgré le ralentissement de la conjoncture, l'inflation s'est révélée étonnamment tenace. L'année précédente, elle s'était surtout reflétée dans la hausse des prix à l'importation, due à la faiblesse du franc, mais elle a enregistré par la suite une nette recrudescence sous l'effet des augmentations de loyers et de salaires.

4.2.2 *Le deuxième cycle: de 1991 à 2001*

Bien que de nombreux indicateurs aient annoncé un refroidissement de la conjoncture dès l'été 1990, le repli qui s'ensuivit a pris la Suisse au dépourvu. Six années de marasme changeront profondément ce pays¹¹. Son retard de croissance par rapport à d'autres pays l'avait relégué loin derrière en termes de prospérité, le chômage ne retomba plus à son niveau antérieur – très faible –, et les finances publiques, jusqu'alors saines, échappèrent au contrôle des autorités.

¹⁰ C'est la conclusion qu'en tire par exemple OCDE (1989), pp. 42ss et (1990), pp. 37ss.

¹¹ Pour une analyse de cette période, voir par exemple OCDE (1997), pp. 1ss.

La forte inflation qui persistait contraignit la Banque nationale à maintenir une politique restrictive. Ce sont en particulier les investissements en constructions, largement financés par le crédit, qui eurent à souffrir des taux d'intérêt élevés. L'immobilier amorça une correction prononcée des excès passés, qui débouchera dans cette branche et dans la construction sur une crise profonde et durable. En chute libre, les prix des immeubles ont pesé sur les bilans des entreprises et sur la situation financière des ménages. L'effondrement du marché immobilier laissera des séquelles dans les bilans des établissements bancaires et provoquera une crise dans les banques régionales. Il faudra attendre la fin des années nonante pour que ces difficultés soient surmontées (7.3.3).

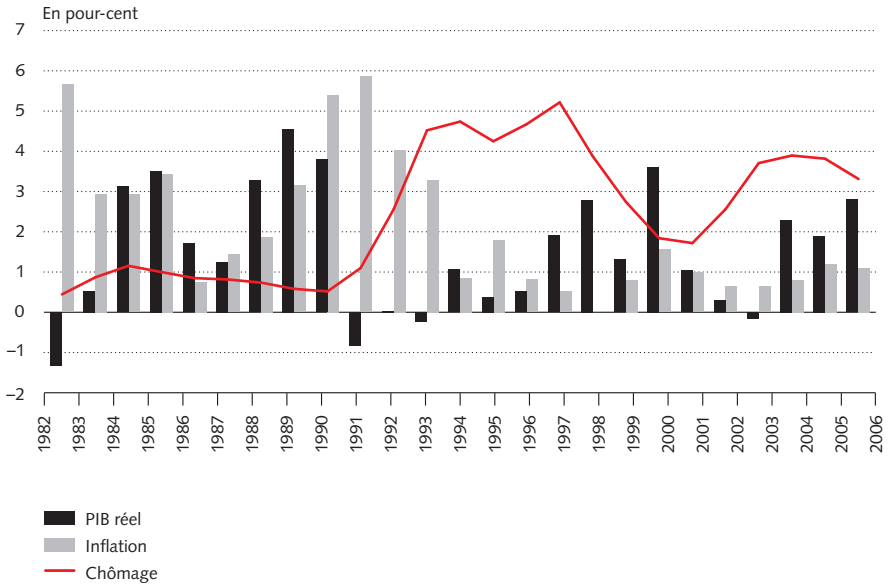
Outre le niveau élevé des taux d'intérêt, le pessimisme conjoncturel affiché par les chefs d'entreprises a également pesé sur les investissements en biens d'équipement. La consommation privée a diminué à son tour avec le décalage habituel en matière de conjoncture, les consommateurs étant sous le coup de la crise immobilière et d'un chômage qui montait en flèche. Dès le milieu de 1991, le nombre des sans-emploi a dépassé le pic atteint au début des années quatre-vingt, et le chômage a poursuivi son mouvement ascendant¹². Vu la faiblesse de la conjoncture internationale, les impulsions positives qui pouvaient émaner des exportations sont devenues insignifiantes.

L'inflation a réagi au resserrement de la politique monétaire avec un retard inhabituel. Le franc lui-même ne s'est pas revalorisé comme il avait jusqu'alors coutume de le faire en période de restriction monétaire. Quand le renchérissement finit par ralentir, au milieu de 1992, la Banque nationale amorça un assouplissement de sa politique. Quasiment au même moment, le franc entamait une remontée qui, dès lors, sera continue jusqu'à la fin de 1995. En 1992 et 1993, les turbulences qui se manifestèrent au sein du Système monétaire européen (SME) lui firent en effet subir des pressions à la hausse. Les deux années suivantes seront marquées par l'effritement du dollar, sur fond de regain de tensions au sein du SME en 1995.

Au terme de trois années de récession, une reprise s'est dessinée vers la fin de 1993 à la faveur d'une progression de la demande d'exportations. Des perspectives conjoncturelles plus souriantes à l'échelle du globe, mais aussi des besoins de rattrapage longtemps accumulés, encourageaient alors les entreprises à investir. Les investissements en constructions n'ont toutefois profité que temporairement des mesures de soutien de l'Etat. Il n'empêche que la

12 A propos de la détérioration massive sur le marché du travail, voir par exemple OCDE (1993), pp. 66ss.

Graphique 4.1
Croissance économique, inflation et chômage



Sources: BNS, Bulletin mensuel (diverses années). BNS, Bulletin mensuel de statistiques économiques (diverses années).

reprise fut assez forte pour entraîner une légère amélioration sur le marché du travail. Le recul du chômage et la hausse des revenus réels induite par la baisse de l'inflation relancèrent la consommation. En 1994, pour la première fois depuis 1990, l'économie suisse, soutenue à la fois par la demande étrangère et la demande intérieure, retrouvait le chemin de la croissance.

Mais cette embellie conjoncturelle demeurera de courte durée, en raison probablement de conditions monétaires qui, rétrospectivement, peuvent apparaître comme trop restrictives. A partir du milieu de 1994, les taux d'intérêt réels se sont situés à un très haut niveau du fait de la baisse marquée de l'inflation, et le franc suisse a continué à se revaloriser. La conjoncture n'a pas reçu non plus de soutien de la part des politiques budgétaires et structurelles. Les finances publiques s'étaient en effet rapidement détériorées, ce qui avait amené depuis 1992 la Confédération et les cantons à mettre en œuvre divers programmes d'assainissement. Si incontournables qu'aient été ces mesures, les impulsions qu'elles ont transmises à la conjoncture se sont révélées, dans un premier temps, plutôt contre-productives. Quant aux réformes structurelles envisagées après le refus opposé à l'Espace économique européen (EEE), elles n'ont progressé que très lentement.

Les années 1995 et 1996 ont donc été marquées par la stagnation. Dans un contexte d'affaiblissement de la conjoncture en Europe et de fermeté du franc suisse, les exportations n'ont que faiblement contribué à la croissance. En Suisse, la consommation a pâti des suppressions d'emplois et de la baisse des revenus réels. Le relèvement des impôts, des cotisations d'assurances sociales et des primes d'assurance-maladie ont constitué autant de facteurs supplémentaires d'érosion du pouvoir d'achat. La crise dans la construction a repris de plus belle après le feu de paille de 1994. Les investissements en biens d'équipement sont demeurés l'unique pilier de la demande sur le plan domestique. Face à des capacités de production sous-utilisées, ces investissements ont porté avant tout sur la modernisation et la rationalisation des équipements, soulignant ainsi le souci des entreprises de réagir à la pression accrue de la concurrence internationale.

La Banque nationale ayant assoupli sa politique au printemps de 1995, le cours du franc a commencé à se normaliser vers la fin de cette même année. Il faudra cependant attendre 1997 pour que se produise enfin un retournement de la conjoncture. Stimulées par la reprise internationale et une dépréciation du franc, les exportations sont reparties nettement à la hausse, tandis que la demande domestique restait atone. Le taux de chômage a fini par atteindre son pic en juin 1997, puis s'est mis à baisser. Dans le génie civil, la situation s'est stabilisée vers la fin de l'année à la faveur d'une progression des commandes de l'Etat faisant suite à un programme d'impulsion arrêté au printemps. Mais en 1998 l'économie mondiale sera de nouveau assombrie par les crises d'Asie du Sud-Est et de Russie, de même que par l'effondrement des marchés boursiers internationaux qui en résultera. Le repli sur le front des exportations n'a pas épargné la Suisse. La baisse de la demande étrangère a été toutefois compensée par un raffermissement de la demande domestique. La consommation, en particulier, est restée soutenue grâce à la fois au recul du chômage et à l'augmentation des revenus réels disponibles. Parallèlement, les investissements en biens d'équipement ont connu une reprise vigoureuse, provoquant du même coup une extension des capacités de production.

Les crises asiatique et russe ont pu être surmontées dans le courant de l'année 1999, et les marchés financiers eux-mêmes se sont ressaisis rapidement, grâce notamment à des injections massives de liquidités de la part des banques centrales. La demande étrangère s'est raffermie, si bien que, durant cette phase, toutes les composantes du PIB ont concouru à la croissance. Il convient de noter la dynamique ininterrompue des investissements en biens d'équipement, en particulier dans les technologies de l'information et des

télécommunications (TIC). Porté par des espoirs euphoriques, un véritable boom a gagné cette branche. Dans l'ensemble, avec un taux de croissance supérieur à 3%, la Suisse a connu en 2000 une période de haute conjoncture, la première depuis dix ans¹³.

Etant donné que la Banque nationale soutenait depuis le printemps de 1995 la reprise de l'économie par une politique monétaire expansionniste, des risques d'inflation ont réapparu en 2000 à mesure qu'augmentait l'utilisation des capacités de production. L'institut d'émission a alors réagi en relevant ses taux par étapes, amenant par là même le franc à se revaloriser par rapport à l'euro.

Au second semestre, l'économie américaine a perdu de son élan en raison de la politique restrictive menée par la Réserve fédérale. Ce ralentissement de la conjoncture a gagné l'Europe au début de 2001. En Suisse, les exportations et – par suite d'une détérioration des perspectives – les investissements en biens d'équipement (y compris les investissements en TIC, qui avaient explosé deux ans auparavant) ont diminué, tandis que la consommation restait soutenue. Les attaques terroristes lancées contre les Etats-Unis le 11 septembre 2001 ont porté un coup sévère à la conjoncture et aux marchés financiers internationaux. Une fois de plus, les banques centrales ont injecté des liquidités et procédé à des baisses massives de taux d'intérêt. C'est ainsi que, durant la phase de décélération qui s'est amorcée, la Banque nationale a ramené ses taux à un niveau proche de zéro pour-cent (4.4.4).

4.2.3 La conjoncture à partir de 2002

Après les attentats de septembre 2001, l'ultime contribution encore apportée à la croissance par la consommation a disparu à son tour. L'économie s'est enfoncée dans la stagnation, puis dans la récession. En 2002 et 2003, tant la demande intérieure que la demande étrangère sont demeurées léthargique. La faiblesse de l'économie mondiale et la fermeté du franc jusqu'au printemps de 2003 ont pesé sur les exportations suisses. La consommation et les investissements ont pâti respectivement du chômage, en forte hausse de fin 2001 à fin 2003, et du climat de morosité qui sévissait dans les entreprises.

Les signes d'une reprise de la conjoncture se sont multipliés à partir du milieu de 2003. C'est surtout des Etats-Unis et d'Asie qu'ont émané des impulsions positives, tandis que l'amélioration de la situation en Europe était encore bien hésitante. Une embellie de la conjoncture a également été annoncée par les marchés internationaux des actions qui, après trois années

13 OCDE (2000), p. 25.

de fléchissement, ont commencé à se redresser. Sur les marchés des changes, la politique expansionniste de la Banque nationale a fini par provoquer un recul du franc face à l'euro.

Portée par les exportations, la reprise ne s'est étendue qu'avec peine à la demande intérieure. Elle était en effet trop modérée au début pour engendrer une amélioration notable sur le marché du travail. Mais la faiblesse de la conjoncture n'a vraisemblablement pas été seule à freiner la création de postes de travail en Suisse; la forte pression de la concurrence internationale dans une économie mondialisée a également dû jouer un rôle. On a observé un phénomène analogue du côté des investissements en biens d'équipement, qui se sont certes rétablis, mais moins bien que lors des reprises précédentes. Là encore, l'âpreté de la concurrence internationale entre sites de production en est probablement l'explication. C'est ainsi que la consommation et les investissements en biens d'équipement ont eu du mal à décoller jusque dans une période avancée de l'année 2005. La seule composante dynamique de la demande intérieure a été la construction de logements, qui a progressé nettement grâce au très bas niveau des taux d'intérêt. En 2006, la conjoncture s'est en revanche animée sensiblement dans les pays industriels, bien que les prix du pétrole et des produits énergétiques aient augmenté vigoureusement. Quant à la Suisse, elle a aussi connu une activité économique en forte progression, activité qui a influé en fin de compte sur le marché du travail.

4.3 La masse monétaire comme objectif intermédiaire

MICHEL PEYTRIGNET

4.3.1 Introduction

La Constitution fédérale donne à la Banque nationale suisse (BNS) la mission de mener «une politique monétaire servant les intérêts généraux du pays»¹⁴. Cette notion n'était pas définie plus précisément dans la loi de 1953 sur la Banque nationale, qui reprenait tels quels les termes de la Constitution à son article 2, alinéa 1. Avec l'entrée en vigueur, le 1^{er} mai 2004, de la nouvelle loi sur la Banque nationale (LBN), ce mandat a été précisé à l'article 5, alinéa 1 (9.6.3). Jusqu'à cette date, la Banque nationale a dû définir elle-même

14 Art. 39, al. 3, de la Constitution de 1874 (aCst.); dès 2000, art. 99, al. 2, de la Constitution de 1999 (Cst.)

ce qu'il fallait entendre par «servir les intérêts généraux du pays». Depuis la dernière guerre déjà¹⁵ et notamment après l'abandon par la Suisse, le 23 janvier 1973, du régime des changes fixes de Bretton Woods, la Banque nationale opta pour le principe selon lequel la politique monétaire servait au mieux «les intérêts généraux du pays» lorsqu'elle se consacrait avant tout au maintien du pouvoir d'achat de la monnaie, c'est-à-dire lorsqu'elle assurait la stabilité des prix. Cependant, la stabilité des prix, qui exclut aussi bien l'inflation que la déflation, n'a jamais été perçue comme une fin en soi, mais seulement comme un facteur nécessaire à l'établissement de conditions-cadres qui permettent à une économie de se développer selon son potentiel. Cette interprétation informelle du mandat de la Banque nationale a toujours bénéficié d'un large soutien populaire et a prévalu lors de la définition de ce mandat dans la nouvelle loi.

Après le passage aux changes flottants en 1973, la Banque nationale fut en mesure de concevoir et de mettre en œuvre une politique monétaire autonome. Dès 1975, elle adopta une stratégie fortement influencée par le débat «règle contre discrétion» qui mobilisait alors le monde universitaire¹⁶. Les termes «règle» et «discrétion» peuvent avoir dans la pratique un sens assez différent de celui qui leur est attribué dans la littérature scientifique. On entend généralement par règle l'utilisation systématique des données et des informations qui découlent d'un ensemble d'indicateurs présélectionnés, afin de déterminer l'action de la banque centrale de manière cohérente dans le temps. Depuis 1975, la politique monétaire de la Banque nationale s'inspira de cette définition, et un ensemble de principes furent rendus publics. Ces principes devaient assurer une logique intertemporelle dans le processus de prise de décision de l'institut d'émission, tout en lui permettant de réagir, avec une certaine souplesse, aux événements qui se présentaient. Plus concrètement, la Banque nationale adopta une stratégie de politique monétaire fortement imprégnée de principes monétaristes, lesquels représentaient le courant de pensée dominant de la théorie monétaire de l'époque¹⁷. Ce faisant, elle fut l'une des premières banques centrales, avec la Banque fédérale d'Allemagne, à choisir une stratégie fondée sur une règle monétaire¹⁸.

15 BNS (1982), p. 97.

16 Voir par exemple Friedman (1960), pp. 77–101, Kydland et Prescott (1977), Barro (1986), McCallum (1987), McCallum (1989), pp. 237–248 et, plus récemment, Woodford (2003).

17 Voir par exemple Brunner (1968) et, plus récemment, Chrystal (1990).

18 Bernanke *et al.* (1999), p. 43.

Les principes de cette stratégie étaient les suivants. On admet tout d'abord que l'inflation et la déflation sont des phénomènes essentiellement monétaires. Ce premier constat découle de la théorie quantitative de la monnaie, qui met en exergue le rôle causal de cette dernière dans le processus inflationniste. Une croissance monétaire excessive ne peut stimuler durablement l'activité au-delà du potentiel de croissance de l'économie et, dès lors, se répercute nécessairement sur le niveau des prix. En conséquence, les agrégats monétaires, qui sont des instruments de mesure de la quantité de monnaie en circulation dans l'économie, doivent jouer un rôle particulier dans les décisions de politique monétaire. La maîtrise des agrégats monétaires sert donc d'ancre nominale à l'économie.

Un second principe veut que la banque centrale s'abstienne de procéder à un réglage fin de l'évolution conjoncturelle à l'aide de la politique monétaire. Car, d'une part, des retards longs et variables caractérisent la transmission des impulsions de politique monétaire à l'économie réelle et aux prix – retards qui, en Suisse, vont jusqu'à trois ans – et, d'autre part, les mécanismes de cette transmission ne sont que très imparfaitement connus. Une politique trop activiste peut par conséquent agir à contre-courant et exercer des effets dommageables pour l'ensemble de l'économie.

Selon ces enseignements théoriques, la définition et le respect d'un objectif monétaire intermédiaire doivent permettre à la banque centrale d'atteindre son objectif de stabilité des prix dans les meilleures conditions possibles. C'est pourquoi la Banque nationale définit des objectifs de croissance en termes d'agrégat M_1 de 1975 à 1978 puis, après une courte pause en 1978 et en 1979 due à d'importantes turbulences sur les marchés des changes (2.4.2), en termes de monnaie de banque centrale de 1980 à 1999¹⁹. L'expérience faite avec M_1 révéla que la Banque nationale ne contrôlait que difficilement cet agrégat par l'intermédiaire de la monnaie de banque centrale. Le contrôle direct de cette dernière apparut dès lors comme une solution de rechange attrayante. Ainsi qu'en témoignent l'interruption de 1978–1979, puis le changement d'agrégat-cible en 1980, la Banque nationale adapta de manière pragmatique sa politique aux circonstances. Elle s'accommodait de la sorte de cette réalité incontournable qui veut que la Suisse, petite économie ouverte et dotée d'un marché financier de grande envergure, subisse de nombreux et fréquents chocs venant en particulier de l'étranger.

19 M_1 est définie comme la somme du numéraire en circulation et des dépôts à vue du public non bancaire dans les banques commerciales. La monnaie de banque centrale comprend les billets en circulation détenus par le public et les banques commerciales ainsi que les avoirs en comptes de virement de ces dernières à la BNS.

4.3.2 Les objectifs annuels en termes de monnaie de banque centrale ajustée

La restauration progressive de la stabilité des prix: 1980 à 1985

Après avoir étudié les avantages relatifs des différents agrégats monétaires pour la fixation d'un objectif quantitatif, la Banque nationale parvint à la conclusion que la monnaie de banque centrale était le mieux à même de remplir la fonction d'objectif monétaire intermédiaire²⁰. La demande de cette monnaie était en effet relativement stable et peu sensible aux variations des taux d'intérêt²¹. De plus, le lien entre création monétaire et variations subséquentes du renchérissement était similaire pour M_1 ²² et la monnaie de banque centrale. Cette dernière étant parfaitement contrôlable, elle satisfaisait mieux que M_1 ou tout autre agrégat monétaire de définition plus large aux critères nécessaires pour servir efficacement d'objectif intermédiaire. En décembre de chaque année, la Banque nationale publiait un objectif de croissance en termes de monnaie de banque centrale, objectif valable pour les douze mois suivants. En tenant compte d'un renchérissement acceptable de 1%, d'une croissance potentielle de l'économie réelle d'environ 2% et d'une hausse de la vitesse de circulation de l'ordre de 1%, on pouvait estimer à environ 2% par an la croissance de la monnaie de banque centrale compatible avec un développement harmonieux de l'économie et le maintien de la stabilité des prix. Il ne pouvait toutefois s'agir là que d'un guide valable à moyen terme. A plus court terme, il fallait composer avec la situation économique du moment.

La Banque nationale ne fixa que pour 1980 un objectif de croissance en termes de monnaie de banque centrale. Dès 1981, elle remplaça cet agrégat par une variante: la monnaie de banque centrale ajustée, soit la monnaie de banque centrale corrigée du montant estimé des crédits d'échéance que la Banque nationale octroyait aux banques commerciales en fin de mois pour faciliter le respect des exigences monétaires minimales imposées par la loi (4.6.2).

Au début des années quatre-vingt, les conditions économiques étaient peu favorables. Le taux d'inflation s'était orienté à la hausse et allait culminer à 6,5% en 1981. Préoccupée par l'effet qu'une politique trop restrictive risquerait d'exercer sur la conjoncture, la Banque nationale adopta une approche gradualiste, afin de se rapprocher progressivement de l'objectif d'expansion monétaire à moyen terme. Elle fixa ainsi un objectif annuel de croissance de

20 Rich et Schiltknecht (1980), p. 169. Rich et Béguelin (1985), p. 86.

21 Kohli (1984, 1985 et 1989).

22 Rich et Béguelin (1985), p. 78.

4% en termes de monnaie de banque centrale en 1980 et de 4% également en termes de monnaie de banque centrale ajustée en 1981. Bien que ces taux fussent supérieurs à la croissance monétaire à moyen terme de 2%, ils reflétaient une politique monétaire relativement restrictive, étant donné les attentes inflationnistes que les agents économiques avaient développées en 1980 et en 1981. Ces attentes incorporent en particulier les répercussions du second choc pétrolier et, avec les retards usuels qui les caractérisent, les effets de l'excédent de création monétaire découlant des interventions sur les marchés des changes en 1978. La Banque nationale dut cependant être surprise par la reprise très marquée de l'inflation en 1980, car, selon une recherche récente, elle pensait, à l'époque, avoir déjà retiré une grande partie des liquidités excédentaires qu'elle avait mises sur le marché pour contrecarrer la revalorisation du franc²³. Afin de lutter contre la recrudescence de l'inflation, attisée à la fois par la hausse du prix du pétrole et la faiblesse du franc, la Banque nationale opta en 1980 pour une politique monétaire plus restrictive que celle qu'elle avait prévu de suivre au moment de la fixation de l'objectif. De sorte que, en 1980, le taux de croissance de la monnaie de banque centrale n'atteignit pas les 4% visés²⁴. Un second facteur contribua à expliquer que la progression de cet agrégat était demeurée inférieure à l'objectif. La levée des dernières mesures de lutte contre l'afflux de fonds étrangers (interdiction de rémunération des dépôts et application d'un intérêt négatif) avait provoqué une baisse non anticipée de la croissance des grandes coupures que les non-résidents détenaient en vue de contourner ces restrictions. Pour 1981, la Banque nationale fixa un objectif monétaire «légèrement supérieur» à l'expansion monétaire visée à plus long terme. Elle justifia cette décision par le fait que les prévisions relatives à l'évolution de la conjoncture internationale étaient particulièrement incertaines²⁵. Mais la lutte contre l'inflation n'avait pas encore porté ses fruits. Le renchérissement, dû à une situation conjoncturelle plus favorable en Suisse qu'à l'étranger ainsi qu'à la dépréciation du franc²⁶, fut plus tenace que prévu. Par conséquent, la politique monétaire dut prendre à nouveau un tour plus restrictif que celui qui avait été initialement escompté. Compte tenu de ces circonstances, la Banque nationale ne put pour la seconde année consécutive atteindre l'objectif de croissance monétaire. Cependant, l'inflation commença enfin à décroître à partir de 1982.

23 Kugler et Rich (2002), p. 247.

24 BNS, 73^e rapport de gestion 1980, p. 8 et p. 25.

25 BNS, 73^e rapport de gestion 1980, p. 9.

26 BNS, 74^e rapport de gestion 1981, p. 7.

Tableau 4.1

Objectifs de croissance et évolution effective de la monnaie de banque centrale

Année	Agrégat-cible	Objectif ¹	Evolution effective ¹	IPC ¹
1980	MC	4 ²	2,0 ²	4,0
1981	MCA	4	-0,5	6,5
1982	MCA	3	2,6	5,7
1983	MCA	3	3,6	3,0
1984	MCA	3	2,6	2,9
1985	MCA	3	2,2	3,4
1986	MCA	2	2,0	0,8
1987	MCA	2	2,9	1,4
1988	MCA	3	-3,9	1,9
1989	MC dés.	2 ³	-1,9 ³	3,2
1990	MC dés.	2 ⁴	-2,6 ⁴	5,4

MC: monnaie de banque centrale

MCA: monnaie de banque centrale ajustée des crédits d'échéance

MC dés.: monnaie de banque centrale désaisonnalisée

IPC: indice des prix à la consommation

1 Variation annuelle en pour-cent.

2 L'objectif et l'évolution effective pour 1980 se référaient à la croissance de la MC de la mi-novembre 1980 par rapport à son niveau de la mi-novembre 1979²⁷. De 1981 à 1988, l'objectif et l'évolution effective de la MCA se référaient à la moyenne arithmétique des douze taux de variation mensuels de cet agrégat exprimés par rapport à la période correspondante de l'année précédente²⁸.

3 L'objectif et l'évolution effective de la MC dés. pour 1989 se référaient à la moyenne arithmétique des douze taux de variation mensuels de cet agrégat calculés chacun par rapport au niveau moyen de la MC dés. du dernier trimestre de 1988 annualisé et centré sur le mois de novembre.

4 L'objectif et l'évolution effective de la MC dés. pour 1990 se référaient à la moyenne du quatrième trimestre de 1990 par rapport au quatrième trimestre de 1989.

Source: BNS, Rapport de gestion (diverses années).

Pour les années 1982 à 1985, la Banque nationale abaissa de 4% à 3% son objectif annuel de croissance monétaire, le rapprochant ainsi progressivement du taux de 2% qu'elle considérait comme approprié à moyen terme. L'objectif fut fixé à 2% dès 1986. De 1982 à 1986, ces objectifs furent dans l'ensemble relativement bien atteints. Par rapport à l'évolution observée en 1981, l'objectif choisi pour 1982 représentait un assouplissement. La Banque nationale le jugea opportun compte tenu de la fermeté du franc vers la fin de 1981 et le début de l'année suivante, mais aussi en regard de l'assombrissement des

27 BNS, 73^e rapport de gestion 1980, p. 25. Rich (2003), p. 26.

28 Rich et Béguelin (1985), p. 89.

perspectives conjoncturelles en Suisse²⁹. Le dépassement de l'objectif monétaire en 1983 fut toléré en raison des interventions effectuées sur les marchés des changes, tandis que l'évolution en deçà de l'objectif, constatée en 1984, résulta d'une croissance des billets en circulation inférieure aux prévisions. La Banque nationale ne la compensa pas par un ajustement des avoirs en comptes de virement. Elle permit ainsi une correction vers le haut des taux d'intérêt du marché monétaire, au demeurant justifiée par la reprise de la conjoncture, et adéquate dans l'optique de la lutte contre l'inflation³⁰. Pour 1985, l'objectif de croissance de la monnaie de banque centrale ajustée resta fixé à 3%. Il était en effet difficile de prévoir les répercussions sur l'évolution de la conjoncture en Suisse du net ralentissement que marquait alors la croissance aux Etats-Unis. Cependant, dès les premiers mois de 1985, tous les indicateurs conjoncturels annoncèrent une croissance économique vigoureuse. La Banque nationale put ainsi donner un tour un peu plus restrictif à sa politique monétaire, orientation qu'elle confirma en réduisant à 2% pour 1986 l'objectif de croissance de la monnaie de banque centrale ajustée³¹. La stabilité des prix ne fut restaurée que cette année-là, le taux d'inflation étant revenu à 0,8%. Cette situation perdura jusqu'en 1988.

En suivant une politique monétaire nettement plus restrictive que prévu en 1980 et en 1981 et, dans une moindre mesure, en 1984 et en 1985, la Banque nationale avait accordé la priorité au rétablissement de la stabilité des prix au détriment d'un strict respect des objectifs monétaires. Pour ne pas entamer sa crédibilité, elle expliqua les raisons de ces écarts dans ses diverses publications, en insistant sur le fait que l'application de la règle monétaire ne devait pas être dogmatique³².

Dans l'ensemble, la fixation d'un objectif annuel pour la croissance de la monnaie de banque centrale ajustée fut une expérience positive. Succédant à M_1 en 1980, cet agrégat de définition plus étroite permit de reprendre le contrôle d'une inflation qui avait augmenté de manière largement prédéterminée et, partant, d'indiquer à la Banque nationale la direction à suivre pour rétablir la stabilité des prix.

Dès 1989 cependant, l'inflation augmenta de nouveau pour atteindre 5,8% en 1991. Il est généralement admis en Suisse que la politique monétaire agit sur le niveau des prix après un délai de trois ans environ. L'inflation des années 1989 à 1992 a donc dû prendre ses racines dans une création

29 BNS, 75^e rapport de gestion 1982, p. 8.

30 BNS, 76^e rapport de gestion 1983, p. 10. BNS, 77^e rapport de gestion 1984, p. 7.

31 BNS, 78^e rapport de gestion 1985, p. 8.

32 Kohli et Rich (1986), p. 925.

monétaire excessive qui serait intervenue entre 1986 et 1989. Comment un tel dérapage a-t-il pu se produire? A-t-il tenu au choix de la monnaie de banque centrale en tant qu'agrégat de référence? Et pourquoi le danger ne fut-il pas perçu à temps?

Une période de transition: 1986 à 1990

Dès le milieu de 1986, la Banque nationale mit davantage de liquidités à disposition des banques commerciales lors des échéances mensuelles³³. La demande de liquidités émanant des banques pour satisfaire les exigences légales avait conduit durant les mois précédents à des hausses passagères, mais massives, des taux d'intérêt aux échéances mensuelles. Ainsi, on observa des taux d'intérêt de l'ordre de 125%. Pour contrecarrer ce phénomène, la Banque nationale adopta une attitude plus souple et fit passer le taux de croissance annuel des avoirs en comptes de virement de 2,9% en moyenne, lors des six premières échéances de 1986, à 6,1%, lors des six dernières³⁴. Il en découla un fléchissement des taux d'intérêt à court terme au second semestre. Malgré cet effet de liquidités, l'objectif annuel de croissance de la monnaie de banque centrale ajustée fut atteint avec une grande précision en 1986. A la fin de cette année-là, la Banque nationale exprima son intention de maintenir en 1987 le cours qu'elle avait donné à sa politique monétaire en 1985 et en 1986, cours qui devait assurer des conditions favorables à une croissance économique sans inflation³⁵. Malheureusement, les circonstances en décidèrent autrement.

En 1987 en effet, plusieurs événements contrecarrèrent les intentions de la Banque nationale. Au cours du premier semestre, la chute rapide du dollar et les incertitudes en résultant incitèrent la Banque nationale à ne pas réduire les liquidités bancaires, malgré une augmentation plus vive que prévu des billets en circulation. Ce choix fut motivé par la crainte qu'une hausse des taux d'intérêt sur le marché monétaire ne renforçât la revalorisation du franc. Dès le second semestre cependant, une vigoureuse reprise du commerce mondial amena une progression inattendue des exportations, en dépit d'un franc qui restait fort. L'activité fut stimulée, et l'écart de production se referma dès la fin de l'année. Après le krach boursier d'octobre 1987, la Banque nationale augmenta temporairement – comme les autres banques centrales – le volume des liquidités. Ces faits expliquent le dépassement, en 1987, de l'objectif de croissance de la monnaie de banque centrale ajustée.

33 BNS, 79^e rapport de gestion 1986, p. 8.

34 *Ibidem*.

35 *Ibidem*.

Pour marquer son intention de continuer à faire preuve de souplesse dans un environnement économique particulièrement incertain, la Banque nationale décida de fixer pour 1988 un objectif de croissance de 3% en termes de monnaie de banque centrale ajustée³⁶. Dès le début de l'année, deux innovations techniques influencèrent fortement la demande de monnaie de banque centrale. Premièrement, un nouveau système électronique de paiements interbancaires («Swiss Interbank Clearing» ou SIC) fut introduit en Suisse au milieu de 1987 (5.2.3). Ce système permettait dorénavant aux banques commerciales de réduire drastiquement leurs besoins de liquidités pour un même volume de paiements. Deuxièmement, la révision des prescriptions sur les liquidités, entrée en vigueur le 1^{er} janvier 1988, et qui autorisait les banques à détenir moins d'avoirs en comptes de virement auprès de l'institut d'émission, mit fin à la volatilité extrême des taux d'intérêt aux échéances mensuelles (4.6.2). Le système bancaire eut besoin de temps pour s'adapter à ces innovations, de sorte que la demande d'avoirs en comptes de virement – et donc la demande de monnaie de banque centrale – ne se replièrent que progressivement. Bien que consciente des motifs de la baisse de la demande de monnaie lors de la fixation de l'objectif pour 1988³⁷, la Banque nationale fut surprise par son ampleur. Cette situation rendit temporairement inutilisable la monnaie de banque centrale en tant qu'indicateur et provoqua, dès janvier 1988, une baisse importante des taux d'intérêt à court terme. Privée de son repère principal, la Banque nationale s'accommoda des déplacements successifs de la demande de monnaie de banque centrale, si bien que cet agrégat évolua nettement au-dessous de l'objectif de croissance qui lui avait été assigné. Il faut noter à ce stade que l'objectif de 3% pour 1988 aurait dû revêtir un caractère autre que celui qu'il avait eu les années précédentes, à savoir refléter le cours de la politique monétaire suivie par la Banque nationale en cas de stabilité de la demande de monnaie³⁸. Observant l'évolution des taux d'intérêt pour guider sa politique durant cette période troublée, la Banque nationale tenta d'éviter de submerger les marchés financiers de liquidités. Elle épongea graduellement les liquidités excédentaires et induisit une remontée progressive des taux d'intérêt à court terme. Ces derniers atteignirent dès le milieu de 1988 leur niveau de fin 1987. La Banque nationale ne s'alarma pas outre mesure de la forte baisse des rémunérations intervenue sur le marché monétaire au début de 1988, car les taux d'intérêt à long terme

36 BNS, 80^e rapport de gestion 1987, p. 8.

37 BNS, 80^e rapport de gestion 1987, p. 9.

38 Rich (1990a), p. 555.

n'avaient quasiment pas réagi. Les marchés financiers montraient ainsi qu'ils avaient correctement interprété ces chocs de liquidités, les considérant comme temporaires.

Néanmoins, vu l'évolution des crédits et des agrégats monétaires de définition plus large, la création monétaire avait été conséquente avant 1987 déjà. En 1986, la croissance des crédits bancaires avait atteint 9,1% en termes réels, et celle de l'agrégat M_3 , 6,2%. La Banque nationale n'accordait toutefois qu'une confiance limitée à l'évolution de ces indicateurs, réputés instables et donc susceptibles de livrer des signaux erronés. Son scepticisme était probablement justifié, compte tenu des éléments d'information dont elle disposait à l'époque. Les fonctions de demande pour ces agrégats posaient en effet des problèmes de stabilité lorsqu'on estimait leurs paramètres au moyen des données disponibles jusqu'à fin 1987³⁹.

Malgré la normalisation du niveau des taux d'intérêt intervenue sur le marché monétaire dans le courant de 1988, la Banque nationale ne réussit pas à neutraliser à temps les répercussions d'une création monétaire excessive dans un environnement conjoncturel de «présurchauffe»⁴⁰. L'inflation commença donc à croître dès 1989. Pour contrer ce mouvement, la Banque nationale continua de restreindre l'offre de liquidités, ce qui fit passer les rémunérations à court terme de 3,8% en juillet 1988 à 9,5% en janvier 1990.

La situation économique qui régnait alors en Allemagne rendait plus difficile la conduite de la politique monétaire helvétique. La hausse des taux d'intérêt en République fédérale, qui reflétait en partie les effets de la réunification, affaiblit l'efficacité du mécanisme de transmission de la politique monétaire par le canal des cours de change. Il en découla un recul du franc malgré la hausse des taux d'intérêt en Suisse. Dès l'automne de 1990 toutefois, la Banque nationale tenta de relâcher quelque peu le degré de restriction de sa politique monétaire. Car, outre l'attrait accru du franc, en tant que valeur refuge après l'éclatement de la crise du Golfe, qui permettait un tel accommodement, elle était consciente du risque inhérent au fait, de plus en plus manifeste, que la conjoncture avait atteint son point culminant⁴¹. La mesure ayant été prise trop tôt, la réaction sur les marchés des changes fut rapide. Le franc se déprécia de nouveau, ce qui convainquit la Banque nationale de renoncer à modifier le cours restrictif de sa politique monétaire. En 1990, la croissance de la monnaie de banque centrale fut donc négative (-2,6%).

39 Peytrignet (1996a). Peytrignet et Stahel (1998).

40 BNS, 81^e rapport de gestion 1988, p. 11.

41 BNS, 83^e rapport de gestion 1990, pp. 8s.

La monnaie de banque centrale évolua nettement au-dessous des objectifs fixés pour 1989 et 1990, bien que la Banque nationale eût adapté leur mode de calcul pour tenir compte des changements structurels intervenus en 1988. Il est à noter encore que les objectifs annuels pour 1989 et 1990 furent fixés en termes de monnaie de banque centrale désaisonnalisée et non plus en termes de monnaie de banque centrale ajustée, étant donné que cette dernière était devenue obsolète après la révision des prescriptions sur les liquidités.

Outre la mise à l'écart temporaire de la monnaie de banque centrale en tant qu'indicateur principal de la politique monétaire entre 1988 et 1990 et le recours aux rémunérations servies sur le marché de l'argent comme références complémentaires⁴², les conséquences durables de ces chocs furent une révision de la stratégie de politique monétaire suivie par la Banque nationale et le passage à un système plus souple. Des critiques se demandèrent néanmoins à l'époque si l'institut d'émission n'aurait pas mieux fait de fixer les cours de change pendant cette période troublée. Selon certains économistes, «le niveau des taux d'intérêt et de l'inflation serait aujourd'hui inférieur, si la Banque nationale avait pratiqué une politique des cours de change plutôt que de la masse monétaire lors de l'introduction en 1987 du Système de clearing inter-bancaire (SIC)»⁴³. L'économiste en chef de la BNS rejeta ces affirmations, car, selon lui, «si la Banque nationale avait recouru à la stratégie proposée, la hausse des taux d'intérêt sur le marché monétaire suisse aurait selon toute vraisemblance été de la même ampleur que celle observée. De plus, l'inflation se serait accrue plus fortement qu'indiqué par les simulations» évoquées dans l'article d'où est tirée la citation précédente⁴⁴.

4.3.3 *Les objectifs pluriannuels en termes de monnaie de banque centrale désaisonnalisée: 1991 à 1999*

Après plusieurs années au cours desquelles l'objectif monétaire intermédiaire n'avait pu être atteint, la Banque nationale se vit contrainte de réviser sa stratégie de politique monétaire. Elle restait cependant convaincue que la monnaie de banque centrale redeviendrait stable une fois que le système bancaire aurait achevé son adaptation aux innovations intervenues à la fin des années quatre-vingt. Aussi voulut-elle la conserver en tant qu'agrégat-cible, du fait d'une sensibilité plus faible que celle des agrégats M_1 ou M_3 aux

42 BNS, 82^e rapport de gestion 1989, p. 12.

43 Capitelli et Buomberger (1990), p. 551.

44 Rich (1990a), p. 565.

variations de taux d'intérêt⁴⁵. Un besoin accru de souplesse était toutefois devenu nécessaire, et cela pour plusieurs raisons⁴⁶.

1. L'expérience des années quatre-vingt avait montré qu'une stratégie fondée sur des objectifs annuels de croissance monétaire s'accommodait mal des chocs qui affectent un petit pays largement ouvert sur l'extérieur. La stratégie qu'il convenait de suivre devait donc permettre à la politique monétaire d'être suffisamment souple pour absorber ces chocs sans nécessairement entrer en conflit avec la poursuite de l'objectif intermédiaire.
2. Les innovations financières et technologiques (notamment l'utilisation plus intensive des moyens de paiements sans numéraire) étaient susceptibles de déstabiliser la demande portant sur les agrégats monétaires au sens étroit, comme la monnaie de banque centrale, et entrer également en conflit avec la poursuite de l'objectif monétaire annuel.
3. Finalement, la part des avoirs en comptes de virement dans la monnaie de banque centrale avait diminué fortement, passant de 25% avant l'introduction du SIC et des nouvelles prescriptions sur les liquidités à moins de 9% après ces changements. Ainsi, avec plus des neuf dixièmes de la monnaie de banque centrale composée de billets en circulation, un problème déjà présent avant les changements s'intensifia. Bien que toujours possible sur un horizon annuel, la compensation des mouvements de la demande de billets par une variation de même ampleur de l'offre d'avoirs en comptes de virement aurait certainement engendré une volatilité accrue des taux d'intérêt sur le marché monétaire, ce qui aurait pu induire des fluctuations indésirables du cours du franc⁴⁷.

La Banque nationale décida donc de fixer pour 1991 et les années suivantes un objectif pluriannuel en termes de monnaie de banque centrale désaisonnalisée. En choisissant une telle solution, elle conservait un repère monétaire à moyen terme, tout en s'accommodant d'une moindre maîtrise à court terme de cet agrégat. Par la même occasion, elle ramena de 2% à 1% le taux annuel de progression de son agrégat-cible. Cette réduction ne traduisait pas une volonté de poursuivre une politique monétaire plus restrictive. Mais, étant donné que les innovations intervenues dans le trafic des paiements avaient réduit le rythme tendanciel de croissance de la demande de billets de banque et que la part des billets en circulation dans la monnaie de banque centrale s'était accrue, il s'avérait désormais nécessaire de réduire légèrement

45 BNS, 83^e rapport de gestion 1990, p. 10.

46 Peytrignet (2000), p. 240.

47 Peytrignet et Schwarz (1990), pp. 4s.

l'expansion visée à moyen terme de la monnaie de banque centrale désaisonnalisée⁴⁸. Un accroissement annuel moyen de 1% de cet agrégat devait suffire à assurer une croissance de l'économie de 2% en moyenne, sans compromettre la stabilité des prix telle qu'elle était implicitement définie (1%) dans le calcul de l'objectif.

S'agissant de l'objectif pluriannuel, la Banque nationale n'annonça initialement aucun horizon précis, se bornant à définir un ordre de grandeur de trois à cinq ans⁴⁹. L'objectif pluriannuel se référait à la moyenne des taux de croissance de la monnaie de banque centrale désaisonnalisée au cours du dernier trimestre de chaque année par rapport à la période correspondante de l'année précédente. A la fin de chaque année, la Banque nationale publiait une anticipation de la croissance de cet agrégat pour l'année suivante, anticipation mise en rapport avec le taux moyen visé de 1%. Dans son Rapport de gestion de 1991, on peut lire par exemple: «Comme en 1991, la monnaie de banque centrale désaisonnalisée augmentera, en 1992, à un taux probablement un peu supérieur à l'objectif à moyen terme de 1%.»⁵⁰ Cette annonce avait un caractère indicatif, visant à renseigner les marchés financiers sur l'évolution probable, l'année suivante, de la monnaie de banque centrale désaisonnalisée. Elle ne devait pas pour autant être considérée comme un objectif annuel de croissance monétaire. Afin de renforcer la transparence de son action en cours d'année, la Banque nationale décida également de publier une prévision trimestrielle de la monnaie de banque centrale désaisonnalisée. Cette prévision constituait elle aussi une indication à l'adresse des marchés financiers et ne devait pas davantage être interprétée comme un objectif monétaire.

Toujours par souci accru de transparence, la Banque nationale publia, dès mars 1993, un graphique représentant le sentier de croissance à moyen terme de son agrégat-cible (voir graphique 4.2). Ce dernier montrait le chemin idéal que devait suivre la monnaie de banque centrale désaisonnalisée lorsque la stabilité des prix était acquise et que la croissance réelle de l'économie suisse correspondait constamment à son potentiel. Le sentier de croissance à moyen terme devait ainsi permettre de mieux apprécier l'évolution effective de la monnaie de banque centrale par rapport à la marche idéale qu'il représentait⁵¹. En publiant ce graphique dans son Bulletin trimestriel de mars 1993 ainsi que dans son Rapport de gestion de 1992, la Banque nationale informait le public sur trois éléments: le sentier visé avait une pente fixée à 1%, son

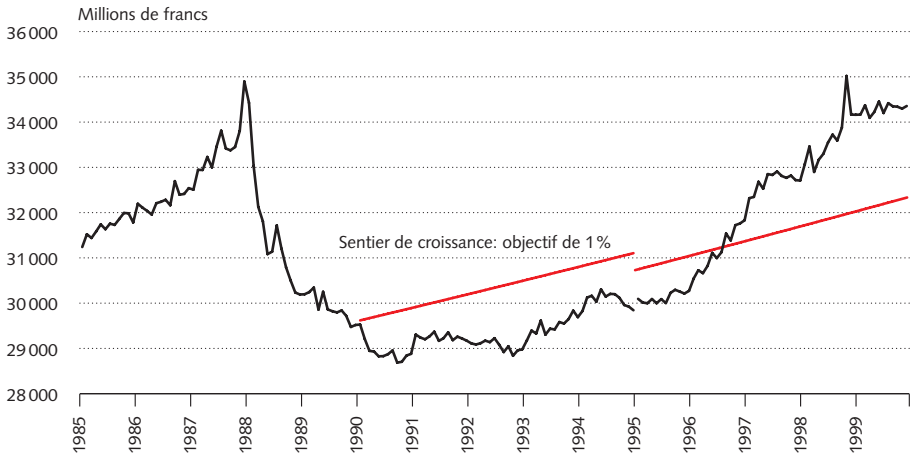
48 BNS, 83^e rapport de gestion 1990, pp. 10s.

49 BNS, 84^e rapport de gestion 1991, p. 8.

50 BNS, 84^e rapport de gestion 1991, p. 11.

51 BNS (1993), p. 57.

Graphique 4.2
Monnaie centrale désaisonnalisée



Sources: BNS, Bulletin mensuel (diverses années). BNS, Bulletin mensuel de statistiques économiques (diverses années).

point de départ était le dernier trimestre de 1989 et la période portait sur quatre ans, soit de fin 1989 à fin 1993. En revanche, le graphique publié dans le Rapport de gestion de 1993 couvrait une période de validité de cinq ans, allant de fin 1989 à fin 1994.

En choisissant rétroactivement le quatrième trimestre de 1989 comme point de départ pour le sentier de référence, la Banque nationale le positionnait, en 1993, résolument au-dessus du cours suivi par la monnaie de banque centrale entre 1990 et 1992. Elle tenait ainsi compte du fait que la politique monétaire avait été très restrictive en 1989 et en 1990 et que l'économie évoluait désormais au-dessous de son potentiel de croissance. Une phase de rattrapage était donc devenue nécessaire avant le retour au sentier visé. Il s'agissait en effet d'éviter que la normalisation des conditions monétaires réelles ne s'opère par des pressions négatives sur l'évolution du niveau général des prix. En décembre 1992, c'est pour une autre raison qu'il était apparu opportun de choisir la fin de l'année 1989 comme point de départ du sentier de croissance à moyen terme. Les ajustements au SIC et la révision des prescriptions sur les liquidités étant théoriquement terminées, la Banque nationale pensait alors avoir résorbé la majeure partie des liquidités excédentaires provenant de la politique monétaire expansionniste suivie en 1987 et au début de 1988⁵².

52 BNS, 85^e rapport de gestion 1992, p. 9. Rich (1997b), p. 32.

Augmentant de 1,4% en 1991, la monnaie de banque centrale désaisonnalisée évolua conformément aux attentes de la Banque nationale, soit à un rythme de croissance supérieur au taux visé à moyen terme. Ce ne fut pourtant qu'au milieu de 1992, lorsque le renchérissement marqua en Suisse un net fléchissement et que le système monétaire européen entra en crise, stoppant la pression baissière sur le franc, que la Banque nationale put relâcher avec succès les rênes de sa politique monétaire⁵³. En 1992, la croissance de la monnaie de banque centrale désaisonnalisée resta cependant négative (–1%), en raison principalement d'une réduction de la demande de billets. Cette réduction s'expliquait par l'évolution conjoncturelle et la politique monétaire très restrictive menée pendant le premier semestre de l'année, qui ne se transmet qu'avec retard à la demande de billets par le truchement de la hausse des rémunérations servies sur les comptes d'épargne. En 1993 enfin, la croissance de la monnaie de banque centrale atteignit 2,8%, reflétant le relâchement de la politique monétaire auquel la Banque nationale espérait parvenir depuis plusieurs années.

De la fin de 1992 au milieu de 1994, la monnaie de banque centrale se rapprocha – comme souhaité – de son sentier de croissance à moyen terme, sans toutefois l'atteindre. La situation changea diamétralement au second semestre de 1994, période durant laquelle la demande de cet agrégat diminua⁵⁴. La Banque nationale réagit à ce changement en laissant baisser les taux d'intérêt sur le marché monétaire, mais le repli fut timide. Les craintes d'une recrudescence de l'inflation liée à l'introduction, en janvier 1995, de la taxe sur la valeur ajoutée (TVA), les prévisions d'une reprise rapide de la conjoncture en 1995, ainsi que la hausse des rémunérations sur les marchés des capitaux en Suisse et à l'étranger qui signalait peut-être un renforcement des anticipations inflationnistes, avaient rendu la Banque nationale très circonspecte. Par conséquent, l'écart entre la monnaie de banque centrale désaisonnalisée et son sentier de croissance se creusa durant les derniers mois de 1994, ce qui laissait supposer que la politique monétaire devenait trop restrictive. Georg Rich interpréta ultérieurement la réaction modérée de la Banque nationale face à la forte revalorisation du franc comme une erreur⁵⁵.

La première période d'application d'un objectif monétaire pluriannuel s'acheva en décembre 1994. Le bilan était mitigé. D'un côté, la stabilité des prix avait été restaurée et l'inflation ramenée à moins de 1%. De l'autre, la Banque nationale manquait nettement son objectif intermédiaire, avec un

53 BNS, 85^e rapport de gestion 1992, p. 10.

54 BNS, 87^e rapport de gestion 1994, p. 9.

55 Rich (2003), p. 6.

Tableau 4.2
**Objectif pluriannuel et évolution effective de la monnaie
 de banque centrale désaisonnalisée**

Année	Agrégat-cible	Objectif ¹	Evolution effective ¹	IPC ¹
1990	MC dés.	1,0	-2,6 ²	5,4
1991	MC dés.	1,0	1,4 ²	5,9
1992	MC dés.	1,0	-1,0 ²	4,0
1993	MC dés.	1,0	2,8 ²	3,3
1994	MC dés.	1,0	0,6 ²	0,9
1990-1994 ³		1,0	0,2	

1 Variation annuelle en pour-cent.

2 Taux de variation calculé au quatrième trimestre de l'année en cours par rapport au quatrième trimestre de l'année précédente.

3 Moyenne.

Source: BNS, Rapport de gestion (diverses années).

taux de croissance moyen de la monnaie de banque centrale désaisonnalisée de 0,2% sur cinq ans et un écart de 4%, mesuré au dernier trimestre de 1994, par rapport au sentier de croissance. Cet écart tenait essentiellement au fait qu'il était apparu nécessaire de mener une politique monétaire restrictive plus longtemps que prévu initialement. Il s'agissait en effet de combattre une inflation particulièrement tenace, alimentée par une tendance endémique à la faiblesse du franc durant la première partie de la décennie. L'écart s'expliquait également par l'adaptation progressive de la demande de liquidités des banques aux innovations de 1988. En 1991, les banques purent encore réduire sensiblement leur demande d'avoirs en comptes de virement, grâce à une meilleure gestion de leurs liquidités⁵⁶. L'affaiblissement de la demande de billets de la part du public, qui résultait de l'usage accru de moyens de paiements sans numéraire dès le début des années nonante, fut certainement un facteur supplémentaire influençant la demande de monnaie de banque centrale⁵⁷. Enfin, certains critiques suggérèrent également que le sentier de croissance à moyen terme avait peut-être été fixé à un niveau trop élevé⁵⁸. Ces différents chocs ne déstabilisèrent cependant pas la demande à long terme de monnaie de banque centrale au point que la Banque nationale jugeât nécessaire de remettre en cause la stratégie de politique monétaire elle-même.

⁵⁶ BNS, (1994), p. 267.

⁵⁷ Peytrignet (1996b), pp. 23s. BRI (1996).

⁵⁸ Genberg et Kohli (1997).

L'enseignement à tirer de ce bilan est que, pendant ces cinq années, la Banque nationale accorda la priorité au retour à la stabilité des prix plutôt qu'au respect de l'objectif monétaire intermédiaire. Toutefois, en indiquant clairement la voie à suivre pour ajuster l'offre de monnaie à moyen terme et, partant, rétablir des conditions monétaires normales après la phase de politique monétaire restrictive du début des années nonante, le sentier de croissance monétaire joua le rôle utile d'indicateur et de ligne directrice que l'on peut attendre d'une règle monétaire.

En décembre 1994, la Banque nationale décida de maintenir le principe d'un objectif pluriannuel, défini en fonction de la monnaie de banque centrale désaisonnalisée. Elle fixa un nouvel objectif applicable à la période allant de 1995 à 1999⁵⁹. Pour tenir compte de l'influence que les facteurs énoncés ci-dessus exercent sur la demande de monnaie ainsi que de l'introduction de la TVA en janvier 1995, elle décida de déplacer vers le bas, d'un montant net de 0,4 milliard de francs, le sentier de croissance à moyen terme⁶⁰. Elle maintint toutefois le point de départ du nouveau sentier au-dessus du niveau effectif que la monnaie de banque centrale désaisonnalisée avait atteint en janvier 1995, afin de permettre le rétablissement de conditions monétaires neutres au cours des années suivantes. Etant donné que «des déplacements inattendus de la demande de monnaie, à la suite notamment d'innovations dans le trafic des paiements, seront toujours possibles», la Banque nationale indiqua qu'elle se réservait le droit de réexaminer «périodiquement tant la fiabilité de la monnaie de banque centrale comme indicateur de la politique monétaire que le sentier de croissance» et qu'elle entendait suivre «attentivement l'évolution des autres agrégats monétaires»⁶¹.

Pour informer les marchés financiers de l'orientation qu'elle entendait donner à sa politique monétaire à court terme, la Banque nationale continua de publier une prévision trimestrielle de croissance de la monnaie de banque centrale désaisonnalisée et, en fin d'année, une indication de l'évolution de cet agrégat pour l'année nouvelle.

En janvier 1995, la monnaie de banque centrale désaisonnalisée accusa une rupture de série (voir graphique 4.2). Depuis lors, les avoirs en comptes de virement sont constitués uniquement des dépôts des banques en Suisse, alors qu'auparavant ils incluaient les dépôts de quelques établissements non soumis à la loi fédérale sur les banques et les caisses d'épargne. En 1995, les

59 BNS, 87^e rapport de gestion 1994, p. 11.

60 BNS (1994), p. 268.

61 BNS, 87^e rapport de gestion 1994, p. 12.

taux de variation annuels de la monnaie centrale désaisonnalisée furent établis d'après les données corrigées pour 1994 et publiées dans le Bulletin mensuel de février 1995 de la BNS⁶².

Au mois de décembre 1994, la Banque nationale envisagea de rapprocher la monnaie de banque centrale désaisonnalisée de son sentier de croissance à moyen terme en induisant une croissance annuelle de cet agrégat d'environ 2% en 1995⁶³. Quand bien même les conditions économiques divergeaient alors nettement de ce qui avait été anticipé, puisque le franc se revalorisa de 7,2% et qu'aussi bien le renchérissement que la croissance étaient en régression, la monnaie de banque centrale désaisonnalisée augmenta de 1,4% en 1995. Sur le marché monétaire, les taux d'intérêt passèrent de 4% à 2% environ. Cette évolution fut entérinée par une réduction du taux d'escompte en quatre étapes.

En 1996, la monnaie de banque centrale désaisonnalisée progressa à un rythme nettement supérieur à 1%. Cette évolution avait été annoncée en décembre 1995, mais l'ampleur de la croissance dépassa les attentes. Il faut en chercher les causes dans un nouveau problème de stabilité de l'agrégat-cible et dans une politique monétaire rendue plus expansionniste que prévu en raison d'une faiblesse inattendue de la conjoncture et de la nécessité qu'il y avait de contrecarrer les tendances à la déflation découlant de la fermeté du franc. La monnaie de banque centrale désaisonnalisée franchit le sentier de croissance à moyen terme en août déjà. Or, il était prévu qu'elle ne fasse que s'en rapprocher cette année-là⁶⁴.

Du point de vue de la stratégie de politique monétaire, la monnaie de banque centrale désaisonnalisée subit deux nouveaux chocs structurels, le premier au milieu de 1996 et le second au début de 1997. En 1996, plusieurs banques modifièrent leur comportement en matière de liquidités. Elles augmentèrent les avoirs qu'elles détenaient en comptes de virement à la Banque nationale au détriment de leurs avoirs en comptes postaux, provoquant ainsi un accroissement de la demande de monnaie de banque centrale dont la Banque nationale s'accommoda pour éviter une hausse des taux d'intérêt qui aurait été particulièrement malvenue, étant donné la morosité de la situation conjoncturelle⁶⁵. En 1997, les billets en circulation amorcèrent une vive progression, qui dépassa de loin celle qui avait été induite par le repli des rémunérations servies sur les fonds d'épargne consécutif à l'adoption d'une politique monétaire plus expansionniste. Cette progression concerna surtout

62 BNS, 88^e rapport de gestion 1995, p. 39. BNS, Bulletin mensuel, février 1995, p. VII.

63 BNS, 87^e rapport de gestion 1994, p. 12.

64 BNS, 88^e rapport de gestion 1995, p. 11.

65 BNS, 89^e rapport de gestion 1996, p. 32.

la circulation des grosses coupures⁶⁶. L'accumulation de ces chocs affecta suffisamment la monnaie de banque centrale pour que cet agrégat surestimât nettement le degré d'expansion de la politique monétaire menée par la Banque nationale pendant les années qui suivirent (voir graphique 4.2). Face aux incertitudes liées à l'interprétation des signaux émis par la monnaie de banque centrale désaisonnalisée, la Banque nationale annonça dès 1997 qu'elle recourrait désormais davantage à des indicateurs supplémentaires, soit aux agrégats monétaires au sens large, notamment à M_3 ⁶⁷.

La Banque nationale renonça dans l'immédiat à remanier plus profondément sa stratégie de politique monétaire. C'est que l'avènement de l'Union économique et monétaire européenne (UEM) allait affecter profondément l'environnement monétaire de la Suisse. Dès 1999, les monnaies de onze pays européens, dont celles de ses voisins immédiats, furent remplacées par l'euro. L'anticipation de cette révolution monétaire et la fragilité de la conjoncture suisse, tirée encore à cette époque par la seule croissance des exportations, convainquirent la Banque nationale de prêter une attention soutenue à l'évolution de l'activité économique et à celle du franc. Elle pouvait d'autant plus se le permettre que l'évolution modérée de M_3 restait compatible avec la stabilité des prix à moyen terme et que les turbulences rencontrées sur les marchés financiers asiatiques, ainsi que les crises russe et brésilienne de 1998, exercèrent également une influence néfaste sur le climat conjoncturel.

La Banque nationale poursuivit ainsi une politique expansionniste presque jusqu'à la fin de la décennie. Les taux d'intérêt à trois mois s'inscrivirent à 1,6% en moyenne entre janvier 1996 et septembre 1999. Durant les premiers mois de 1999, la Banque nationale s'efforça de maintenir entre l'euro et le franc une relation de change aussi stable que possible. Sa tâche en fut facilitée par l'orientation similaire de la conjoncture en Suisse et dans les pays de la zone euro. En avril 1999, la Banque nationale ramena son taux d'escompte de 1% à 0,5%, simultanément à l'abaissement par la Banque centrale européenne (BCE) de ses taux directeurs. A partir de septembre, la perspective d'une raréfaction des liquidités au moment de l'échéance annuelle, influencée certainement par les risques informatiques liés au passage à l'an 2000 (le phénomène dit «Y2K»), provoqua une hausse des rémunérations servies sur certains dépôts. La Banque nationale toléra cette hausse, car la conjoncture, devenue plus vigoureuse, avait tendance à renforcer le risque inflationniste⁶⁸.

66 BNS, 90^e rapport de gestion 1997, p. 32.

67 BNS, 90^e rapport de gestion 1997, p. 29.

68 BNS, 92^e rapport de gestion 1999, p. 40.

Pour la monnaie de banque centrale désaisonnalisée, la stratégie des objectifs à moyen terme fut abandonnée à la fin de 1999. Une nouvelle stratégie de politique monétaire, élaborée dans le courant de cette année-là, la remplaça à partir de janvier 2000.

4.3.4 Conclusion

La stratégie fondée sur le recours aux objectifs monétaires intermédiaires, suivie dans différentes versions entre 1980 à 1999, permit à la Banque nationale d'obtenir des résultats dans l'ensemble satisfaisants. En interprétant ces objectifs de manière pragmatique, la Banque nationale réussit à rétablir la stabilité des prix après les poussées inflationnistes consécutives non seulement aux interventions massives auxquelles elle procéda sur les marchés des changes en 1978 et en 1979 dans le but de contenir l'envolée du franc, mais aussi à une politique monétaire demeurée trop expansionniste face à une demande de monnaie de banque centrale en net retrait dès 1988. Cette stratégie permit également à la Suisse de conserver une politique monétaire autonome et crédible, ce qui contribua certainement au fait que les taux d'intérêt suisses, à court comme à long terme, se situèrent en moyenne à un niveau inférieur de 1,5 à 2 points aux taux européens correspondants.

La politique monétaire menée pendant ce quart de siècle permit à la Suisse d'enregistrer un taux d'inflation de 2,8% en moyenne sur la période allant de 1975 à 2000. Ce taux, tout à fait honorable en comparaison internationale, n'en reste pas moins plus de deux fois supérieur au taux «désiré» de 1% retenu dans le calcul des objectifs monétaires. Selon Rich, le problème réside dans la réponse inappropriée de la Banque nationale à des perturbations telles que des chocs de change inattendus. À l'aide d'un petit modèle macroéconomique avec anticipations rationnelles, Rich montre qu'en présence de retards entre création monétaire et inflation la Banque nationale est confrontée à un conflit entre stabilité des prix et de la production à court terme, d'une part, et stabilité des prix à long terme, d'autre part. En particulier, si la Banque nationale avait voulu réagir de manière optimale à un changement inattendu dans les préférences des agents en matière d'actifs financiers, elle aurait dû accepter une très forte volatilité à court terme des cours de change, afin de préserver la stabilité des prix à long terme⁶⁹.

Par ailleurs, en se focalisant sur les objectifs intermédiaires définis en termes de monnaie de banque centrale, agrégat au sens très étroit, la Banque nationale n'a peut-être pas accordé suffisamment d'attention à la croissance des crédits

69 Rich (1997a), p. 113 et p. 140.

et des agrégats monétaires au sens large intervenue entre 1986 et 1987, qui contribua très vraisemblablement à alimenter une bulle immobilière et à provoquer une recrudescence de l'inflation. La lutte contre l'inflation rendue nécessaire par ce dérapage, ainsi que la détérioration de la situation qui suivit l'éclatement de la bulle et ses répercussions sur les bilans des entreprises et des banques, mais aussi sur la situation financière des ménages, expliquent en partie la morosité conjoncturelle du début des années nonante (4.1.2 et 4.2.2).

Néanmoins, on peut affirmer que le recours à un agrégat monétaire comme objectif intermédiaire – ou, de manière plus réaliste, comme indicateur principal – de la politique monétaire suisse s'est avéré utile en permettant de garder à l'esprit les répercussions à long terme des décisions de politique monétaire.

4.4 Le passage à la gestion des taux d'intérêt et à une prévision d'inflation

THOMAS J. JORDAN ET MICHEL PEYTRIGNET

4.4.1 Les motifs du changement de stratégie de politique monétaire

Les perturbations qui ont affecté la demande de monnaie de banque centrale ont remis de plus en plus en question, durant la seconde moitié des années nonante, l'adéquation de cet agrégat en tant que référence pour un objectif intermédiaire de politique monétaire. Au début, la Banque nationale a réagi en utilisant la masse monétaire M_3 à titre d'indicateur supplémentaire⁷⁰. Mais confrontée au fait que la demande de monnaie centrale devenait manifestement trop instable, la Direction générale a chargé le 1^{er} département, en novembre 1998, de réexaminer complètement la stratégie de politique monétaire de la BNS et, au besoin, d'élaborer un projet en vue d'une stratégie nouvelle⁷¹.

Le groupe de travail constitué à cette fin a d'abord analysé dans quelle mesure une stratégie monétaire assortie d'un objectif intermédiaire restait envisageable. Selon la théorie économique, une telle stratégie est concevable lorsque existe un agrégat monétaire satisfaisant aux trois conditions suivantes:

En premier lieu, la demande portant sur cet agrégat monétaire doit être suffisamment stable pour que s'établisse à long terme un rapport clair entre

70 BNS, 90^e rapport de gestion 1997, p. 32, et 91^e rapport de gestion 1998, p. 34.

71 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1998), 19 novembre, n° 488.

la croissance de la masse monétaire et l'inflation. Or, les investigations du groupe de travail ont confirmé que tel n'était plus le cas pour la monnaie de banque centrale et que rien ne permettait de conclure à une stabilisation prochaine de cet agrégat. En revanche, un certain nombre d'études économétriques ont montré qu'en dépit de nombreuses innovations financières et des changements intervenus dans les habitudes de paiement, des agrégats monétaires répondant à une définition plus large avaient connu une relative stabilité durant les années quatre-vingt et nonante⁷². En raison précisément de leur stabilité, les agrégats au sens large M_1 , M_2 ou M_3 pouvaient constituer une référence appropriée pour fixer un objectif intermédiaire, étant entendu que leur stabilité passée ne garantissait nullement leur stabilité à l'avenir.

Deuxièmement, la banque centrale doit être en mesure de contrôler cet agrégat pour pouvoir exercer l'influence souhaitée sur le taux d'inflation. Il est toutefois plus difficile d'agir sur les agrégats monétaires au sens large que sur la monnaie centrale, dont l'institut d'émission détermine lui-même dans une large mesure le volume, puisqu'il s'agit d'un poste de son bilan. Les fluctuations de M_1 , M_2 et M_3 reflètent non seulement l'incidence de la politique monétaire, mais encore l'ampleur des crédits accordés par les banques aux ménages et aux entreprises, de même que la forme sous laquelle ces derniers détiennent leurs avoirs dans les banques et leurs créances sur celles-ci. L'octroi de crédits tout comme la détention de dépôts dépendent à la fois des taux d'intérêt à court terme, c'est-à-dire du marché monétaire – que la Banque nationale est à même de contrôler directement –, et des taux à long terme, qui sont influencés à leur tour par les attentes des intervenants sur le marché quant à leur évolution à venir. Il est donc difficile pour une banque centrale de piloter avec précision un agrégat monétaire au sens large, encore que la Banque fédérale d'Allemagne ait démontré qu'une politique monétaire fondée sur un tel agrégat pouvait réussir. Les expériences mitigées que la BNS avait faites avec ses objectifs pour M_1 dans la seconde moitié des années septante (2.4.2 et 4.3.1) laissaient cependant augurer de possibilités de contrôle insuffisantes en Suisse pour les agrégats au sens large et de difficultés quant à la mise en œuvre d'une telle stratégie, même en présence d'une demande monétaire stable.

Troisièmement, l'agrégat monétaire ne doit pas réagir trop fortement aux variations des taux d'intérêt, de façon que le lien évoqué plus haut entre la croissance de la masse monétaire et l'inflation future puisse être perçu, y

72 Peytrignet (1996a). Peytrignet et Stahel (1999).

compris à court et moyen terme, par le public et la banque centrale. Si la réaction est excessive, le taux d'inflation sera insuffisamment corrélé, à court et moyen terme, avec le taux de variation de la masse monétaire dans un contexte de taux volatils. La banque centrale devra alors compter avec une politique monétaire insuffisamment fiable et s'attendre à de délicats problèmes de communication avec le public, quand bien même elle aurait un contrôle suffisant sur la masse monétaire. Qu'elle procède en situation de récession à un assouplissement de sa politique, et un léger repli des taux d'intérêt suffira pour éloigner considérablement la masse monétaire de son objectif. Si la banque centrale interprète par erreur ce phénomène comme le signe d'une nouvelle poussée inflationniste, elle interrompra sans doute trop tôt le cours de sa politique expansionniste. Elle commettra une autre erreur en cas de fluctuation des taux consécutive à un événement quelconque sur le marché et d'une réaction prononcée des agrégats monétaires: elle risquera là encore de se méprendre sur la nature de cette évolution en y voyant un danger pour la stabilité des prix. Et quand bien même la banque centrale ne commettrait pas d'erreur, c'est le public qui risque d'interpréter sa politique de façon erronée: si la masse monétaire est sensible aux variations de taux et s'écarte de son objectif, le public sera enclin à penser que la banque centrale ne vise plus résolument à préserver la stabilité des prix. En Suisse, les agrégats monétaires au sens large, soit M_1 , M_2 et M_3 , sont assez sensibles aux mouvements des taux d'intérêt, ce qui excluait, à l'époque, toute stratégie basée sur un objectif intermédiaire pour l'un de ces agrégats. A n'en pas douter, la Banque nationale aurait été trop souvent contrainte de s'écarter de sa cible⁷³. C'est ce qu'illustre, par exemple, la période de 1994 à 1998, durant laquelle la masse monétaire a nettement augmenté à la suite du repli de l'inflation et des taux d'intérêt, sans menacer pour autant la stabilité des prix. Dans d'autres phases comparables, la Banque nationale aurait eu quelque peine à faire comprendre au public la complexité de ces liens de cause à effet.

4.4.2 *Les axes d'une stratégie moderne*

Face à ces difficultés, le groupe de travail a recommandé à la Direction générale de renoncer à un simple remodelage de la stratégie monétaire en cours et d'opter au contraire pour une approche entièrement nouvelle, qui prenne en compte à la fois les expériences faites par la Banque nationale et les découvertes les plus récentes de la recherche économique. Bien que refondue de bout en bout, cette stratégie n'en devait pas moins garantir, dans une

73 Kugler et Rich (2002).

certaine mesure, la continuité et l'indépendance de la politique monétaire suisse, afin de préserver la confiance que la Banque nationale s'était acquise par le passé. C'est ainsi que le groupe de travail ne voulait reprendre sans examen préalable ni les objectifs en termes d'inflation (*inflation targeting*) que quelques banques centrales avaient adoptés à l'époque, ni la stratégie à deux piliers de la Banque centrale européenne (BCE) nouvellement créée. Le nouveau concept de la Banque nationale devait continuer à garantir une politique monétaire transparente, fondée sur des règles claires, pour que le public puisse anticiper correctement le comportement de la BNS et former en matière d'inflation des attentes à long terme qui soient compatibles avec la politique envisagée par la Banque nationale. Il devait cependant aussi rendre possible une politique monétaire pragmatique et laisser à la Direction générale une marge de manœuvre suffisante de manière à lui permettre de réagir aux chocs avec souplesse. Le groupe de travail a fixé dès lors trois axes devant guider l'élaboration de cette nouvelles stratégie:

- Primo, le maintien de la stabilité des prix doit rester l'objectif de la politique monétaire helvétique; en effet, la littérature économique est unanime à considérer que la contribution essentielle d'une banque centrale à l'essor de l'économie consiste à préserver la stabilité des prix. Sans compter que les expériences de la BNS et les réactions de l'opinion publique suisse en période d'inflation ont corroboré cet enseignement.
- Secundo, il est important que la Banque nationale fixe davantage son attention sur l'avenir avant de prendre ses décisions de politique monétaire, étant donné que la conjoncture et le renchérissement ne réagissent qu'avec un retard important aux impulsions de cette politique. Autrement dit, la Banque nationale doit désormais pouvoir considérer la situation économique actuelle et future dans sa globalité et se faire une idée précise du mécanisme de transmission des impulsions monétaires à l'économie, ce que ne requerrait pas une stratégie monétariste. Puisque les opinions varient sur la nature du mécanisme en question, il est exclu que les modèles d'analyse et de prévision obéissent à des restrictions dogmatiques, et il importe au contraire de prendre en compte, si possible, tous les aspects significatifs pour la politique monétaire. Un rôle important continuera d'être attribué, de manière pragmatique, aux agrégats monétaires, du moins aussi longtemps que ceux-ci seront en mesure de fournir des indications utiles sur l'évolution à long terme de l'inflation.
- Tertio, il convient de mieux communiquer les décisions de politique monétaire. La Banque nationale avait appris, dans les années nonante, combien il était difficile d'expliquer le cours de la politique monétaire à

partir d'objectifs intermédiaires fixés une fois par an seulement ou à des intervalles encore plus longs (4.3.3). Pour les marchés et pour l'opinion publique, il est beaucoup plus simple de suivre la politique monétaire quand la banque centrale annonce ses décisions par le biais d'objectifs opérationnels en matière de taux d'intérêt. La communication concorde alors avec la situation visée à court terme par la banque centrale sur le marché monétaire. Il faut donc que l'objectif opérationnel se rapporte à un taux d'intérêt publié quotidiennement et non plus à un agrégat monétaire (4.6.5).

4.4.3 La nouvelle stratégie de la Banque nationale

La nouvelle stratégie monétaire a été élaborée par le groupe de travail au printemps et durant l'été 1999, puis adoptée par la Direction générale à l'automne de la même année, au terme de diverses discussions et de certaines adaptations. Entrée en vigueur en décembre 1999, elle a marqué pour la Banque nationale le changement de politique monétaire le plus important depuis le passage au régime des changes flottants en 1973⁷⁴. Cela étant, l'objectif de la politique monétaire, à savoir le maintien de la stabilité des prix, demeure inchangé. La stratégie repose sur les trois éléments suivants: une définition explicite de la stabilité des prix en guise d'ancrage à long terme, une prévision d'inflation à titre d'indicateur principal pour les décisions de politique monétaire et une marge de fluctuation pour le Libor à trois mois en tant qu'objectif opérationnel en vue de la mise en œuvre de cette politique.

Une définition explicite de la stabilité des prix en guise d'ancrage à long terme

À l'époque déjà où la politique monétaire était empreinte de monétarisme, soit de 1974 à 1999, les objectifs intermédiaires reposaient de manière implicite sur une définition de la stabilité des prix. Maintenant que la Banque nationale renonçait à un objectif de croissance en termes de masse monétaire, il lui fallait définir explicitement ce qu'elle entendait par stabilité du niveau des prix, afin de donner au marché et au public un point de repère quant à l'orientation de sa politique à moyen et à long terme. Ce faisant, non seulement elle ancrerait les prévisions d'inflation à long terme et l'évolution nominale de certaines variables économiques dans une base solide, mais encore elle retenait un critère de référence pour l'appréciation de sa politique monétaire. La Banque nationale a défini la stabilité des prix comme égale à une hausse annuelle de moins de 2% de l'indice suisse des prix à la

74 BNS (1999). Meyer (2000). BNS, 92^e rapport de gestion 1999, p. 33.

consommation (IPC), étant entendu – elle l’a d’ailleurs rappelé à plusieurs reprises – qu’un niveau des prix en baisse constante n’était pas compatible avec cette définition⁷⁵.

Ce n’est qu’au terme de longues discussions que la Banque nationale a trouvé un consensus sur la définition exacte de la stabilité des prix. La difficulté à s’entendre sur celle-ci a tenu notamment au fait qu’un certain nombre de représentants de la BNS avaient précédemment donné en public des définitions légèrement différentes de la stabilité des prix. Un premier sujet de discussion a eu trait au choix de l’indice auquel il convenait de se référer. En l’occurrence, c’est l’indice des prix à la consommation qui s’imposait, puisqu’il s’agit d’un instrument auquel la population suisse est habituée. Le choix d’une mesure de l’inflation moins connue, tel le renchérissement sous-jacent, aurait compliqué la communication. Il n’empêche que l’IPC n’est pas un étalon idéal pour mesurer l’évolution du renchérissement réel: la pondération de chacun des biens demeure inchangée pendant une certaine période, bien que les consommateurs adaptent leur «panier» à l’évolution des prix, que de nouveaux produits apparaissent sur le marché et que la qualité des produits existants s’améliore. L’indice des prix à la consommation est donc sujet à des erreurs de mesure. La Banque nationale est partie à l’époque de l’idée que l’IPC surestimait de 0,5 à 1% le niveau effectif de l’inflation. De plus, des fluctuations de l’IPC de l’ordre de $\pm 1\%$ autour du taux tendanciel n’ont rien d’inhabituel et ne requièrent aucune réaction de politique monétaire. Pour toutes ces raisons, la Banque nationale est parvenue à la conclusion qu’un renchérissement de 2% au plus, mesuré à l’indice des prix à la consommation, était compatible avec une stabilité effective des prix.

Un deuxième sujet de discussion concernait la question de savoir s’il convenait de déterminer une limite inférieure à la stabilité des prix. La Banque nationale s’y est opposée pour plusieurs raisons, ce qui impliquait du même coup qu’elle se refuse à fixer une fourchette de fluctuation explicite. En effet, une marge de 0 à 2% aurait impliqué un objectif de stabilité de 1% avec une dispersion probable de $\pm 1\%$. Or, la Banque nationale ne voulait pas donner l’impression de viser quoi qu’il arrive une inflation de 1% exactement; car tout taux d’inflation inférieur à 2% serait pour elle compatible avec la stabilité des prix, quand bien même il demeurerait de manière persistante proche des 2% ou inférieur à 1%. La Banque nationale n’entend pas – ni ne peut – procéder à un réglage fin à l’intérieur de cette fourchette. Ensuite, elle ne souhaitait pas fixer au taux d’inflation une limite inférieure qui aurait

75 Voir par exemple, BNS (1999), p. 9.

correspondu à l'erreur de mesure probable de l'IPC. D'un côté, l'ampleur exacte de cette erreur était inconnue, et de l'autre, l'institut d'émission voulait éviter de devoir réagir par une redéfinition de la stabilité des prix à chaque révision de la méthode de calcul de l'IPC, révision qui se serait également répercutée sur cette erreur.

Une prévision d'inflation à titre d'indicateur principal

Il fallait que la Banque nationale substitue à l'objectif de masse monétaire un nouvel indicateur de nature à étayer ses décisions de politique monétaire. En raison du long décalage – jusqu'à trois ans – qui sépare une impulsion monétaire de son effet sur la conjoncture et les prix, le recours à une prévision d'inflation paraissait logique. Certes, l'évolution de la masse monétaire avait pu passer précédemment, en quelque sorte, pour une prévision d'inflation simple. Mais la Banque nationale savait d'expérience qu'il est difficile d'axer la politique monétaire sur une seule variable d'information de ce type. Aussi la prévision d'inflation devait-elle reposer sur une assise plus large et inclure toutes les informations susceptibles d'entrer en ligne de compte. La Direction générale ayant besoin d'une certaine marge de manœuvre décisionnelle, cette prévision d'inflation devait, dans la nouvelle stratégie, servir d'indicateur principal et non pas d'objectif intermédiaire à proprement parler. Ce qui revient à dire que la Banque nationale peut, dans certaines circonstances, prendre des décisions qui ne s'appuient pas nécessairement, ou pas exclusivement, sur la prévision d'inflation.

La Banque nationale établit sa prévision d'inflation à partir de divers modèles économétriques (modèles structurels et séries temporelles) ainsi que d'indicateurs isolés (par exemple écart de production, indice des conditions monétaires, courbe des taux d'intérêt, cours de change, excès de liquidités). Puis ces informations sont synthétisées de manière adéquate jusqu'à déboucher sur une prévision consensuelle. A court terme sur l'échelle des prévisions (jusqu'à un an), ce sont les séries temporelles et les indicateurs du marchés financier – cours de change et courbe des taux d'intérêt – qui jouent un rôle prédominant. Sur un horizon d'un à deux ans, la prévision d'inflation est influencée par les modèles structurels et les indicateurs résultant de l'analyse conjoncturelle et, à partir de deux ans, avant tout par les indicateurs monétaires.

L'importance et la pondération des divers modèles peuvent changer au cours du temps. C'est à dessein que la Banque nationale a renoncé à mettre au point un modèle de prévision centralisé. En effet, au moment de la mise en œuvre de la nouvelle stratégie, elle manquait encore d'expérience pour se

fonder sur un modèle unique. D'autre part, la connaissance du mécanisme de transmission des impulsions monétaires est trop lacunaire pour que la réalité puisse être reproduite de façon satisfaisante dans un modèle unique. Sans compter qu'il est plus facile d'intégrer dans l'activité de prévision des indicateurs et des modèles nouveaux, de même que des connaissances théoriques nouvelles, lorsqu'il n'existe pas de modèle centralisé. Ce caractère ouvert du concept retenu par la BNS doit lui permettre d'améliorer constamment sa technique prévisionnelle.

Dans son activité de prévision, la Banque nationale admet comme hypothèse un taux d'intérêt à trois mois constant tout au long de l'horizon prévisionnel. Elle recourt donc à des prévisions dites conditionnelles. Si, pour un niveau de taux donné, sa prévision s'écarte durablement de la stabilité des prix, la politique monétaire doit être adaptée. La Banque nationale ne réagit cependant pas de façon mécanique, ce qui serait le cas en présence d'un strict *inflation targeting*. C'est au contraire le contexte économique qui détermine le laps de temps durant lequel elle entend ajuster les taux d'intérêt.

La prévision d'inflation est censée jouer également un rôle important sur le plan de la communication et contribuer à la transparence de la politique monétaire. C'est pourquoi la Banque nationale publie sa prévision à intervalles réguliers. Jusqu'en 2002, le rythme de cette publication était semestriel (juin et décembre) et la prévision était annoncée lors d'une conférence de presse qui suivait un examen de la situation. En mars 2003, la Banque nationale a opté pour un rythme trimestriel. Les prévisions sont publiées de manière ponctuelle sans indication de la marge d'erreur. Les risques qu'elles présentent sont expliqués par la Banque nationale dans le communiqué qui les accompagne. L'institut d'émission publie également les grandes lignes des scénarios économiques mondiaux qui sous-tendent en l'occurrence ses prévisions.

Une marge de fluctuation pour le Libor à trois mois en tant qu'objectif opérationnel

La Banque nationale met en œuvre sa politique monétaire en fixant comme objectif opérationnel une marge de fluctuation pour le Libor sur les dépôts à trois mois en francs suisses. Cette marge est habituellement d'un point. En outre, la Banque nationale précise quelle zone de la marge de fluctuation (moitié supérieure, milieu, moitié inférieure) elle entend viser. Le Libor (*London Interbank Offered Rate*) est le taux d'intérêt que paie une banque de premier ordre pour un crédit en blanc sur le marché monétaire. La *British Banker's Association* (BBA) le fixe quotidiennement à 11h. Pour le marché du franc, elle fonde son calcul sur les taux offerts par au moins huit banques sélectionnées sur la foi de leur réputation. Dans le calcul de la valeur

moyenne, la BBA exclut le quartile contenant les taux les plus élevés et le quartile contenant les taux les plus bas.

Un tel objectif opérationnel est à maints égards inhabituel. En premier lieu, la Banque nationale ne prend pas comme taux de référence un taux à très court terme (le taux au jour le jour par exemple), mais un taux du marché assorti d'une échéance à trois mois. Ensuite, elle fixe une marge de fluctuation et non un objectif ponctuel précis. Enfin, l'objectif fait référence à un taux d'intérêt déterminé hors du marché domestique.

Ce choix est lié au fait que la Banque nationale, vu la grande ouverture de l'économie suisse et les liens très étroits que sa place financière entretient avec l'étranger, doit être en mesure de réagir sans délai. Il s'agit souvent, en l'occurrence, d'interventions temporaires et limitées, destinées à compenser ou à étouffer dans l'œuf les perturbations exogènes qui pourraient se produire sur le marché monétaire. A l'époque où elle pratiquait une politique monétariste, la Banque nationale ne rendait pas public son objectif opérationnel. Elle avait ainsi tout le loisir de réagir avec souplesse aux turbulences sur les marchés financiers et de s'écarter à court terme de son objectif opérationnel sans avoir à s'en expliquer vis-à-vis du public. Dans le cadre de sa nouvelle stratégie, qui est plus transparente, il lui a fallu trouver un objectif opérationnel lui assurant une liberté de mouvement suffisante. Avec une marge de fluctuation d'un taux d'intérêt à trois mois, la Banque nationale peut faire temporairement varier l'approvisionnement en liquidités sans aussitôt s'écarter de son objectif opérationnel. Une marge de fluctuation large s'impose également pour la raison que le taux à trois mois, contrairement à celui de l'argent au jour le jour, échappe en partie au contrôle de l'institut d'émission, puisqu'il réagit aux attentes que les intervenants sur le marché forment quant à l'évolution à venir.

La Banque nationale a choisi le Libor comme référence pour trois raisons: il revêt de l'importance sur le plan économique, il ne peut être manipulé par un intervenant sur le marché et il ne dispose en Suisse d'aucun substitut adéquat. Que le Libor soit fixé à Londres ne pose aucun problème à la BNS. Ses opérations de politique monétaire font d'elle une institution capable d'influencer les marchés à court terme du franc dans le monde entier, car elle est la seule à pouvoir créer sans restriction des liquidités dans cette monnaie.

Le rôle des agrégats monétaires et des cours de change

Les agrégats monétaires demeurent dans la nouvelle stratégie de la BNS des indicateurs importants pour l'établissement de ses prévisions d'inflation. M_3 en particulier est un bon indicateur sur un horizon d'au moins deux ans. Son taux de croissance n'est pas le seul paramètre intéressant de cet agrégat.

L'excédent de monnaie, qui s'obtient en soustrayant le niveau observé d'un niveau d'équilibre théorique, joue lui aussi un rôle non négligeable. Sans compter que les agrégats monétaires livrent des informations précoces sur le cours de la conjoncture, car ils sont disponibles bien avant les chiffres de la comptabilité nationale, et ne requièrent guère de révision a posteriori.

Les cours de change, et notamment la relation de change entre l'euro et le franc, ont également leur place dans la nouvelle stratégie, en ce sens que leurs évolutions respectives constituent un facteur important de la prévision d'inflation. Ils agissent en effet doublement sur l'inflation, de manière directe à travers les prix à l'importation et de manière indirecte par leur influence sur le commerce extérieur – et donc sur l'utilisation des capacités de production. Cela étant, la Banque nationale ne poursuit pas d'objectif de change.

Le processus de décision dans la nouvelle stratégie

La mise en place du nouveau concept a eu des incidences sur le processus décisionnel de la politique monétaire. Si la Banque nationale a maintenu le rythme trimestriel de ses appréciations de la situation, soit mars, juin, septembre et décembre, la préparation du processus de décision, qui demeure de la compétence du 1^{er} département, exige des travaux nettement plus poussés que sous le régime monétariste.

Six semaines environ avant une appréciation de la situation, la Direction générale se voit soumettre pour approbation un scénario de base et, généralement, deux scénarios de rechange sur l'évolution de l'économie mondiale, qui forment ensemble les éléments sous-jacents aux prévisions. La Banque nationale a voulu accroître l'efficacité de son processus décisionnel en faisant en sorte que les membres de la Direction générale se mettent d'accord sur les bases de la prévision dès le début de la procédure servant à la déterminer. Les économistes établissent ensuite leurs prévisions à partir de modèles économétriques, et les résultats en sont discutés par les organes compétents qui s'accordent sur une prévision de consensus. La Direction générale reçoit les documents, accompagnés d'une proposition concrète sur la suite à donner à la politique monétaire, une semaine environ avant l'examen de la situation. Lors de ce dernier, elle prend sa décision de politique monétaire et charge le 3^e département de la mettre en œuvre.

La communication et la transparence

En adoptant une nouvelle stratégie, la Banque nationale entendait aussi améliorer la transparence de sa politique monétaire et la façon de la communiquer. Il lui importe d'expliquer et de justifier sa stratégie de manière publi-

que et dans les détails. C'est pourquoi elle a publié dans son Bulletin trimestriel⁷⁶ les principaux modèles sur lesquels elle fonde ses prévisions d'inflation.

La Banque nationale attache également une grande importance à l'information sur sa politique en cours. Après chaque appréciation trimestrielle de la situation, elle publie un communiqué de presse circonstancié dans lequel elle fait état de la marge de fluctuation du moment pour le Libor à trois mois et de la zone qu'elle vise à l'intérieur de cette fourchette, ainsi que de la nouvelle prévision d'inflation qui s'y rattache. Elle tient à cette occasion à motiver sa décision de politique monétaire. En juin et décembre, elle communique ces informations à la faveur d'une conférence de presse. Quelques semaines après l'examen de la situation, elle publie dans son Bulletin trimestriel le «Rapport sur la politique monétaire», qui présente dans les détails tous les indicateurs importants pour la politique monétaire.

Si une décision de politique monétaire tombe en dehors des appréciations trimestrielles de la situation, la Banque nationale publie également un communiqué de presse pour en justifier les raisons et indiquer la nouvelle marge de fluctuation. Dans ce cas, elle n'annonce pas de nouvelle prévision d'inflation. Un autre aspect important de la communication réside dans les interventions de la Direction de la Banque nationale et de ses économistes lors de réunions et de conférences au cours desquelles ils expliquent la stratégie monétaire ou la politique monétaire du moment.

Les différences par rapport à l'«inflation targeting»

Bon nombre de banques centrales qui ont renoncé à se fixer des objectifs en termes d'agrégats monétaires qualifient leur nouvelle stratégie d'*inflation targeting*. Malgré certains points communs aux deux approches, la Banque nationale a sciemment renoncé à définir ainsi la sienne. De son point de vue en effet, il existe de notables différences entre les deux:

- Si le concept de la Banque nationale est effectivement lié à une définition de la stabilité des prix, il n'obéit cependant pas à un objectif en termes d'inflation à proprement parler. La Banque nationale veut souligner ainsi que son objectif de stabilité s'inscrit dans la durée et qu'elle n'entend pas s'en écarter pour des considérations politiques à court terme. A l'inverse, les pays qui poursuivent un objectif en termes d'inflation le redéfinissent généralement à intervalles réguliers.
- Dans le cadre de son mandat légal et constitutionnel, la Banque nationale a défini elle-même ce qu'elle entend précisément par stabilité des prix. Il

76 Jordan et Peytrignet (2001). Stalder (2001). Jordan *et al.* (2002). Jordan et Savioz (2003).

s'agit là d'une différence essentielle par rapport aux situations dans lesquelles c'est le gouvernement qui détermine l'objectif d'inflation. Ainsi, en Suisse, il est exclu que le Conseil fédéral ou le Parlement puisse, pour des raisons politiques par exemple, fixer un objectif en termes d'inflation qui ne soit pas compatible avec la stabilité des prix.

- Une autre particularité réside dans le fait que la prévision d'inflation, qui s'inscrit dans la stratégie de la Banque nationale, représente le principal indicateur de la politique monétaire, sans constituer pour autant un véritable objectif intermédiaire. La stratégie de la BNS ne prévoit pas de réglage fin de l'inflation, et l'institut d'émission peut donc, si les circonstances l'exigent, s'accommoder d'écarts temporaires par rapport à la zone de stabilité des prix. Après un choc inflationniste, elle dispose en effet d'une marge de manœuvre quant à la durée du retour à la stabilité des prix. Elle est donc en mesure de tenir compte des incidences de sa politique sur l'économie réelle. Par contre, en présence d'un objectif en termes d'inflation, la banque centrale doit veiller constamment à conduire sa politique monétaire de telle sorte que son objectif intermédiaire, à savoir la prévision d'inflation, coïncide toujours exactement, sur l'horizon choisi, avec l'objectif en termes d'inflation.

4.4.4 La politique monétaire découlant de la nouvelle stratégie

Depuis l'introduction de la nouvelle stratégie, la politique de la Banque nationale a traversé trois phases distinctes. Une première phase, de décembre 1999 au milieu de 2001, a été placée sous le signe d'un resserrement progressif des rênes monétaires. Elle a été suivie jusqu'au milieu de 2004 d'une phase expansionniste, durant laquelle l'institut d'émission a abaissé son taux directeur à un niveau proche de 0%. Dans une troisième phase enfin, la Banque nationale a engagé un processus graduel de normalisation.

1^{re} phase: resserrement, de fin 1999 au printemps 2001

Quand la Banque nationale dévoila sa nouvelle stratégie lors de la conférence de presse du 10 décembre 1999, elle laissa entrevoir un léger resserrement de sa politique monétaire pour l'année 2000. Elle fixa la marge de fluctuation du Libor à trois mois dans une fourchette de 1,25% à 2,25% et publia sa première prévision d'inflation dans l'hypothèse d'un Libor constant à 1,75%. Elle prévoyait alors pour les trois années suivantes une inflation en faible hausse, qui ne menacerait toutefois pas la stabilité des prix.

Or, dès le mois de janvier 2000, il apparut de plus en plus clairement que la reprise de la conjoncture suisse, en raison de la marche très soutenue de

l'économie mondiale et de la relative atonie du franc, serait nettement plus vigoureuse que ce à quoi l'on s'attendait à peine un mois auparavant. Aussi, à partir de la mi-janvier, la Banque nationale laissa le Libor s'établir dans la partie supérieure de sa marge de fluctuation. En 2000, elle le releva en trois étapes de 1,75 point au total.

L'intervention initiale eut lieu le 3 février déjà – soit avant le premier examen trimestriel de la situation – avec un relèvement de la marge de fluctuation d'un demi-point, à 1,75%–2,75%. La Banque nationale amena le Libor dans la zone médiane de cette nouvelle fourchette. Cette mesure «hors calendrier» était apparue nécessaire eu égard à l'affaiblissement du franc face au dollar, qui signalait un assouplissement indésirable des conditions monétaires.

Les données conjoncturelles publiées après ce premier relèvement confirmèrent rapidement que l'économie avait fortement gagné en vigueur au second semestre de 1999 et que cet essor reposait sur une large assise. Par ailleurs, les premiers signes de surchauffe se faisaient sentir sur le marché du travail, et le franc restait plutôt faible. Dans ce contexte, la Banque nationale tenait à agir rapidement, afin de prévenir une hausse du taux d'inflation. Confrontée à la fin des années quatre-vingt à une situation semblable, elle avait alors réagi trop tard, l'économie ayant déjà pris son essor. La Banque nationale entendait éviter de commettre une deuxième fois la même erreur. Aussi, lors de son appréciation trimestrielle de situation du 23 mars 2000, releva-t-elle de trois quarts de point, à 2,5%–3,5%, la marge de fluctuation du Libor, visant dans l'immédiat un taux situé au milieu de cette fourchette. Inhabituel dans son ampleur, ce deuxième relèvement signalait aux marchés la détermination de la Banque nationale à contrecarrer une menace inflationniste qui se faisait croissante et à mener une politique monétaire autonome à l'égard de la BCE. Alors que le cours de l'euro s'était établi à 1,60 franc depuis le début de 1999, la monnaie helvétique se revalorisa nettement, accentuant d'autant le tour restrictif donné à la politique monétaire.

Et pourtant, la croissance économique s'accéléra. Le Libor ayant gagné dès la première quinzaine de juin la zone supérieure de la marge de fluctuation en raison de la perspective d'une hausse des taux d'intérêt, la Banque nationale se résolut à procéder à un troisième relèvement le 15 juin 2000, lors de son examen de la situation. Ce nouveau relèvement, d'un demi-point, porta la marge à 3%–4%, la Banque nationale visant désormais un Libor à 3,5%. A cette occasion, elle publia sa deuxième prévision d'inflation, selon laquelle la stabilité des prix resterait acquise à moyen terme grâce à un resserrement des rênes monétaires en temps opportun. En revanche, vu la vigueur

de l'expansion économique, la hausse des prix du pétrole et le retard avec lequel les mesures de politique monétaire influaient sur l'évolution des prix, la Banque nationale s'attendait pour l'année 2001 à une poussée passagère de l'inflation au-delà de la barre des 2%. Elle supposait toutefois que le resserrement de sa politique ramènerait l'inflation au-dessous de 2% dès 2002. C'est pourquoi, lors de ses appréciations de situation des 14 septembre et 8 décembre 2000, elle décida de maintenir la marge de fluctuation à 3%–4% et de continuer à viser un Libor de 3,5%.

La montée inattendue de la pression inflationniste au début de 2000, peu après l'introduction de la nouvelle stratégie, avait exposé cette dernière à une mise à l'épreuve qu'elle surmonta néanmoins fort bien. La prévision d'inflation et le choix d'une large base d'informations sur lesquelles la Banque nationale pouvait désormais s'appuyer se révélèrent très utiles et même fructueuses, aussi bien pour la prise de décisions en matière de politique monétaire qu'au niveau de la communication. Largement dimensionnée, la fourchette de fluctuation assurait à la Banque nationale une marge de manœuvre suffisante pour la mise en application de sa politique. Et l'épreuve de vérité, tôt survenue, lui avait permis de convaincre d'emblée les marchés de la pertinence de la politique autonome qu'elle entendait mener vis-à-vis de la BCE. Les médias et l'opinion publique réservèrent un bon accueil à la nouvelle stratégie, y voyant notamment un progrès notable en matière de transparence.

2^e phase: assouplissement et politique de bas taux d'intérêt, du printemps 2001 au milieu de 2004

Dans le courant du premier trimestre de 2001, les risques conjoncturels s'étaient nettement multipliés. L'industrie d'exportation pouvait certes encore profiter de la marche solide de l'économie européenne, mais le refroidissement aussi marqué qu'inattendu de la conjoncture américaine, l'éclatement de la bulle boursière à l'échelle mondiale et le ralentissement de l'activité économique en Asie menacèrent très vite d'enrayer le développement des exportations suisses. En dépit d'une demande intérieure relativement soutenue, la Banque nationale se vit contrainte de réviser ses prévisions de croissance. Cette circonstance, de même que le repli du prix du pétrole, l'incitèrent alors à réévaluer les risques d'inflation. Le danger que la hausse des prix franchisse la barre des 2% ayant nettement diminué, la Banque nationale opta lors de son appréciation de la situation du 22 mars 2001 pour une légère correction de cap et abaissa la marge de fluctuation du Libor d'un quart de point, soit à 2,75%–3,75%.

Lors de l'appréciation du 14 juin 2001, l'institut d'émission laissa cette marge inchangée. Sa prévision, qui tablait sur un Libor à 3,25%, supposait une inflation persistant à un niveau proche de 2% pour les trois années suivantes. Mais il fallut bientôt se rendre à l'évidence: la croissance économique des Etats-Unis se révélait inférieure aux attentes, et un constat identique s'imposait pour l'Europe et, en particulier, pour l'Allemagne. La Banque nationale en fut réduite à réviser une fois de plus à la baisse ses perspectives de croissance pour la Suisse.

Après les attentats terroristes du 11 septembre 2001, la Banque nationale décida le 17 septembre, soit trois jours avant la date prévue pour son appréciation de la situation, d'abaisser ses taux en même temps que la Réserve fédérale et la BCE, afin d'atténuer l'incertitude qui s'était emparée des marchés. Elle ramena la marge de fluctuation du Libor à 2,25%–3,25%, soit une diminution d'un demi-point, mesure que la Direction générale aurait de toute manière décidée lors de son appréciation de la situation du 20 septembre, et que les marchés du reste attendaient. La Banque nationale visa de nouveau un Libor se situant dans la zone médiane de cette fourchette.

Plusieurs banques centrales ayant abaissé leur taux simultanément, les écarts de taux entre les monnaies demeurèrent quasiment inchangés. Ce qui n'empêcha pas le franc de se revaloriser face à l'euro et au dollar, jouant une fois de plus son rôle historique de valeur refuge au lendemain de ces tragiques événements. La Banque nationale fit part de l'inquiétude que lui inspirait la fermeté du franc, notamment par rapport à la monnaie unique. Lors d'une séance extraordinaire d'appréciation de la situation qui eut lieu le 24 septembre, sept jours à peine après la dernière baisse, elle décida de réduire une fois encore la marge de fluctuation d'un demi-point, à 1,75%–2,75%, tentant par là de compenser le durcissement des conditions monétaires consécutif à la revalorisation du franc.

La détérioration marquée des perspectives conjoncturelles à l'échelle mondiale, la revalorisation subie par le franc et l'éloignement des risques d'inflation incitèrent la Banque nationale, lors de son appréciation de la situation du 7 décembre 2001, à réduire la marge de fluctuation du Libor d'un nouveau demi-point, ce qui la ramena à 1,25%–2,25%. Publiée au même moment, la prévision d'inflation restait, sur tout l'horizon couvert, nettement inférieure à 2%.

Lors de son appréciation de la situation du 21 mars 2002, la Direction générale décida de maintenir la politique monétaire en l'état tout en se réservant explicitement de réagir sans délai à d'éventuels changements inattendus de la conjoncture mondiale ou à des turbulences sur les marchés des changes.

Quelques jours plus tard, face aux accès de fermeté réitérés que manifestait le franc, la Banque nationale abaissa d'un huitième de point le taux d'intérêt appliqué aux pensions de titres, sur quoi le Libor diminua dans les mêmes proportions. Le 2 mai, lors d'une séance extraordinaire d'appréciation de la situation, la Direction générale réagit à la fermeté tenace du franc en réduisant d'un demi-point la marge de fluctuation du Libor, la ramenant ainsi à 0,75%–1,75%. Elle doubla la mise le 26 juillet, lors d'une nouvelle séance extraordinaire. La marge se situait désormais à 0,25%–1,25%. Ce nouvel assouplissement avait été précédé d'annonces relatives au fait que la croissance de l'économie s'avérait inférieure aux prévisions. Par la suite, la Banque nationale maintint le cap expansionniste de sa politique monétaire, les impondérables auxquels se trouvait soumise l'évolution de l'économie mondiale ne l'incitant pas à escompter un redressement de la conjoncture en Suisse avant le milieu de 2003. A ce moment-là, la stabilité des prix ne lui paraissait pas menacée à court et à moyen terme. Or, la prévision d'inflation de décembre 2002 montra que cette politique était incompatible avec la stabilité des prix à plus long terme.

Au début de 2003, la situation économique s'aggrava de nouveau, au point que l'on pouvait craindre alors que les Etats-Unis et l'Europe ne glissent dans une déflation, le conflit irakien contribuant à attiser cette inquiétude. En Suisse, le climat des affaires s'était nettement détérioré, et l'espoir d'une reprise au second semestre ne paraissait plus guère réaliste. Sans compter que le risque d'une nouvelle revalorisation du franc restait bien présent. L'inflation diminuait nettement – elle se situait tout juste au-dessus de 0% –, de sorte que la Banque nationale n'excluait plus un repli du renchérissement en deçà de ce seuil. Légèrement supérieur à 0,5%, le Libor se situait visiblement au-dessous du chiffre initialement visé. C'est dans ce contexte que la Direction générale décida le 6 mars 2003, en séance extraordinaire d'appréciation de la situation, d'abaisser de nouveau d'un demi-point la marge de fluctuation du Libor, pour la faire passer à 0,0%–0,75% et amener le Libor autour de 0,25%. La marge n'était donc plus que de trois quarts de point. Pour atteindre son objectif, la Banque nationale entreprit de conclure des pensions de titres à 0,11%, soit le plus bas niveau de taux d'intérêt jamais enregistré en Suisse. L'ampleur de la décision et le moment choisi pour la prendre surprirent les marchés. Rétrospectivement pourtant, cette mesure se révèle avoir été d'excellente tactique: le signal émis par la Banque nationale était si puissant que le franc se mit à faiblir tout au long des mois suivants. Malgré une baisse de taux somme toute modeste, la BNS a su, durant cette phase critique, engager une politique monétaire nettement plus expansionniste, afin de prévenir le danger d'une déflation.

A fin 2002, la Banque nationale avait annoncé vouloir désormais publier sa prévision d'inflation actualisée lors de chaque appréciation trimestrielle de la situation. Dès mars 2003, le marché et le public disposèrent donc d'une prévision affinée. Celle-ci reposait sur un Libor de 0,25% et indiquait une hausse de l'inflation à partir du milieu de 2004, hausse qui, par suite d'une politique monétaire devenue plus expansionniste, serait davantage marquée qu'en décembre 2002. Si cette politique avait été poursuivie, la limite supérieure de la zone de stabilité des prix aurait été franchie dans le courant de l'année 2005. Mais la Banque nationale jugea le laps de temps qui lui restait suffisant pour lui permettre de corriger son cap expansionniste et garantir la stabilité du niveau des prix à moyen terme. En conséquence, elle maintint la marge de fluctuation à 0%–0,75% jusqu'au début du second semestre de 2004 en visant un Libor de 0,25%.

Durant cette deuxième phase, la Banque nationale dut relever de grands défis de politique monétaire. Sa nouvelle stratégie lui permit d'absorber toute une série de chocs subis par l'économie mondiale, en particulier l'écèlement de la bulle spéculative sur les valeurs technologiques, l'inquiétude suscitée par les attentats terroristes du 11 septembre 2001, la vague de pneumopathie atypique (SRAS) et le déclenchement des hostilités en Irak. En abaissant de 3,25 points au total la marge de fluctuation du Libor, elle parvint, dans une situation extrêmement délicate pour l'économie suisse, à briser les tendances à la revalorisation du franc sans compromettre la stabilité des prix. A cet égard, sa décision du 6 mars 2003 fut exemplaire, dans la mesure où la Banque nationale ne fonda pas sa prévision d'inflation sur une approche mécaniste. Bien que cette prévision n'impliquât pas d'abaisser les taux d'intérêt à l'époque, la Direction générale put réduire la marge de fluctuation du Libor après en avoir pesé tous les risques.

3^e phase: normalisation graduelle, à partir du milieu de 2004

L'abaissement des taux d'intérêt à près de 0% était intervenu dans un contexte tout à fait inhabituel. Alors que le danger d'une déflation s'estompait, la Banque nationale chercha un moyen de se dégager d'une politique axée sur des taux d'intérêt très bas. La discussion consacrée à cette stratégie dite de sortie tourna surtout autour du choix du moment et de la vitesse propices à la nécessaire remontée des taux d'intérêt. La Direction générale opta pour un processus de normalisation progressive, dont le rythme dépendrait de l'évolution de l'économie et de l'inflation. Elle lança la première étape le 17 juin 2004, en relevant d'un quart de point la marge de fluctuation du Libor, à 0%–1%, ce qui la ramenait à sa bande initiale d'un point. A l'intérieur de

cette marge, la Banque nationale visait un Libor de 0,5%. Sa politique monétaire resta très expansionniste même après le relèvement de ce taux, car elle était censée soutenir la reprise conjoncturelle qui se dessinait. Pour un Libor à 0,5%, la prévision d'inflation tablait sur un renchérissement moyen de moins de 2% entre 2004 et 2006, qui devait toutefois s'accélérer nettement à partir du milieu de 2005. Lors de l'appréciation de la situation du 16 septembre 2004, la Direction générale put constater que la conjoncture s'était redressée comme elle l'avait escompté et que tout indiquait que cet essor allait se poursuivre. Aussi décida-t-elle de relever la marge de fluctuation d'un quart de point supplémentaire pour la porter à 0,25%–1,25%.

Lors de son examen de la situation du 16 décembre 2004, la Banque nationale décida d'interrompre provisoirement le processus de normalisation, car le rythme de la reprise en Suisse avait ralenti, ce qui, conjugué au fléchissement du dollar et à la diminution de l'excédent de monnaie, atténuait la pression inflationniste à moyen terme. Selon la prévision retenue, et dans le contexte d'une politique monétaire inchangée, l'inflation ne se serait accélérée que dans le courant de 2006. La poursuite de la normalisation à ce moment-là aurait pu être de nature à menacer la reprise.

La croissance de l'économie suisse est demeurée modérée durant la première moitié de l'année 2005. En raison surtout de la faiblesse de la conjoncture en Europe, les exportations et les investissements en biens d'équipement enregistrèrent une évolution décevante. Du fait de la hausse du prix du pétrole à un niveau record, les perspectives de l'économie mondiale suscitaient alors une grande inquiétude. Dans ce contexte, la Banque nationale put poursuivre une politique monétaire expansionniste et, ce faisant, continuer à soutenir la conjoncture. Lors de ses examens de situation des 17 mars, 16 juin et 15 septembre 2005, la Direction générale laissa la marge de fluctuation du Libor en l'état, soit 0,25%–1,25%. Si les prévisions d'inflation indiquaient un relâchement de la pression inflationniste à moyen terme, le taux de renchérissement n'en dépassait pas moins la barre des 2% à la fin de l'horizon de prévision. La Banque nationale signala donc aux marchés qu'un relèvement ultérieur des taux était inévitable et qu'elle reviendrait à la normalisation de sa politique dès que la reprise de la conjoncture se serait confirmée. Elle suivait en outre avec attention l'évolution du marché immobilier, car les crédits hypothécaires augmentaient rapidement, et des distorsions risquaient d'apparaître sur ce marché.

Dans le courant du second semestre de 2005 et davantage encore vers la fin de l'année, les signes d'une reprise plus vigoureuse et à l'assise plus large se sont multipliés en Suisse. Aussi la Direction générale s'est-elle résolue, lors

de son appréciation de la situation du 15 décembre 2005, à reprendre la normalisation de sa politique monétaire et à relever la marge de fluctuation du Libor d'un quart de point, à 0,5%–1,5%. Malgré l'hypothèse d'un Libor en hausse, la nouvelle prévision d'inflation continuait à signaler une rupture de la stabilité des prix à la fin de l'horizon observé. La Direction générale souligna à cette occasion la nécessité de poursuivre l'ajustement graduel de la politique monétaire, au fur et à mesure de la reprise conjoncturelle. La Banque nationale a procédé à cette adaptation en 2006, puisque la Direction générale a relevé la marge de fluctuation du Libor à chaque appréciation de la situation effectuée au cours de l'année; à la fin de 2006, la marge s'inscrivait à 1,5%–2,5%.

Durant cette troisième phase, la Banque nationale s'est fixé pour mission de normaliser une politique monétaire devenue expansionniste et de ne pas étouffer ce faisant la reprise économique qui s'était engagée. Sa nouvelle stratégie l'a aidée à transmettre cet ambitieux processus de normalisation au marché monétaire, sans pour autant provoquer de mouvements sur les marchés des changes. Sa marge de manœuvre lui a permis d'interrompre temporairement ce processus eu égard à la faiblesse de la conjoncture, bien que l'inflation dépasse la limite des 2% au terme de la période de prévision. Au cours de cette phase délicate, la Banque nationale a su, par sa politique d'information et ses opérations sur le marché monétaire, infléchir dans le sens de ses vues les attentes du marché en matière de taux d'intérêt.

4.4.5 *L'appréciation de la nouvelle stratégie*

La Banque nationale a pour mission de mener une politique monétaire dans l'intérêt général du pays et d'assurer la stabilité des prix en tenant compte de l'évolution de la conjoncture. Grâce à la nouvelle stratégie qui revêt à ses yeux une importance fondamentale, elle est en mesure de remplir ce mandat en toute autonomie. Durant les six années qui se sont écoulées depuis sa mise en œuvre, cette stratégie a remarquablement fait ses preuves, qui plus est dans un contexte marqué par de fortes turbulences internationales et de grands défis en termes de politique monétaire. La Banque nationale a pu réagir avec souplesse à toute une série de chocs graves sans menacer la stabilité des prix. De 2000 à 2006, l'inflation moyenne a à peine dépassé 1% par an. Il n'est pas un seul mois durant lequel elle ait franchi la barre des 2%, que la Banque nationale considère comme la limite supérieure de la stabilité des prix. Cette stratégie a permis à la BNS d'exploiter la marge de manœuvre à sa disposition pour soutenir la conjoncture, sans pour autant que les prévisions d'inflation à moyen et long terme ne sortent de la zone de stabilité des prix. De surcroît,

la Banque nationale a su canaliser les pressions à la revalorisation du franc face à l'euro, en dépit du fléchissement massif du dollar.

Grâce à sa nouvelle stratégie, la Banque nationale a été à même, sur un plan objectif, de systématiser et d'approfondir ses choix de politique monétaire, mais aussi de les étayer sur une base nettement plus large qu'auparavant. Cette stratégie a également fait ses preuves lors de la mise en œuvre des décisions de politique monétaire. Du fait de la largeur de la marge de fluctuation et du taux de référence choisi pour les crédits d'une durée de trois mois (Libor à trois mois), la Banque nationale a disposé d'une souplesse suffisante pour réagir rapidement aux perturbations qui affectent les marchés financiers, sans remettre en question l'orientation fondamentale de sa politique. Enfin, la logique de la nouvelle stratégie a rendu beaucoup plus aisée la communication avec le marché et le public, qui l'ont bien comprise et accueillie favorablement.

D'autres facteurs ont sans doute aussi contribué au succès de cette politique: une forte concurrence internationale – conséquence de la mondialisation croissante – et les progrès réalisés en matière de productivité qui ont découlé des avancées fulgurantes dans les technologies de l'information et des télécommunications ont facilité la tâche de la Banque nationale. La conjonction de ces deux phénomènes a atténué les pressions inflationnistes. Le fait que, depuis la création de la BCE, la politique monétaire a été dans une grande partie de l'Europe axée résolument sur le maintien de la stabilité des prix devrait également avoir joué un rôle dans la réussite de la politique monétaire helvétique. Depuis l'application de la nouvelle stratégie, la Suisse a échappé à des crises monétaires majeures. Auparavant, ces crises avaient régulièrement placé la Banque nationale devant des choix délicats, comme le montre le chapitre qui va suivre.

4.5 L'autonomie de la politique monétaire et le franc suisse

UMBERTO SCHWARZ

4.5.1 Introduction

Au cours des dernières décennies, la Banque nationale s'est attachée à maintenir l'autonomie de sa politique monétaire et à défendre l'indépendance du franc. A deux reprises durant cette période, sa détermination s'est manifestée de manière particulièrement nette. Les inconvénients des cours de changes fixes étaient apparus une première fois en 1973 au moment de l'abandon du régime de Bretton Woods. Dans la mesure où le franc est maintenu

dans un rapport de change fixe avec la monnaie d'un pays qui ne poursuit pas une politique de stabilité des prix, cette dernière ne peut pas non plus être assurée en Suisse. Un second événement, intervenu à la fin des années septante, renforça la volonté d'autonomie de la Banque nationale. En octobre 1978, cette dernière décida de contenir la revalorisation du franc par rapport au mark allemand en fixant un plancher temporaire de 0,80 franc pour 1 mark. Pour atteindre son objectif, la Banque nationale fut contrainte d'accroître considérablement la masse monétaire, ce qui entraîna quelques années plus tard une forte poussée inflationniste. Ces deux épisodes marquèrent la mémoire collective de la Banque nationale.

En dépit des inconvénients patents d'un régime de changes fixes, l'opportunité d'un ancrage du franc fut envisagée à maintes reprises. Diverses considérations auraient pu militer en faveur d'un tel choix. Il n'était par exemple nullement certain que le pays dans la monnaie duquel le franc aurait pu être fixé suivrait nécessairement une politique inflationniste, comme le firent les Etats-Unis à la fin des années soixante. Par ailleurs, les pays de la Communauté européenne (CE) témoignaient d'une volonté d'intégration monétaire croissante, qui se concrétisa dans le Système monétaire européen (SME) tout d'abord, puis dans l'Union économique et monétaire (UEM). Or, ces deux constructions reposaient sur la fixité des cours de change. Enfin, la Suisse connut à la fin des années quatre-vingt des difficultés d'ordre monétaire qui amenèrent la Banque nationale à s'interroger sur le bien-fondé de la stratégie alors en vigueur. Un retour à des cours de change fixes fut néanmoins toujours rejeté, et cela pour plusieurs raisons.

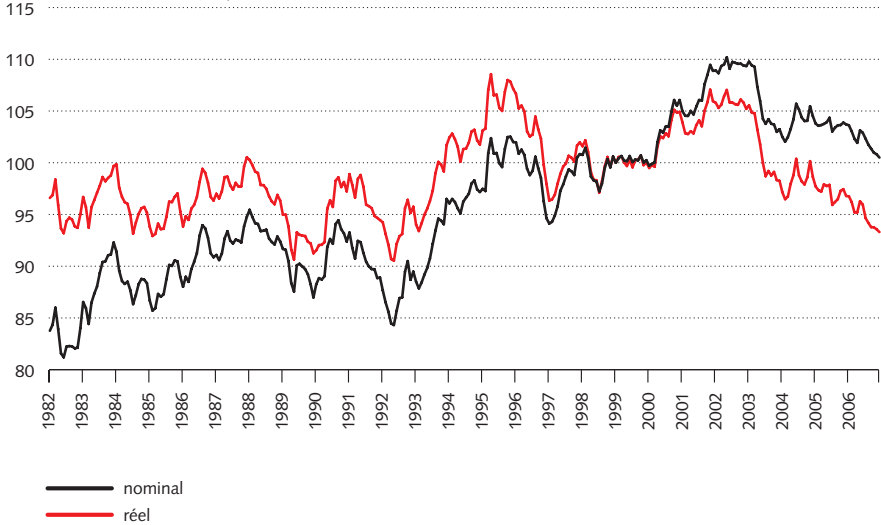
Premièrement, un ancrage du franc aurait signifié la fin de l'autonomie monétaire de la Banque nationale. L'évolution des taux d'intérêt à court terme en Suisse aurait en effet dépendu des conditions monétaires prévalant à l'étranger, de sorte que la politique monétaire n'aurait plus été en mesure de répondre aux besoins de l'économie dans son ensemble, mais aurait été tout entière axée sur la défense de la parité.

Deuxièmement, le taux d'inflation en Suisse aurait été déterminé essentiellement par la politique monétaire de la banque centrale émettrice de la monnaie à laquelle le franc aurait été rattaché. Certes, des facteurs spécifiques à l'économie helvétique auraient continué d'influer sur l'évolution des prix en Suisse. Mais les possibilités de s'écarter fondamentalement de la tendance découlant de la politique monétaire suivie à l'étranger auraient été inexistantes. Qui plus est, la tendance à la revalorisation réelle du franc, observée durant toutes ces années, se serait traduite par une inflation supérieure à celle du pays de référence.

Graphique 4.3

Indice du cours du franc face à l'euro

Janvier 1999 = 100; jusqu'en décembre 1998 face aux monnaies de la zone euro



Sources : BNS, Bulletin mensuel (diverses années). BNS, Bulletin mensuel de statistiques économiques (diverses années).

Troisièmement, un ancrage du franc aurait réduit l'écart de taux d'intérêt entre les avoirs en francs et les avoirs en marks, en euros ou en dollars. Etant donné que les taux suisses étaient inférieurs aux taux étrangers, un tel rapprochement – synonyme de réduction du «bonus» d'intérêt – aurait correspondu à une politique monétaire temporairement plus restrictive. La hausse des taux d'intérêt qui se serait ainsi manifestée en Suisse aurait constitué une source de difficultés pour les débiteurs (entreprises, propriétaires d'immeubles et collectivités publiques) traditionnellement au bénéfice de taux relativement bas. Elle ne serait demeurée modeste que si un doute avait entaché la crédibilité de l'ancrage, mais ce dernier aurait alors perdu une grande partie de son utilité.

4.5.2 Les relations avec le Système monétaire européen

Après l'effondrement du système de Bretton Woods, la question de la fixation des cours de change du franc fut notamment examinée à la fin des années septante, lorsque les pays de la CE prirent la décision de créer un système de changes fixes mais ajustables, le SME. En 1979, un groupe de travail sur la situation monétaire internationale présidé par Pierre Languetin, directeur général de la Banque nationale, examina les options qui s'offraient alors à la

Suisse⁷⁷. Ces options étaient au nombre de cinq. La première – participation à part entière au SME – fut rejetée d'emblée, la Suisse n'étant pas membre de la CE. La deuxième – abstention totale de la Suisse – fut considérée comme dépassée, en raison de la politique de change suivie par la Banque nationale depuis le 1^{er} octobre 1978. Les trois dernières options furent jugées plus réalistes. La troisième – participation au système des cours de change et au mécanisme d'intervention – avait l'avantage de souligner la volonté de coopération de la Suisse. Elle fut néanmoins rejetée, non pas parce qu'elle aurait impliqué l'adoption d'une parité fixe bien qu'ajustable, mais du fait notamment de l'opposition d'un membre important du SME et du statut subordonné que la Suisse se serait vu attribuer dans une telle construction (2.4.1). La quatrième option – politique autonome mais parallèle de la Suisse – fut rejetée, pour la raison que l'on ne voulait pas donner l'impression que la Suisse se distanciant de la coopération monétaire en Europe, ce qui aurait pu exercer des effets négatifs sur le franc. On s'arrêta donc à la cinquième option, c'est-à-dire la coopération avec le SME sans participation au système des cours de change et au mécanisme d'intervention. La nature et les détails de cette coopération furent précisés dans un projet d'accord visant à régler les modalités d'une possible collaboration entre les banques centrales des pays participant au SME et la Banque nationale. Selon ces modalités, la Banque nationale aurait pu intervenir en monnaies des pays participant au SME.

La Banque nationale procéda à des échanges de vues informels avec plusieurs banques centrales européennes au sujet des modalités d'une telle collaboration. Il apparut toutefois clairement qu'une collaboration monétaire avec la Suisse ne constituait pas une priorité pour les participants au SME. Pour la Banque nationale également, la question avait perdu de son urgence, étant donné les résultats de la politique de stabilisation du franc menée depuis le mois d'octobre 1978⁷⁸ (2.4.2).

En 1987, la Banque nationale se livra à une nouvelle analyse des relations entre la Suisse et le SME. Les conclusions auxquelles elle était parvenue une dizaine d'années plus tôt furent pour l'essentiel confirmées. Aussi bien une collaboration étroite avec le SME – impliquant notamment la participation au système des cours de change et au mécanisme d'intervention – qu'une politique totalement autonome furent rejetées. La Banque nationale tenait toutefois à souligner sa volonté de coopération avec le SME. Elle s'y employa, mais d'une autre façon qu'en 1978. Elle ne souhaitait plus en effet obtenir

77 Situation monétaire internationale (1979).

78 BNS, à la Délégation du Conseil fédéral pour les questions économiques générales (1979).

la possibilité d'intervenir en monnaies des pays participant au SME, car les pays du SME eux-mêmes utilisaient essentiellement des dollars des États-Unis, et non des monnaies communautaires, pour leurs interventions sur les marchés des changes. En outre, la Banque nationale était de moins en moins convaincue de l'utilité des interventions stérilisées. En d'autres termes, elle considérait avec un certain scepticisme l'impact qu'une modification de la composition de l'actif de son bilan serait susceptible d'avoir sur la constellation des cours de change. A ses yeux, la valeur extérieure du franc ne pouvait être affectée que par le degré de restriction de la politique monétaire, c'est-à-dire par la variation du total de son bilan et non par sa composition. Aussi, pour manifester sa volonté de coopération et contribuer au renforcement des relations entre la CE et la Suisse sur le plan monétaire, la Banque nationale décida-t-elle de demander le statut de tiers détenteur d'Ecus. Elle l'obtint en janvier 1989.

4.5.3 *La question du régime de change*

A partir du milieu des années quatre-vingt, la conduite de la politique monétaire fut plus difficile à mener. Dans un contexte de croissance économique relativement forte, cette politique devint plus expansionniste. En outre, vers la fin de la décennie, plusieurs chocs exogènes affectèrent la demande de monnaie (4.3.2 et 4.6.2). L'inflation fit son apparition. Entre 1989 et 1993, elle dépassa 2% par année et, en 1991, excéda même 6%. Dans ces conditions, la Banque nationale examina à plusieurs reprises les alternatives qui s'offraient à elle en matière de politique monétaire et considéra notamment l'opportunité de fixer le cours de change.

Elle y était poussée en particulier par l'expérience autrichienne. Depuis 1979 en effet, le schilling était rattaché au mark, non sans succès. Mais toute comparaison avec la situation du franc péchait à plusieurs égards⁷⁹. En premier lieu, les taux d'intérêt prévalant en Suisse étaient traditionnellement inférieurs aux taux allemands, alors que les taux autrichiens ne l'étaient pas. Un ancrage du franc aurait ainsi eu pour effet de relever le niveau des taux d'intérêt en Suisse, contrairement à ce qui s'était passé en Autriche. Ensuite, l'écart entre les taux suisses et allemands était plus volatil que l'écart entre les taux allemands et autrichiens, reflet là encore du caractère autonome de la politique monétaire helvétique. Par ailleurs, le franc avait connu face au mark une revalorisation réelle plus forte que celle enregistrée par le schilling. Aussi, en présence d'un cours de change nominal fixe, l'inflation en Suisse

79 Rich (1990b).

aurait-elle été plus élevée qu'en Autriche et, a fortiori, qu'en Allemagne. On peut également relever que les relations commerciales de la Suisse étaient plus diversifiées que celles de l'Autriche, essentiellement axée sur l'Allemagne. Selon l'évolution du cours de la monnaie allemande, l'ancrage du franc au mark aurait donc pu avoir des incidences fâcheuses sur le cours moyen pondéré par les exportations, entravant indûment les échanges entre la Suisse et les pays tiers, ou créant des pressions sur le niveau des prix. Enfin, la Suisse, en tant qu'important centre financier n'imposant aucune restriction aux mouvements de capitaux, devait être en mesure de faire face aux substitutions d'actifs dans les portefeuilles des agents économiques, non seulement par le biais d'une variation de la quantité de monnaie, mais aussi par celui d'une fluctuation des cours de change.

Une remise en question de l'autonomie de la politique monétaire de la Banque nationale aurait été d'autant plus risquée qu'elle serait intervenue alors même que le mark s'apprêtait à relever plusieurs défis. Il apparaissait peu opportun de lier le sort du franc au mark à un moment où cette dernière monnaie risquait de connaître des difficultés à la suite de la réunification allemande et des bouleversements intervenus dans les pays d'Europe centrale et orientale, et tandis que l'UEM était en train de prendre forme.

4.5.4 Le défi posé par l'Union économique et monétaire

La CE a connu d'importants développements au cours des dernières décennies. Le rapport Delors (1989), le traité de Maastricht (1992), l'introduction de l'euro, sous forme de monnaie scripturale d'abord (1999), de numéraire ensuite (2002), en constituèrent les principales étapes sous l'angle monétaire. Cette évolution et l'avènement de la monnaie unique en particulier suscitèrent en Suisse de nombreuses interrogations. Ces dernières amenèrent la Banque nationale à examiner à maintes reprises la façon de gérer au mieux ses relations avec les monnaies des pays de l'UE et avec l'euro. Les questions soulevées avaient trait à la crainte d'une revalorisation du franc, à celle d'une volatilité accrue des cours de change, au risque d'une perte d'autonomie en matière de politique monétaire et aux conséquences d'une utilisation croissante de l'euro en Suisse, évolution qui, à terme, aurait risqué de marginaliser le franc.

Les craintes et le scepticisme que la Banque nationale pouvait nourrir à l'endroit de l'UEM n'apparurent pas de prime abord. En 1991, ayant constaté que le rapport Delors visait à la stabilité des prix, qu'il prévoyait l'indépendance des banques centrales et qu'il envisageait la mise en place de mesures d'accompagnement sur le plan budgétaire, la Banque nationale estima que

l'unification monétaire n'entraînerait aucun problème, dans la mesure où ces principes étaient déjà ceux de la Suisse⁸⁰. En 1995 toutefois, l'appréciation de la situation se modifia fondamentalement. Dans l'intervalle, la stabilité des prix avait été rétablie en Suisse et le franc avait retrouvé de la vigueur. Au sein de l'UE en revanche, la crise du SME, survenue en 1992, avait entamé le capital de confiance qui s'était formé dans les années quatre-vingt. En Allemagne, le public se mit à douter que la future monnaie européenne se révélerait aussi stable que le mark.

Pour faire obstacle, le cas échéant, à une revalorisation excessive du franc par rapport au mark ou à la monnaie unique, la Banque nationale disposait théoriquement de trois types de mesures: elle pouvait arrimer le franc à la monnaie commune, limiter l'afflux de fonds étrangers ou assouplir sa politique monétaire. Les deux premières options furent écartées en raison de leurs inconvénients majeurs, apparus lors des expériences faites dans les années septante. L'hypothèse d'un ancrage du franc fut rejetée en raison de la perte d'autonomie monétaire qu'elle aurait impliquée: la responsabilité de la politique monétaire aurait en effet été transférée *de facto* à la Banque centrale européenne (BCE), et les taux d'intérêt à court terme se seraient alignés sur ceux de la zone euro. Le «bonus» d'intérêt aurait ainsi largement disparu. Quant aux mesures dirigistes appliquées dans les années septante, telles que les intérêts négatifs et les interdictions de placement, elles furent écartées elles aussi, étant considérées comme anachroniques et inefficaces (2.4.3). Dans un contexte de mondialisation des marchés financiers, elles n'auraient guère pu influencer sur les cours de change. En outre, elles auraient créé des distorsions préjudiciables à l'économie. C'est donc la troisième option qui fut retenue. La Banque nationale était de l'avis que, dans la phase de stagnation ou de récession consécutive à une envolée du franc, un assouplissement temporaire de la politique monétaire ne représenterait pas une menace pour la stabilité des prix⁸¹.

La politique que la Banque nationale entendait dès lors adopter dans une telle éventualité fut rendue publique⁸². L'institut d'émission annonça que si le franc devait se revaloriser dans une mesure indésirable, il laisserait d'abord agir les stabilisateurs automatiques de la conjoncture, tout en maintenant une politique axée rigoureusement sur un objectif de croissance d'un agrégat monétaire. L'affaiblissement de la conjoncture qui découlerait du raffermisse-

80 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1991), 29 août, n° 299/3.

81 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1995), 16 novembre, n° 470.

82 Lusser (1996).

ment du franc entraînerait par lui-même un repli des taux d'intérêt en Suisse, qui suffirait à freiner la hausse du franc et insufflerait un nouvel élan à la conjoncture. Au cas où la baisse des taux d'intérêt ne suffirait pas à protéger l'économie d'une revalorisation excessive du franc, la Banque nationale pourrait adopter une attitude plus activiste, en assouplissant sensiblement sa politique monétaire. Elle était certes consciente que, ce faisant, elle s'engagerait sur une voie très délicate, car le relâchement des rênes monétaires qu'il lui faudrait alors consentir pour contrer une revalorisation prononcée du franc risquerait de compromettre la stabilité des prix à moyen terme. Elle admettait de la sorte que, sans un abandon de l'objectif de la stabilité des prix, elle ne serait vraisemblablement pas en mesure d'empêcher toute fluctuation indésirable des cours de change. Elle éviterait néanmoins les inconvénients d'un rattachement du franc suisse à l'euro.

La réponse qu'il conviendrait d'opposer à une revalorisation excessive du franc fut également examinée par des groupes de travail de la Commission pour les questions conjoncturelles⁸³ et de l'Administration fédérale⁸⁴, groupes auxquels participèrent des représentants de la Banque nationale. Les analyses de ces groupes de travail aboutirent pour l'essentiel aux mêmes conclusions que la Banque nationale: l'option de l'ancrage présentait un avantage certain, celui de donner un signal clair aux marchés, alors que son principal inconvénient résidait dans le risque non négligeable d'inflation à moyen terme qu'elle pouvait entraîner. Deux raisons furent avancées à cet égard. D'un côté, le franc ayant depuis longtemps, et en particulier depuis 1973, manifesté une tendance à la revalorisation réelle, son ancrage dans une relation de change fixe avec la monnaie unique aurait impliqué un taux d'inflation plus élevé que celui qui prévalait dans un système de changes flottants. De l'autre, si cette revalorisation était la conséquence d'une politique monétaire européenne inflationniste, le rattachement du franc à la monnaie commune n'aurait constitué qu'une solution précaire, car il aurait substitué l'inconvénient de l'inflation importée à celui de la hausse du franc. Dans ces conditions, le retour à la stabilité des prix aurait nécessité à plus ou moins brève échéance une modification de la parité. Or, toutes les expériences historiques montrent que ce genre de décision n'est pas facile à prendre. Un inconvénient supplémentaire, mais dont l'ampleur parut alors difficile à estimer, aurait résulté d'une probable réduction de l'écart entre les taux d'intérêt.

83 Commission pour les questions conjoncturelles (1996).

84 La Suisse et l'Union économique et monétaire européenne (1998).

Dans les faits, les craintes d'une revalorisation excessive du franc s'avèrent injustifiées. Il en alla de même de celles qui étaient liées à une volatilité accrue du franc. Au contraire, cette volatilité diminua après l'introduction de l'euro. La politique monétaire menée par la Banque nationale montra également que son autonomie était restée intacte. Enfin, les craintes d'une moindre utilisation du franc en Suisse se révélèrent elles aussi infondées. La Banque nationale ne les avait d'ailleurs jamais partagées, vu le niveau élevé des coûts de transaction qui auraient résulté de l'utilisation en parallèle de deux monnaies. Ce n'est que dans l'éventualité d'une très forte inflation – qui n'aurait d'ailleurs jamais été tolérée par la Banque nationale – que le consommateur aurait pu retirer un bénéfice de l'utilisation de l'euro en Suisse.

Les options de politique monétaire esquissées ci-dessus demeurent valables quelle que soit la stratégie adoptée par la Suisse dans ses relations avec l'UE, à l'exception de celle de l'adhésion. La sphère monétaire reste en effet épargnée aussi bien sous le régime des accords sectoriels bilatéraux qu'en cas de participation de la Suisse à l'Espace économique européen (EEE) ou d'adoption de la voie solitaire. Le franc continue d'être la monnaie nationale, et l'autonomie de la politique monétaire est fondamentalement garantie. La situation serait en revanche tout autre si la Suisse adhéra à l'UE. Dans ce cas, le franc devrait être abandonné tôt ou tard au profit de l'euro. La Banque nationale intégrerait le Système européen de banques centrales, et la politique monétaire menée en Suisse deviendrait celle de la zone euro. La Banque n'a jamais pris officiellement position sur l'opportunité ou la probabilité d'une adhésion de la Suisse à l'UE, reconnaissant par là la prééminence du politique en cette matière. Mais ses représentants ont à maintes reprises précisé quelles seraient les conséquences monétaires et économiques qui découleraient d'une telle décision.

En cas d'adhésion de la Suisse à l'UE, les conséquences d'une adoption de l'euro ne différeraient pas fondamentalement de celles de l'ancrage. Elles présenteraient néanmoins certaines particularités. L'autorité monétaire de la Banque nationale disparaîtrait irrémédiablement, avec pour effet, à long terme, que le taux d'inflation en Suisse serait essentiellement déterminé par la politique monétaire de la zone euro. Des facteurs spécifiques à l'économie nationale continueraient certes d'influencer l'évolution des prix sur le marché domestique, mais sans que celle-ci ne puisse s'écarter systématiquement de la tendance dictée par la politique de la BCE. Cette perte d'autonomie monétaire serait certes partiellement compensée par la possibilité pour la Banque nationale de participer aux décisions de politique monétaire de la BCE. Mais les représentants de la BNS ont souvent souligné la faible portée de

la voix que la Suisse pourrait faire valoir au sein d'un tel organisme où certains pays pèsent d'un grand poids et dans lequel le nombre de pays participant devrait encore s'accroître. Les fluctuations de change et les inconvénients liés à une éventuelle revalorisation ou à une volatilité excessive du franc face à l'euro disparaîtraient complètement. Les taux d'intérêt à court terme seraient les mêmes en Suisse et dans le reste de la zone euro. S'agissant des rémunérations à long terme, une forte réduction, voire la disparition complète de l'écart habituel entre taux d'intérêt nominaux, interviendrait très vraisemblablement. Cette réduction serait plus forte que dans l'hypothèse d'un simple ancrage du franc, étant donné que la prime couvrant la probabilité d'un changement ultérieur de parité, désormais exclu, deviendrait nulle.

4.5.5 Les cours de change et la conduite de la politique monétaire

La volonté d'autonomie de la Banque nationale et son refus d'envisager l'éventualité d'une fixation de la relation de change entre le franc et une monnaie tierce ne signifient pas pour autant que l'institut d'émission ait négligé l'évolution des cours de change dans son action monétaire. La question du régime de change doit être clairement distinguée de celle du rôle des cours de change. La Suisse étant une petite économie ouverte, les cours de change revêtent pour elle une grande importance dans la détermination de son taux d'inflation: ils influencent directement le niveau des prix par l'intermédiaire de l'évolution des prix des biens échangeables et indirectement par leur impact sur l'activité économique. Ainsi, une dépréciation réelle du franc réduit les prix des biens et services produits en Suisse par rapport à ceux qui sont produits à l'étranger, et cela aussi bien sur le marché domestique que sur les marchés extérieurs, ce qui a pour effet de stimuler la demande de produits helvétiques et, partant, de renforcer l'activité économique en Suisse. Il en résulte une pression à la hausse sur les prix. Autrement dit, l'autonomie monétaire dont bénéficie la Suisse est toute relative.

Pour autant, un objectif interne n'a jamais été formulé en termes de cours de change, que ce soit de manière implicite ou explicite. Si certains observateurs ont parfois émis l'hypothèse qu'un tel objectif existait, cela a vraisemblablement tenu à l'importance, manifeste, que l'institut d'émission accordait alors aux cours de change. La fixation en 1978 d'un cours plancher face au mark et le fait que ce cours n'ait été franchi qu'à de rares occasions jusqu'à l'adoption de l'euro jouèrent certainement un rôle non négligeable à cet égard⁸⁵ (2.4.2 et graphique 2.8).

85 Genberg et Kohli (1997).

Les rapports de gestion de la Banque nationale mentionnent explicitement la part que l'évolution des cours de change prend dans la détermination de la politique monétaire, mais les termes choisis pour l'apprécier varient sensiblement. Ainsi, dans le Rapport de gestion de 1982, l'assouplissement de la politique monétaire est qualifié d'opportun, notamment «en raison de la fermeté du franc»⁸⁶. Tandis que, dans son Rapport de gestion de 1985, la Banque nationale explique avoir voulu mener une politique sans à-coups durant les années précédentes, afin d'éviter «des fluctuations excessives des taux d'intérêt et des cours de change»⁸⁷. Pour sa part, le Rapport de 1986 précise que, malgré l'existence de signes de surchauffe, la marge de manœuvre de la Banque nationale peut «être restreinte par des développements contre-indiqués sur le marché des changes»⁸⁸. Le Rapport de 1989 rappelle quant à lui que la Banque nationale a décidé de réduire son offre de monnaie plus fortement que ce qu'elle avait envisagé initialement, en raison notamment de la faiblesse du franc sur les marchés des changes⁸⁹. Inversement, le Rapport de 1990 souligne que la Banque nationale a mis à profit la marge de manœuvre qui lui était offerte par l'accentuation de la fermeté du franc sur les marchés des changes pour assouplir légèrement le degré de rigueur de sa politique monétaire⁹⁰.

Bien qu'une revalorisation malvenue du franc puisse être contrée par un assouplissement de la politique monétaire, une telle action entraîne des risques à moyen terme pour la stabilité des prix. Ainsi, le Rapport de gestion de 1995 indique que la Banque nationale n'aurait pu «mener une politique monétaire en fonction du cours du franc, comme le demandaient de nombreux milieux. Un assouplissement beaucoup plus important de [cette] politique aurait certes affaibli le franc à court terme. Mais il aurait mis en jeu, à moyen terme, la stabilité retrouvée des prix.»⁹¹

Les cours de change continuent d'être évoqués les années suivantes. Dans ses Rapports de gestion de 1996, 1997 et 1998, la Banque nationale mentionne qu'elle se réserve «la possibilité de réagir en cas d'événements imprévus – fortes fluctuations des cours de change ou de la demande de monnaie notamment – pour limiter autant que faire se peut des répercussions dommageables sur l'économie»⁹². En 1999, année de l'introduction de l'euro, le Rapport de

86 BNS, 75^e rapport de gestion 1982, p. 8.

87 BNS, 78^e rapport de gestion 1985, p. 7.

88 BNS, 79^e rapport de gestion 1986, p. 7.

89 BNS, 82^e rapport de gestion 1989, p. 11.

90 BNS, 83^e rapport de gestion 1990, p. 9.

91 BNS, 88^e rapport de gestion 1995, p. 10.

92 BNS, 89^e rapport de gestion 1996, p. 29.

gestion précise que la Banque nationale suit une stratégie de moyen terme, ce qui lui donne une marge de manœuvre pour «prendre également en considération des indicateurs qui, tels que la conjoncture et les cours de change, sont déterminants pour l'évolution à court terme de l'inflation»⁹³. Durant les premiers mois de 1999, la Banque nationale s'efforça de «maintenir la relation de change entre l'euro et le franc aussi stable que possible»⁹⁴. Cette relation resta à l'intérieur d'une marge de fluctuation très étroite dans la seconde moitié de l'année également.

Finalement, une nouvelle stratégie de politique monétaire a été introduite en 2000. Elle se fonde sur une prévision d'inflation élaborée à partir d'une série d'indicateurs comprenant les cours de change⁹⁵. Depuis lors, ces derniers sont entrés explicitement dans la stratégie monétaire de la Banque nationale.

4.6 La modernisation des instruments de politique monétaire

CRISTINA BORSANI, KARL HUG ET THOMAS J. JORDAN

4.6.1 Introduction

La mise en œuvre de la politique monétaire de la Banque nationale a été marquée au cours des trois dernières décennies par un abandon progressif des instruments relevant de la puissance publique et par une concentration accrue sur des instruments opérationnels. La Banque nationale avait conservé de l'époque des changes fixes une vaste panoplie d'instruments relevant de la puissance publique, qui lui permettaient d'agir directement sur les mécanismes du marché (2.4.3). En recourant à des instruments opérationnels par contre, elle gère indirectement les taux d'intérêt et la masse monétaire, dans la mesure où elle achète ou vend des actifs sur le marché, respectivement octroie ou reprend des crédits au secteur bancaire. Ce faisant, elle détermine la quantité de monnaie de banque centrale à disposition du secteur bancaire et, partant, les taux du marché monétaire. Depuis le passage aux changes flottants, dans les années septante, la Banque nationale a adapté ces instruments à la nouvelle donne. A partir de 1998, elle les a soumis à une modernisation complète, tenant compte à cet égard d'aspects réglementaires et structurels qui avaient modifié le comportement de la demande de monnaie centrale

⁹³ BNS, 92^e rapport de gestion 1999, p. 33.

⁹⁴ BNS, 92^e rapport de gestion 1999, p. 40.

⁹⁵ BNS, 93^e rapport de gestion 2000, p. 34.

émanant des banques, mais prenant également en considération le nouvel objectif opérationnel de sa politique monétaire (4.4.3).

4.6.2 *De la régulation de la liquidité de caisse à celle des réserves minimales*

La demande de monnaie centrale émanant des banques dépend de trois facteurs. La loi oblige d'abord les banques à détenir un certain volume de monnaie centrale en proportion de leurs engagements à court terme. Ensuite, les banques ont besoin de monnaie centrale pour régler leurs opérations de paiement. Enfin, elles détiennent de la monnaie centrale pour le cas où leurs clients retireraient des fonds en dépôt chez elles. L'influence de ces deux derniers facteurs a diminué au cours des années. Le bon fonctionnement du marché monétaire a permis aux banques de se refinancer rapidement en cas de reflux imprévu des liquidités et, par là même, de réduire les encaisses qu'elles détiennent à titre de précaution. D'autre part, grâce à des systèmes de paiement plus efficaces et à la possibilité qu'elles ont d'obtenir des crédits intrajournaliers sans intérêt de la part de la BNS, il leur suffit d'un stock de monnaie centrale toujours plus restreint pour effectuer leurs opérations de paiement.

Avant l'entrée en vigueur de la nouvelle loi sur la Banque nationale (LBN) en 2004, les banques étaient soumises à des prescriptions relatives à la liquidité de caisse. Jusqu'à la fin de 1987, elles étaient tenues de couvrir une partie – élevée en comparaison internationale – de leurs engagements à court terme par des disponibilités, soit des billets et des pièces ainsi que des avoirs auprès de la Banque nationale, des centrales de clearing reconnues par la Commission fédérale des banques (CFB) et de la Poste. Cette réglementation visait initialement à préserver les banques de retraits inattendus de la part de leurs clients. Elle était donc de la compétence de la CFB et, à ce titre, inscrite dans la loi sur les banques. Mais comme elle influait sur la demande de monnaie centrale des banques, elle a également joué un rôle majeur du point de vue de la politique monétaire.

En outre, l'ancienne loi sur la BNS permettait à la Banque nationale de contraindre les banques à détenir des réserves minimales. En faisant varier ces dernières, elle était en mesure d'influencer directement la création de monnaie et de crédit par les banques, sans avoir à agir sur les taux d'intérêt par le biais d'opérations d'*open market*. Or, la Banque nationale n'avait plus fait usage de cet instrument depuis 1978, car il provoquait des distorsions de concurrence en désavantageant les banques domestiques par rapport aux établissements de crédit étrangers⁹⁶.

⁹⁶ BNS, 81^e rapport de gestion 1988, p. 40.

A la demande de la CFB, la Banque nationale vérifiait le respect de la liquidité de caisse, mais cela uniquement en fin de mois. C'est pourquoi la demande de liquidités des banques augmentait fortement lors de l'échéance mensuelle. Etant donné que la Banque nationale ne donnait suite à cette demande supplémentaire qu'à certaines conditions, les taux d'intérêt au jour le jour exploisaient le dernier jour du mois, pour passer d'un niveau le plus souvent très bas à un taux allant généralement de 30% à 80%, et pouvant même dépasser 100% dans certains cas. Ces sauts erratiques étaient doublement problématiques. D'une part, ils compliquaient la tâche des banques dans la planification de leurs besoins de liquidités en fin de mois, car ils incitaient certains intervenants sur le marché financier à procéder à des opérations spéculatives et à des arbitrages. D'autre part, la situation en matière de liquidités qui se présentait le dernier jour du mois déterminait le degré de restriction de la politique monétaire⁹⁷. La Banque nationale se sentait donc parfois sérieusement perturbée dans la mise en œuvre de sa politique⁹⁸, en raison des variations aléatoires auxquelles la demande des banques en avoirs en comptes de virement était soumise en fin de mois et des fluctuations de taux de très forte amplitude qui en résultaient.

Afin de désamorcer ce problème de l'échéance mensuelle, la liquidité de caisse fit l'objet d'une nouvelle réglementation au début de 1988. Tout établissement assujéti à la loi sur les banques devait dorénavant détenir la liquidité de caisse nécessaire en moyenne mensuelle (calculée du 20 du mois au 19 du mois suivant). Ce montant représentait 2,5% de l'ensemble des dépôts à vue et à terme (jusqu'à 90 jours) et d'un cinquième des fonds d'épargne. La nouvelle disposition simplifia considérablement la planification des liquidités, si bien que les exigences excessives auxquelles les banques suisses avaient été soumises auparavant en matière de liquidités tombèrent elles aussi à un niveau comparable à celui habituellement pratiqué à l'étranger.

Les banques s'adaptèrent à ce nouveau régime. A la différence de la situation qu'elles avaient connue jusqu'alors, elles n'eurent pratiquement plus besoin de faire appel à des liquidités supplémentaires en fin de mois, de sorte que les taux élevés au jour le jour pratiqués à l'échéance mensuelle baissèrent massivement. La demande d'avoirs en comptes de virement de la part des banques diminua également en raison de la mise en place du système de paiement électronique SIC (*Swiss Interbank Clearing*; 5.2.3), qui leur permit de ne plus recourir dans la même mesure qu'auparavant à des liquidités

97 BNS, importance de l'échéance pour la politique monétaire (1986), p. 6.

98 Birchler (1988), p. 78.

supplémentaires. Après l'introduction de ces deux nouveautés en 1988, le volume moyen de leurs avoirs en comptes de virement à la Banque nationale, tomba à 5,8 milliards de francs, soit à un niveau inférieur de 2,8 milliards à celui de l'année précédente. L'entrée en vigueur de la nouvelle LBN en 2004 a scellé l'abandon des prescriptions relatives à la liquidité de caisse contenues jusque-là dans la loi sur les banques et leur remplacement par une réglementation moderne des réserves minimales dans la LBN. Cette loi est censée susciter une demande minimale de monnaie centrale de la part des banques et faciliter ainsi l'application de la politique monétaire. En revanche, elle ne constitue pas une solution de rechange aux instruments opérationnels. Le système compliqué de prescriptions destinées à gérer directement la création de monnaie et de crédit par les banques, qui figurait dans l'ancienne loi sur la BNS, a été abrogé. A l'inverse, la nouvelle réglementation des réserves minimales s'inspire quant à elle des anciennes prescriptions de la loi sur les banques relatives à la liquidité de caisse, tout en s'en distinguant sur deux points essentiels: d'une part, il n'est plus nécessaire de couvrir par des liquidités les engagements envers des banques elles-mêmes soumises à l'obligation de constituer des réserves minimales; d'autre part, seules comptent désormais parmi les actifs en francs considérés comme des réserves minimales la monnaie de banque centrale (billets de banque et avoirs en comptes de virement à la BNS) et les pièces. N'en font plus partie les avoirs détenus auprès de Postfinance et des centrales de clearing reconnues par la CFB. Cet instrument est dorénavant de la seule compétence de la BNS (art. 17, 18 et 22 LBN). La modification de la loi a eu sur la demande d'avoirs en comptes de virement une incidence nettement moins forte que la révision de 1987.

4.6.3 *De la gestion de la masse monétaire à la gestion des taux d'intérêt*

Contrairement à la plupart des autres banques centrales, la Banque nationale a pendant longtemps renoncé à se fixer un objectif opérationnel de taux d'intérêt pour la mise en œuvre de sa politique monétaire, lui préférant un objectif opérationnel de masse monétaire. Jusqu'en 1996, elle déduisait d'une estimation de la demande de l'économie en billets de banque, demande qu'il lui appartenait évidemment de satisfaire, et de son objectif intermédiaire en termes de monnaie centrale, un objectif opérationnel pour les avoirs en comptes de virement. Toutefois, elle ne publiait pas ce chiffre, de crainte d'entraîner une confusion entre celui-ci et son objectif intermédiaire de monnaie centrale.

Au vu de l'évolution de plus en plus incertaine de la demande de monnaie, la Banque nationale modifia en 1996 les objectifs opérationnels auxquels elle

avait recours pour la mise en œuvre de sa politique monétaire. Certes, sur le principe, elle continua d'aligner le niveau des avoirs en comptes de virement sur son objectif, mais à partir de cette date elle tenta d'empêcher toute fluctuation des taux d'intérêt indésirable du point de vue de la politique monétaire. Elle était donc disposée dorénavant, face à des situations exceptionnelles, à agir directement sur l'évolution des taux et à laisser les avoirs en comptes de virement s'écarter de l'objectif qu'elle avait défini.

En 1999, la Banque nationale révisa fondamentalement sa stratégie de politique monétaire, la monnaie centrale ayant par trop perdu de sa pertinence. Dès 2000, elle opta pour une gestion directe des taux d'intérêt en faisant de la marge de fluctuation du Libor à trois mois son nouvel objectif opérationnel de politique monétaire⁹⁹. La publication de cette marge a fait gagner l'objectif opérationnel en transparence aux yeux du marché. Depuis lors, le volume des avoirs en comptes de virement ne joue plus qu'un rôle secondaire au regard de la politique monétaire. La Banque nationale agit indirectement sur le Libor par le biais des pensions de titres. Le Libor à trois mois est en général supérieur au taux des pensions de titres, car il couvre une période plus longue et fait référence à des crédits en blanc. De ce fait, il inclut à la fois une prime de durée et une prime de risque. La Banque nationale recourt pour sa gestion à une méthode mixte. Si elle entend éviter une hausse indésirable du Libor à trois mois, elle peut réduire les taux d'intérêt appliqués à ses pensions de titres et/ou accroître les liquidités du système bancaire (à un taux d'intérêt prédéterminé). À l'inverse, elle peut provoquer une hausse des taux d'intérêt en relevant les taux de ses pensions de titres et/ou en raréfiant l'approvisionnement en liquidités (à un taux d'intérêt prédéterminé). Cette méthode permet une gestion souple et efficace du Libor à trois mois¹⁰⁰.

4.6.4 *Les instruments antérieurs aux pensions de titres*

Les instruments opérationnels se subdivisent en opérations d'*open market* et en facilités permanentes. Dans les premières, l'initiative de la conclusion revient à la Banque nationale. C'est elle qui en fixe le volume et les conditions, selon ses intentions en matière de politique monétaire. Pour les facilités permanentes en revanche, les banques commerciales peuvent se refinancer à tout moment à la BNS à des conditions fixées à l'avance. Parmi les principales opérations d'*open market* antérieures à l'introduction des pensions de titres en 1998, relevons les transactions sur devises (swaps de devises), le placement

⁹⁹ BNS, 93^e rapport de gestion 2000, pp. 33s.

¹⁰⁰ Jordan (2005b).

de fonds fédéraux et les swaps de créances comptables à court terme. Jusqu'à cette date, la Banque nationale mettait à la disposition des banques deux facilités permanentes: le crédit d'escompte et le crédit lombard. L'un comme l'autre avaient joué le rôle d'indicateurs pour la politique monétaire, mais leur importance s'estompait à vue d'œil.

En Suisse, les opérations sur devises, notamment les swaps de devises, sont devenues l'instrument principal de gestion des liquidités après le flottement des monnaies vers le milieu des années septante. Cela distingue d'ailleurs la Banque nationale de la plupart des autres banques centrales, qui à l'époque effectuaient leurs opérations d'*open market* non pas sur les marchés des changes, mais par des achats et ventes sur le marché des titres émis par leur Etat. Ce genre de politique d'*open market* se heurtait alors en Suisse au régime fiscal des opérations sur titres et à l'étroitesse du marché des capitaux. Les volumes traités sur le marché obligataire helvétique étaient en effet modestes, en raison de l'exiguïté du pays et d'une dette publique alors très faible. A l'inverse, le marché des changes – celui du dollar en particulier – se caractérisait déjà par un important volume de transactions et offrait la liquidité nécessaire à la mise en œuvre de la politique monétaire. Au début des années septante, la Banque nationale augmentait ou réduisait la monnaie centrale essentiellement par le biais d'achats ou de ventes de dollars. Pour des raisons techniques et afin d'atténuer les risques de change, elle mit cependant rapidement l'accent sur les swaps de devises¹⁰¹. Dans le cas des swaps dits de liquidités, la Banque nationale achetait à une banque commerciale des devises contre francs au comptant et les lui revendait simultanément à terme. De la sorte, les avoirs en comptes de virement des banques domestiques n'augmentaient que de façon passagère, à savoir pour la seule durée du swap. Après l'échéance, ils retombaient automatiquement à leur niveau initial, ramenant du même coup les liquidités du système bancaire au-dessous du volume visé par la BNS et demandé par les banques. Ainsi, la Banque nationale obligeait les banques à solliciter régulièrement des liquidités de sa part, ce qui lui facilita dans de nombreux cas la gestion des agrégats monétaires. Elle concluait en général ces opérations pour une durée d'une semaine à trois mois et les reconduisait à l'échéance en fonction de ses exigences de politique monétaire. Dans des situations exceptionnelles, elle en prolongeait la durée jusqu'à douze mois. Dans le cas inverse des swaps destinés à résorber des liquidités, la Banque nationale achetait des francs contre devises, de sorte que les avoirs en comptes de virement des banques commerciales diminuaient

101 BNS (1982), p. 168. Lusser (1983), pp. 4s.

temporairement. Les swaps dollars contre francs ont longtemps constitué pour la Banque nationale l'instrument majeur par lequel elle couvrait les besoins de base des banques en liquidités. A partir de juin 1998, par souci de diversification, elle passa également des swaps marks allemands contre francs, puis euros contre francs.

L'usage voulant qu'une opération sur devises ne soit exécutée que deux jours après sa conclusion, l'effet recherché était retardé d'autant. La Banque nationale était donc contrainte, en cas de fluctuations inattendues des liquidités, de recourir à des instruments supplémentaires, censés lui permettre d'influencer les liquidités du système bancaire sans décalage dans le temps. Par ces opérations dites de réglage fin, la Banque nationale plaçait auprès de certaines banques, en son nom mais aux risques et périls de la Confédération, des fonds que cette dernière détenait auprès d'elle. La durée de ces fonds allait en général d'un jour (*overnight*) à deux ans. Avec cet instrument, la Banque nationale ne créait pas de liquidités nouvelles. Elle se contentait, en quelque sorte, de compenser par ces placements les fonds qui étaient sortis du système bancaire pour aller alimenter le compte de la Confédération à la BNS. Si elle renonçait à procéder à de tels placements, il en résultait une résorption de liquidités. La Banque nationale ne pouvait cependant recourir à cet instrument que dans la mesure où la Confédération lui avait confié suffisamment de fonds. Lorsque, à partir de 1992, la situation de la Confédération se détériora, ces placements commencèrent à varier fortement, faisant perdre à cet instrument la flexibilité nécessaire. C'est pourquoi la Banque nationale entreprit en septembre de la même année de conclure également des opérations d'*open market* au moyen de créances comptables à court terme sur la Confédération, opérations qui n'entraînaient pas non plus de décalage entre la conclusion de la transaction et son exécution. Elles se révélèrent bientôt constituer un instrument très souple de gestion à court terme des liquidités. La Banque nationale achetait de cette manière des créances comptables qu'elle revendait simultanément à une date ultérieure (swaps de liquidités). De façon plus ponctuelle, elle retirait aussi momentanément des liquidités du marché en vendant des créances comptables qu'elle rachetait simultanément à terme (swaps destinés à résorber des liquidités). Ces opérations avaient une durée d'un à sept jours. Pour compléter ses propres positions en créances comptables, la Banque nationale procédait également à de simples achats. L'emploi de cet instrument était toutefois limité par le nombre de créances comptables émises.

Parmi les instruments classiques de conduite de la politique monétaire, les crédits d'escompte et les crédits lombard servaient aux banques de facilités

permanentes qui leur permettaient de faire face à des resserrements passagers de leurs liquidités et de financer l'échéance mensuelle. Depuis les années quatre-vingt, la Banque nationale accordait des crédits d'escompte essentiellement sous forme de prise en pension d'effets de change et de créances comptables à court terme, c'est-à-dire en achetant ces valeurs aux banques pour une durée ferme convenue à l'avance, en général pour cinq jours¹⁰². Habituellement, elle les concluait au taux officiel d'escompte. Les effets de change ayant par la suite perdu de leur importance et la Banque nationale ayant complètement abandonné en 1993 les opérations sur effets de stocks obligatoires (10.4.3), le taux d'escompte a joué encore un certain rôle en matière de politique monétaire jusqu'à la fin de 1999. Ce rôle a été repris depuis lors par la marge de fluctuation du Libor à trois mois, raison pour laquelle la Banque nationale a renoncé à partir de 2000 à publier le taux d'escompte.

Le crédit lombard consistait pour la Banque nationale à accorder un prêt contre la mise en nantissement de titres. La BNS fixait pour chaque banque, à la demande de celle-ci, une limite de crédits lombard que la contrepartie était appelée à couvrir par des titres. En cas de resserrement inattendu de ses liquidités, la banque pouvait recourir au crédit lombard jusqu'à hauteur de la limite qui lui avait été ouverte. Sous le régime des anciennes prescriptions relatives à la liquidité de caisse, les banques ne faisaient pratiquement usage de cet instrument – au même titre que du crédit d'escompte – que pour financer leurs besoins de liquidités le dernier jour du mois. Etant donné que le taux lombard officiel (que la BNS n'ajustait au demeurant que de manière périodique) était très souvent inférieur au taux du marché monétaire en fin de mois, les banques, obéissant à des considérations d'arbitrage, exploitaient complètement leurs limites ce jour-là, ce qui était bien entendu contraire à la finalité originelle de l'instrument. Afin de désamorcer ne fût-ce que partiellement le problème, la Banque nationale contingentait le crédit lombard en restreignant à la fois l'octroi et la durée d'utilisation¹⁰³, mais aussi en instaurant une procédure d'annonce pour le financement de l'échéance. D'autre part, elle renchérit le recours au crédit lombard en fixant une durée minimale¹⁰⁴.

L'adoption des nouvelles prescriptions relatives à la liquidité de caisse ayant mis un terme aux hausses vertigineuses des taux d'intérêt en fin de mois, la Banque nationale procéda en mai 1988 à un certain nombre de simplifications. Elle annula la procédure d'annonce pour l'utilisation des lignes

102 BNS, 78^e rapport de gestion 1985, p. 43.

103 BNS (1989), p. 176.

104 BNS, 81^e rapport de gestion 1988, p. 32.

de crédit – initialement mise en place en vue de contrôler la création de liquidités en fin de mois – et la durée minimale du recours à celles-ci. Afin de dissuader les banques d’abuser du crédit lombard en l’utilisant comme source permanente de refinancement, la Banque nationale indexa le taux lombard le 26 mai 1989, le liant désormais à l’évolution du taux de l’argent au jour le jour majoré d’un point d’abord, puis de deux dès le 14 décembre 1989¹⁰⁵. Elle parvint ainsi à rendre le crédit lombard à sa finalité première, à savoir couvrir un resserrement imprévu et temporaire des liquidités. En 1993, elle fut en mesure d’assouplir l’ultime restriction – devenue obsolète – au crédit lombard et fixa les limites de crédit en fonction des demandes des banques et non plus d’après une formule interne. Il en résulta une nette augmentation des limites de crédit lombard des banques¹⁰⁶. A fin 2005, la Banque nationale a définitivement remplacé le crédit lombard par un instrument particulier, les pensions de titres au taux spécial.

4.6.5 *Un réexamen complet des instruments*

Au milieu des années nonante, la Banque nationale a été amenée pour diverses raisons à revoir complètement sa panoplie d’instruments de politique monétaire. D’une part, les instruments en usage à l’époque avaient fortement restreint le nombre des contreparties potentielles. Les swaps de devises, notamment, ne pouvaient être passés qu’avec des banques disposant de positions en devises suffisantes, de sorte que ces opérations ne concernaient qu’une poignée d’établissements à vocation internationale, à commencer par les grandes banques, qui étaient encore au nombre de cinq à ce moment-là. La Banque nationale n’était donc pas en mesure d’assurer une répartition des liquidités à l’ensemble du système bancaire. Cette fonction était de fait dévolue aux grandes banques, qui l’exploitaient d’ailleurs à leur profit. L’absence de concurrence et le manque d’efficacité du marché monétaire se soldaient au surplus par des fluctuations indésirables des liquidités et des taux d’intérêt.

D’autre part, la mise en œuvre de la politique monétaire de la Banque nationale était largement tributaire des systèmes de paiement étrangers, car son instrument principal, le swap de devises, impliquait des paiements en monnaies étrangères hors du territoire national. Les opérations n’étaient pas exécutées en application du principe «paiement contre paiement», de sorte que la Banque nationale était exposée à un risque de crédit. De surcroît, elle courait pendant la durée du swap de devises un risque de marché, puisque la

¹⁰⁵ BNS (1989), pp. 177s.

¹⁰⁶ BNS, 86^e rapport de gestion 1993, p. 60.

couverture – l’avoir en dollars – pouvait tomber au-dessous du montant de la créance en cas de variation des cours de change, et qu’une défaillance de la contrepartie pouvait lui causer une perte. Enfin, la Banque nationale était confrontée depuis le milieu des années nonante à un autre danger, à savoir l’éventualité que les Etats-Unis soient tentés de bloquer ses avoirs en dollars dans le cadre du débat sur le rôle de la BNS durant la Seconde Guerre mondiale (10.5). Cette perspective renforça la nécessité pour elle de mettre au point un autre instrument de politique monétaire.

C’est dans ce contexte que la Banque nationale a examiné la possibilité de gérer les liquidités non plus au moyen de swaps de devises, mais par le truchement de pensions de titres (dites «repos», de l’anglais *repurchase agreement*), opérations que d’autres banques centrales pratiquaient avec succès depuis quelque temps déjà. Dans une pension de titres, l’emprunteur vend des titres au prêteur de liquidités et convient simultanément de lui racheter à une date ultérieure une quantité égale de titres de la même catégorie. L’emprunteur verse pour la durée convenue un intérêt calculé au taux des pensions de titres. Juridiquement, une pension de titres est la combinaison d’un achat et d’une vente de titres qui amène le prêteur à être propriétaire des titres en question pour la durée de l’opération. Du point de vue économique, il s’agit néanmoins d’un prêt assorti d’une garantie. Bien que le prêteur soit le propriétaire légal des titres, c’est l’emprunteur qui encaisse les intérêts échus et qui demeure donc l’ayant droit économique. Autre caractéristique des pensions de titres, les parties conservent le droit, pendant la durée de l’opération, de demander compensation pour le cas où des variations de cours des titres entraîneraient une surcouverture ou un découvert du prêt.

Par rapport aux instruments traditionnels de la Banque nationale, les pensions de titres présentent trois avantages essentiels. Premièrement, elles l’emportent sur les swaps de devises en tant qu’instrument de gestion du taux d’intérêt, car la Banque nationale fournit explicitement au marché, lorsqu’elle fixe la rémunération des pensions, l’appréciation qu’elle porte sur la situation du moment en matière de taux. Dans les swaps de devises en revanche, le taux d’intérêt n’est déduit qu’implicitement du cours de change et de l’écart de taux d’intérêt. Deuxièmement, la Banque nationale a pu pratiquement éliminer le risque de crédit lié à ses opérations d’*open market* et réduire le risque de marché pendant la durée en question grâce à la compensation de valeur à fournir. Troisièmement, il a été possible de multiplier le nombre des contreparties, ce qui a permis à de petites banques commerciales d’accéder directement aux liquidités fournies par la Banque nationale et, par là même, d’accroître l’efficacité du marché monétaire en francs.

4.6.6 *La création du marché suisse des pensions de titres*¹⁰⁷

En raison même de ces avantages, la Banque nationale a décidé de faire des pensions de titres un instrument de sa politique monétaire. Mais comme il n'existait pas encore de marché pour ces opérations en Suisse, il a fallu en créer un. Or, le droit de timbre faisait de longue date obstacle à la mise en place d'un marché suisse des pensions de titres. Etant prélevé sur chaque transaction indépendamment de sa durée, il renchérisait de façon prohibitive le coût de ces pensions, dont la durée est souvent brève. A la suggestion de la Banque nationale et des banques commerciales, l'Administration fédérale des contributions procéda le 1^{er} janvier 1997 à une nouvelle interprétation de la loi fédérale sur le droit de timbre: se ralliant au point de vue économique, elle qualifia désormais la pension de titres de crédit garanti¹⁰⁸, après l'avoir considérée comme la combinaison d'un achat et d'une vente de valeurs mobilières. Désormais, les pensions de titres étaient exonérées du droit de timbre, ce qui ouvrait la voie au développement d'un vrai marché. Encore fallait-il, pour que la Banque nationale puisse recourir aux pensions de titres en tant qu'instrument de politique monétaire, adapter la loi sur la BNS en conséquence. Dans le cadre de la révision de 1997, la Banque nationale reçut donc l'autorisation d'effectuer des pensions de titres (art. 14, ch. 2 et 2^{bis}, aLBN).

La Banque nationale n'a pas cherché uniquement à mettre ainsi en place un nouvel instrument de politique monétaire. Elle s'est bien davantage employée à créer en Suisse un véritable marché des pensions de titres, qui soit à la fois large et standardisé. Large en ce qu'il permette d'accroître la liquidité du marché monétaire en francs ainsi que la fiabilité du déroulement des opérations interbancaires. Et standardisé, afin de faciliter l'automatisation des opérations de traitement et améliorer ainsi la sécurité, l'efficacité et la transparence du marché. Ce faisant, la Banque nationale entendait contribuer à la stabilité du système financier helvétique¹⁰⁹.

L'introduction tardive des pensions de titres en Suisse a eu l'avantage de permettre la mise sur pied d'un système fondamentalement nouveau, qui allait plus tard se révéler, en termes d'infrastructure et de déroulement des opérations, à la pointe du progrès sur le plan mondial. Sa conception est le fruit d'une étroite collaboration entre la Banque nationale, les banques commerciales et d'autres prestataires de services qui se sont inspirés des usages internationaux. Les parties en présence ont été unanimes pour considérer que

¹⁰⁷ Voir aussi Cottier (1998), pp. 34ss.

¹⁰⁸ Administration fédérale des contributions (1998).

¹⁰⁹ Jordan (2005a).

les pensions de titres ne deviendraient un bon instrument de politique monétaire qu'à la condition de pouvoir être exécutées simplement et rapidement, de réunir un large choix de titres comme gages de sécurité et d'être accessibles à un grand nombre de contreparties potentielles. La standardisation des pensions de titres, de même que l'intégration et l'automatisation des processus de traitement, allaient permettre de satisfaire à cette triple condition. S'agissant de la standardisation, certains types de contrat ont été créés, et les titres à livrer groupés dans divers paniers (*General Collateral Baskets*). C'est la Banque nationale qui a défini les principaux paniers. Ceux-ci contiennent les titres qu'elle accepte en pension. Peu importe à cet égard de savoir quels sont précisément les papiers-valeurs que les parties contractantes utilisent dans le panier convenu. Ces titres servent uniquement de garantie aux transactions, car le marché des pensions de titres vise à l'approvisionnement en liquidités et à leur placement, et non au prêt de titres déterminés.

Pour permettre la conclusion des pensions de titres, la SWX Swiss Exchange a développé une nouvelle plate-forme de négoce électronique appelée Eurex Repo, qui a été raccordée au système de règlement des opérations sur titres SECOM de la SIS SegaInterSettle AG (SIS), lui-même déjà relié au système de règlement brut en temps réel SIC. C'est ainsi que, depuis juin 1999, la *Swiss Value Chain* a également pu être utilisée pour les pensions de titres (5.2.6). En assurant le traitement des opérations et la gestion du risque, la SIS a endossé une fonction clé. En tant que fournisseur de services tripartites, elle déclenche automatiquement, après la conclusion d'une pension de titres, tous les processus de règlement selon le principe «livraison contre paiement». Par la gestion du risque qui lui est dévolue, elle limite, pendant la durée des pensions de titres, les risques de crédit et de marché qu'encourent les participants. A cette fin, la SIS suit quotidiennement, et même deux fois par jour depuis le milieu de 2005, toutes les pensions de titres en cours entre deux parties contractantes, en évaluant les titres aux cours du marché et en les comparant aux créances monétaires qu'ils sont censés couvrir. Si la différence entre les couvertures et les créances dépasse la marge de tolérance que chaque partie a accordée unilatéralement à l'autre, le système assure automatiquement la compensation en transmettant des titres ou des liquidités. Sur le plan international, ce système occupe une position de pointe en termes d'efficacité et de minimisation du risque.

Le marché des pensions de titres contre francs a commencé à fonctionner le 20 avril 1998 par téléphone. Cette même année, la Banque nationale ouvrait à des banques établies à l'étranger ses pensions de titres conclues à des fins de politique monétaire. Pour leur en faciliter l'accès, elle a décidé d'admettre

également des obligations d'Etat libellées en euros et des émissions Jumbo de lettres de gage allemandes, à la condition que ces papiers-valeurs satisfassent aux exigences élevées du système quant à la solvabilité des émetteurs et à la liquidité du marché. La Banque nationale attendait de cette extension une liquidité accrue du marché des pensions de titres. Après l'entrée en vigueur de la nouvelle loi sur la BNS, le 1^{er} mai 2004, la gamme de titres éligibles à la Banque nationale a été considérablement élargie (art. 9, al. 1, let. c, LBN; 9.6.5). La SIS a dû aménager en conséquence son réseau d'interconnexion avec les dépositaires étrangers.

4.6.7 *Les pensions de titres: un instrument moderne de politique monétaire*

L'introduction d'un marché des pensions de titres contre francs a permis à la Banque nationale de passer des opérations de ce type pour gérer les liquidités. Bien que conçues initialement comme un simple appoint, les pensions de titres ont profondément modernisé les instruments de politique monétaire à disposition de la BNS. Dès 1998, les swaps de devises ont perdu une grande partie de leur importance. La Banque nationale ne les a plus utilisés à partir de février 2000. Même les swaps de créances comptables à court terme ont été remplacés par les pensions de titres quelques mois à peine après leur introduction. Quant au placement de fonds de la Confédération, la Banque nationale y a renoncé en novembre 1999. Leur souplesse et leurs multiples possibilités d'utilisation ont rapidement fait des pensions de titres le principal instrument de politique monétaire de la BNS. En 1999 déjà, ses encours de pensions de titres atteignaient 20 milliards de francs environ, niveau qui n'a plus guère varié depuis lors. A fin 2005, les crédits lombard étaient eux aussi complètement remplacés par des pensions de titres à taux spécial. Dorénavant, tous les instruments ordinaires de politique monétaire de la BNS reposent sur des pensions de titres. La Banque nationale ne recourt plus aux instruments traditionnels que dans des situations exceptionnelles¹¹⁰ (7.4.4).

Par le jeu des pensions de titres, la Banque nationale peut à tout moment injecter des liquidités dans le système bancaire ou éponger des liquidités excédentaires. Elle fixe les conditions (durée, taux des pensions de titres et volume) de ses opérations d'*open market* (opérations principales de financement et opérations de réglage fin) en fonction de ses besoins¹¹¹. La Banque nationale conclut quotidiennement ses opérations principales de financement avec les banques par appel d'offres. Il s'agit d'un appel d'offres à taux fixe. En qualité

¹¹⁰ BNS, directives sur instruments de politique monétaire (2004), p. 3.

¹¹¹ Jordan (2005b).

de prêteur de liquidités, la Banque nationale fixe le taux des pensions de titres avant le début de l'appel d'offres, et les banques lui font savoir en cours de procédure quel volume de liquidités elles sont disposées à obtenir à ce taux. Si, après la clôture de l'appel d'offres, les soumissions dépassent le total que la Banque nationale souhaite attribuer, cette dernière réduit de manière proportionnelle les montants demandés. Quelques minutes après la clôture, elle informe chaque banque du montant qui lui a été attribué. Elle détermine les échéances des opérations principales de financement de telle manière que les banques commerciales soient quasiment contraintes de solliciter des liquidités quotidiennement pour atteindre le niveau d'avoirs en comptes de virement dont elles ont besoin pour satisfaire aux prescriptions relatives aux réserves minimales. Cela permet en retour à la BNS de fixer au besoin tous les jours un nouveau taux pour ses pensions de titres et d'agir de façon ciblée sur les taux à court terme. La Banque nationale peut parfois retirer des liquidités du marché. Elle agit alors comme emprunteur de liquidités et, sous forme de pensions de titres, cède temporairement des titres par le débit de comptes de virement.

Les opérations de réglage fin servent – comme autrefois les swaps de créances comptables à court terme ou le placement de fonds de la Confédération – à corriger des répercussions indésirables de facteurs exogènes sur l'approvisionnement en liquidités et à atténuer de fortes fluctuations des taux d'intérêt à court terme. La Banque nationale les conclut également sous forme d'opérations bilatérales avec des banques sélectionnées lorsqu'elle veut influencer sur la répartition des liquidités au sein du système bancaire. Les conditions de ces opérations peuvent s'écarter de celles qui sont appliquées aux opérations principales de financement.

En octobre 1999, la Banque nationale a commencé par le biais de pensions de titres à mettre pendant la journée des liquidités dites intrajournalières à la disposition des contreparties, sans intérêt, pour faciliter le déroulement du trafic des paiements dans le SIC et celui des opérations de change dans le système CLS (*Continuous Linked Settlement*; 5.2.6). Les montants ainsi obtenus doivent être remboursés au plus tard à la fin du même jour ouvrable bancaire. Par conséquent, ils ne peuvent être pris en compte pour satisfaire aux dispositions légales sur les réserves minimales. En 2006, les banques ont obtenu quotidiennement pour 7,1 milliards de francs, en moyenne, de facilités intrajournalières.

En lieu et place du crédit lombard a été créée en 2004 une facilité pour resserrements de liquidités, reposant sur les pensions de titres. Cette facilité est mise à la disposition des banques commerciales pour leur permettre de

faire face à des resserrements inattendus et passagers de leurs liquidités; elle leur est accordée sous forme de pensions de titres au taux spécial. A l'instar du taux lombard, le taux spécial est supérieur de deux points à celui de l'argent au jour le jour, afin que les banques n'abusent pas de la facilité pour resserrements de liquidités et n'en fassent pas une source permanente de refinancement. De même, le recours à cette facilité implique qu'une limite de crédit leur ait été préalablement ouverte par la Banque nationale. Jusqu'à hauteur de cette limite, les banques commerciales peuvent obtenir des liquidités sous forme de pension de titres *overnight*. La limite doit être couverte en permanence par des titres admis par la Banque nationale dans ses pensions. Ceux-ci sont conservés dans un dépôt de couverture «BNS» ouvert à la SIS au nom de la contrepartie.

Grâce aux pensions de titres, il a été possible de faire reposer les instruments requis par la Banque nationale pour la mise en œuvre quotidienne de sa politique monétaire sur un type d'opération unique, qui peut être utilisé au choix par appel d'offres pour toutes les banques ou sur une base bilatérale, puis traité automatiquement via la *Swiss Value Chain*.

4.7 L'abandon des interventions directes sur les marchés

GUIDO BOLLER

4.7.1 Introduction

A partir des années quatre-vingt, la Banque nationale recentra sa politique monétaire sur le recours à des instruments opérationnels (4.6.1), tout en abandonnant progressivement les instruments relevant de la puissance publique. Elle avait fait usage de ces derniers à l'époque des change fixes surtout, mais y était revenue ultérieurement, lorsque le franc subissait de fortes pressions à la hausse (2.4.3). Initialement, plusieurs de ces mesures procédaient du droit d'urgence, à une époque où la BNS avait tenté d'atteindre simultanément trois objectifs contradictoires, à savoir la libre circulation des capitaux, la fixité des cours de change et la stabilité des prix. En 1978, ces instruments avaient fini par être intégrés dans la loi sur la Banque nationale¹¹².

La Banque nationale a toujours recouru à ces instruments en fonction de ses impératifs de politique monétaire du moment. A la fin des années soixante et au début de la décennie suivante, elle agit dans le contexte d'une surchauffe

¹¹² BNS (1982), chapitre 9, pour un aperçu de ces mesures.

conjoncturelle. Elle réduisit alors les possibilités d'accès au crédit pour les débiteurs domestiques, en Suisse comme à l'étranger, afin de freiner la demande. Mais l'effondrement conjoncturel consécutif au premier choc pétrolier rendit cette mesure superflue, de sorte que la Banque nationale l'abrogea en 1975. Restèrent en place un certain nombre de dispositions concernant les émissions d'emprunts et d'actions par des débiteurs domestiques. Il y eut ainsi des années durant lesquelles les émissions étaient plafonnées et nécessitaient l'agrément de la commission compétente en cette matière. Vers la fin des années septante toutefois, cette commission ne réduisit plus guère le volume des émissions soumises à autorisation.

Durant la seconde moitié des années septante, la Suisse assista à un afflux de fonds étrangers, d'où une forte revalorisation de la monnaie helvétique. La Banque nationale prit alors un certain nombre de mesures administratives pour tenter de maîtriser cette évolution. Elle interdit notamment la rémunération des comptes en francs détenus par des étrangers, soumit ces comptes à des commissions élevées et érigea des barrières contre l'achat de titres suisses par ces mêmes étrangers.

En dépit de toutes ces interventions, la Banque nationale ne parvint à enrayer l'envolée du franc qu'en 1978, lorsqu'elle abandonna temporairement sa politique de la masse monétaire pour une politique de change. Elle reconnut durant cette phase que des restrictions aux importations de capitaux ne constituaient pas un moyen adéquat pour atteindre des objectifs de politique monétaire, d'autant moins qu'il était facile de les contourner (2.4.3). En conséquence, la Banque nationale libéralisa complètement les importations de capitaux au début des années quatre-vingt.

Au cours des années septante, en revanche, la Banque nationale ne changea rien, sur le fond, aux mesures lui permettant de réglementer les exportations de capitaux. Tant l'octroi de crédits à des étrangers que l'émission de titres en francs par des débiteurs étrangers restèrent soumis à autorisation. La Banque nationale tentait par ces interventions de contrôler l'internationalisation du franc suisse et entendait se réserver ainsi une marge de manœuvre plus large pour sa politique monétaire. La compétence que lui conférait la loi sur les banques (LB) d'agir directement sur les taux d'intérêt des obligations de caisse émises par des banques suisses allait dans le même sens. La Banque nationale continua à user de cette compétence après le passage aux changes flottants.

La leçon qu'elle avait tirée au milieu des années septante, à savoir qu'il ne servait à rien de tenter de contrer la forte revalorisation du franc par des mesures administratives, incita en fin de compte la Banque nationale à

reconsidérer également sa politique au regard du rôle international de la monnaie helvétique. Elle fut aidée en cela par le fait que, dans l'intervalle, le régime des changes flottants avait été accepté sur le plan mondial. En 1978 en effet, le Fonds monétaire international (FMI) autorisa un régime de changes flexibles à la suite de l'entrée en vigueur de la deuxième modification des accords du FMI, consacrant au niveau institutionnel une pratique qui s'était imposée de fait depuis la fin du système de Bretton Woods. La littérature économique, dont il ressortait que des changes flottants sont supérieurs à des cours fixes, favorisa encore cette acceptation générale. Dans le même temps, l'idée s'imposait dans le débat scientifique que les cours de change sont déterminés par la politique monétaire et par les attentes nourries à son propos. En revanche, agir sur les cours de change par des interventions dans les mécanismes du marché devait être considéré comme inefficace¹¹³.

C'est dans ce contexte que la Banque nationale commença, en 1980, à pratiquer une politique d'internationalisation contrôlée¹¹⁴ du franc suisse. Elle révisa et assouplit les dispositions relatives aux exportations de capitaux, sans plus mettre au premier plan des motifs de politique monétaire. Par ces dispositions, elle entendait bien plutôt contribuer à maintenir en Suisse les émissions d'emprunts en francs – et par là même à préserver un substrat fiscal non négligeable – et protéger ainsi une activité propre au secteur bancaire. Du coup, les intérêts de la Confédération et du secteur bancaire revenaient au centre des préoccupations, influant sur l'ampleur et le rythme de la libéralisation. Mais, tout en prônant à plusieurs reprises la libre circulation des capitaux, la Direction générale de la BNS ne se résolut que lentement, et par étapes, à assouplir ces dispositions; il faudra attendre encore près de vingt-cinq ans pour voir tomber les ultimes restrictions.

4.7.2 *L'abolition des réglementations en matière de volume et de prix: 1982 à 1987*

Au début des années quatre-vingt subsistaient dès lors deux domaines, les exportations de capitaux et les obligations de caisse, dans lesquels la Banque nationale maintenait des mesures administratives. Or, il était question à ce moment-là de réviser l'article 8 LB, qui constituait le fondement juridique des dispositions relatives aux exportations de capitaux. La Direction générale saisit cette occasion pour réfléchir à l'opportunité d'intégrer cet article dans la loi sur la Banque nationale et, par là même, de l'adapter aux besoins de la

¹¹³ Voir par exemple Kenen (1994), p. 518.

¹¹⁴ BNS (1982), p. 197.

BNS. Elle institua à cette fin un groupe de travail¹¹⁵ qui conclut au fait que les mesures administratives destinées à réglementer les exportations de capitaux pour des motifs de politique monétaire ne se justifiaient plus¹¹⁶. Ces mesures n'avaient plus pour objet que d'écarter le risque de voir les émissions d'emprunts en francs se déplacer à l'étranger, le droit de timbre désavantageant alors les banques suisses par rapport à leurs concurrentes étrangères. La réglementation des exportations de capitaux était censée compenser cette discrimination et maintenir en Suisse l'activité d'émission, ainsi que le substrat fiscal qu'elle générait. Aussi le groupe de travail proposa-t-il d'assouplir les dispositions sur les exportations de capitaux, mais de conserver – jusqu'à nouvel avis du moins – les prescriptions qui étaient de nature à contrecarrer le désavantage concurrentiel des banques suisses induit par le droit de timbre.

La Direction générale partageait dans l'ensemble ce point de vue. Elle considérait toutefois d'un œil critique la motivation fiscale de la réglementation des exportations de capitaux¹¹⁷. Elle était certes disposée à envisager de façon pragmatique une protection temporaire du substrat constitué par le droit de timbre, mais jugeait problématique le fait que la BNS dût se résoudre à céder en permanence à des contraintes fiscales.

Si sa profession de foi en faveur de la libre circulation des capitaux était manifeste, il y avait pourtant encore loin de la parole aux actes. En définitive, des considérations d'ordre politique l'emportèrent au sein de la Direction générale: il n'était pas question de compromettre les recettes fiscales de la Confédération et, partant, de renoncer à protéger le secteur bancaire. La Direction générale n'en continuait pas moins de penser qu'en dépit des doutes que l'on pouvait nourrir quant à leur efficacité, il apparaissait judicieux, du point de vue de la politique monétaire, de conserver des mesures administratives en tant qu'instruments permettant d'affronter d'éventuelles turbulences. Il aurait été dangereux à ses yeux de nier tout intérêt à une réglementation des exportations de capitaux et de pousser exagérément à leur libéralisation.

La révision de la loi sur les banques échoua, si bien que son article 8 demeura en vigueur. La Direction générale n'en décida pas moins d'adapter graduellement les dispositions relatives aux exportations de capitaux dans le sens du débat évoqué plus haut. Elle les simplifia et élimina les restrictions qui affectaient la marge de manœuvre des banques établies en Suisse. En 1987, il ne subsistait plus que le régime de l'autorisation pour les émissions et la

115 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1982), 25 mars, n° 179.

116 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1982), 27 mai, n° 299.

117 *Ibidem*.

collecte de fonds par des débiteurs étrangers, ainsi que les prescriptions en matière de syndication. Ces dernières disposaient que les emprunts en francs ne pouvaient être émis que par des établissements domiciliés en Suisse ou dans la Principauté de Liechtenstein, en vertu de l'accord monétaire passé entre les deux pays.

A l'origine, l'application de mesures administratives aux obligations de caisse obéissait elle aussi à des raisons de politique monétaire. Ainsi, l'article 10, alinéa 1, LB imposait aux banques de déclarer au préalable à la Banque nationale tout relèvement des taux d'intérêt des obligations de caisse. En vertu de l'alinéa 2 de cet article, la Banque nationale avait le droit d'empêcher un tel relèvement. Ce faisant, elle disposait d'un instrument lui permettant d'influer sur certains taux d'intérêt de manière directe et non par le biais d'interventions sur le marché monétaire et le marché des changes.

Le groupe de travail mentionné plus haut se pencha également sur les prescriptions relatives aux obligations de caisse et proposa à la Direction générale d'y renoncer complètement, à la fois pour des raisons juridiques et économiques. La Direction générale ne se rallia pas à cette proposition¹¹⁸. Là encore, des motifs politiques expliquaient son refus: les banques finançant une partie des prêts hypothécaires par l'émission d'obligations de caisse, le taux d'intérêt de ces dernières était lié par le biais du taux hypothécaire aux loyers des logements, sujet hautement sensible sur le plan politique. La Direction générale entendait donc conserver la possibilité d'agir sur les taux des obligations de caisse, alors même qu'elle n'avait plus fait usage de cette compétence depuis des années. Afin de prévenir tout contournement de cette prescription, elle entendait au surplus élargir la notion d'obligation de caisse de manière à y inclure d'autres titres de créance.

L'échec de la révision de la loi sur les banques eut pour conséquence que l'article 10 LB demeura en l'état et que son champ d'application ne fut pas élargi. Au lieu d'appliquer cet instrument de manière plus stricte, la Banque nationale assouplit progressivement sa pratique en matière d'obligations de caisse au cours des années suivantes. La Direction générale partait notamment de l'idée qu'une politique axée sur la masse monétaire pouvait se dispenser d'agir directement sur les taux d'intérêt par le moyen de mesures administratives¹¹⁹. Seule subsista en 1987 la disposition selon laquelle les banques devaient signaler un relèvement de leur taux à la BNS deux jours à l'avance. A partir de ce moment-là, la Banque nationale ne fit plus jamais usage de sa

118 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1982), 25 mars, n° 179.

119 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1984), 1^{er} novembre, n° 491.

compétence d'empêcher une telle augmentation. Au demeurant, elle avait renoncé dès 1984 à informer les banques des avis de relèvement qu'elle avait reçus, comme il était de règle auparavant. Elle ne souhaitait plus favoriser de cette manière un comportement de type cartellaire, consistant à empêcher que les relèvements de taux ne soient pour ainsi dire «collectivisés»¹²⁰.

4.7.3 *La suppression du régime de l'autorisation pour les exportations de capitaux: 1988 à 1995*

A compter du 27 octobre 1988, la Banque nationale accorda une autorisation générale pour les crédits en francs conclus par des banques suisses avec des contreparties domiciliées à l'étranger. Elle n'appliqua le régime de l'autorisation que dans le cas d'opérations ponctuelles concernant certains pays (dont l'Afrique du Sud par exemple).

La Direction générale justifia cette libéralisation notamment par le fait que, contrairement aux émissions d'emprunts, il n'y avait aucune raison fiscale de maintenir les prescriptions relatives à la syndication pour les crédits et les swaps¹²¹. Elle maintint néanmoins les dispositions concernant les émissions d'emprunts, bien que consciente que, ce faisant, elle renonçait aux avantages d'une politique libérale, à savoir une concurrence accrue et une évolution structurelle de nature à renforcer la compétitivité de la place financière suisse.

Mais les pressions en faveur d'un abandon des prescriptions relatives aux émissions d'emprunts ne se relâchèrent pas, en raison d'événements touchant le contexte international et notamment la Communauté européenne (CE): en juin 1988, les ministres de l'économie et des finances de la CE décidèrent en effet de supprimer d'ici le milieu de la décennie suivante les contrôles intracommunautaires sur les mouvements de capitaux. Cette même année, les chefs d'Etat et de gouvernements commandèrent une étude sur les voies à emprunter pour réaliser une union économique et monétaire. L'étude parut en 1989 et amena en 1990 à la décision de mettre en place, en trois étapes, l'Union économique et monétaire européenne (UEM).

La dynamique enclenchée par la CE à travers la réalisation des quatre libertés fondamentales du marché intérieur – libre circulation des biens et des services, libre circulation des personnes et libre circulation des capitaux – ne tarda pas à déteindre sur la Suisse. Conjointement avec les autres Etats membres de l'AELE, celle-ci négocia l'accord sur l'Espace économique européen (EEE).

120 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1984), 1^{er} novembre, n° 491.

121 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1988), 20 octobre, n° 450.

L'adhésion de la Suisse à l'EEE l'aurait contrainte à adapter les dispositions encore en vigueur en matière d'exportations de capitaux. Elle aurait dû en particulier modifier ses prescriptions en matière de syndication de telle sorte que même des banques ayant leur siège dans la CE auraient pu émettre des emprunts en francs.

Mais le souverain rejeta l'accord sur l'EEE en votation populaire le 6 décembre 1992. Le Conseil fédéral décida alors de poursuivre, sous le nom de «Swisslex», divers projets de loi qui auraient été liés à l'adhésion à l'EEE. C'est ainsi que fut supprimé, le 1^{er} avril 1993, le droit de timbre sur l'émission d'emprunts libellés en francs de débiteurs étrangers. Cette mesure permit à la Banque nationale de remplacer à la même date les prescriptions sur la syndication par le principe dit de l'ancrage adopté dans d'autres pays d'Europe. Ce principe exigeait que seul l'établissement chef de file d'un syndicat d'émission ait un domicile en Suisse ou dans la Principauté de Liechtenstein. Cet établissement était néanmoins tenu d'y exercer les activités typiques d'un chef de file. Jusqu'alors, toutes les banques désirant se rallier à un syndicat d'émission devaient pouvoir justifier d'un domicile en Suisse ou dans la Principauté de Liechtenstein.

La Banque nationale justifia la libéralisation des prescriptions par le fait, notamment, qu'à défaut la part du franc suisse sur le marché international des émissions aurait continué de diminuer. Alors qu'elle s'était opposée à l'internationalisation du franc, la Banque nationale redoutait dès lors que son rôle international soit menacé dans les opérations d'émission. Un autre argument de la Banque nationale était que les banques centrales étrangères seraient moins disposées à la soutenir dans l'application de prescriptions de syndication rigoureuses¹²². Pour inciter les banques étrangères à respecter les réglementations existantes, les instituts d'émission étaient contraints de se porter mutuellement assistance. Or, le mouvement de libéralisation naissant au sein de la CE remettait cette coopération en cause. La Direction générale ne voulait cependant pas renoncer complètement aux prescriptions applicables aux opérations d'émission, estimant que le principe de l'ancrage s'imposait pour permettre à la Banque nationale de continuer à recevoir les informations désirées sur les émissions en francs et de disposer à l'intérieur du pays d'interlocuteurs compétents.

Toujours dans le contexte du paquet Swisslex, la loi sur les banques fit l'objet d'une révision partielle. La compétence de la Banque nationale d'intervenir directement et à tout moment dans les mouvements de capitaux fut ainsi

122 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1992), 26 novembre, n° 510.

supprimée. C'est désormais au Conseil fédéral, en vertu de l'article 8 LB, que fut attribuée la compétence d'introduire le régime de l'autorisation pour le cas où des sorties exceptionnelles de fonds à court terme seraient de nature à menacer sérieusement la politique monétaire de la Suisse. La Banque nationale, pour sa part, s'est vu reconnaître à l'article 7, alinéa 5, LB la compétence de prendre les mesures nécessaires pour surveiller l'évolution des opérations financières en francs suisses. Elle a pu dorénavant fonder le principe de l'ancrage sur cet article. Finalement, l'obligation faite aux banques de lui annoncer le relèvement des taux des obligations de caisse fut abandonnée définitivement.

La loi sur les banques ainsi amendée est entrée en vigueur le 1^{er} février 1995. C'est à cette date que la Banque nationale a adapté la note relative à l'obligation faite aux banques d'annoncer les emprunts en francs. Le régime formel de l'autorisation devenait ainsi caduc pour les émissions d'emprunts, et le principe de l'ancrage fut assorti d'une obligation d'annoncer. Désormais, les exportations de capitaux n'étaient plus soumises à aucune restriction. Lors des discussions portant sur la nouvelle note, la Direction générale se posa la question de savoir si les compétences qui lui restaient dévolues en vertu de la loi sur les banques justifiaient le maintien de réglementations fort complexes¹²³. Elle y répondit par l'affirmative en mettant en avant des besoins statistiques – les données afférentes aux émissions d'emprunts pouvaient se révéler utiles pour étayer des décisions de politique monétaire – et le léger protectionnisme dont la place financière suisse devait continuer de bénéficier.

4.7.4 La libéralisation intégrale: 1996 à 2004

La période de 1996 à 2004 fut marquée par un décalage croissant entre l'intégration mondiale des marchés financiers et les prescriptions selon lesquelles certains volets de l'activité d'émission en francs ne pouvaient être pratiqués qu'à partir de la Suisse. Ce décalage se révélait par exemple dans le fait que des pays tels que l'Allemagne, le Royaume-Uni et la France, qui avaient joué le rôle de précurseurs dans la formulation du principe de l'ancrage, poursuivaient sur la voie de la libéralisation. Il en résultait que la Banque nationale ne pouvait plus compter sur le soutien des banques centrales de ces pays dans le cas où des établissements bancaires émettraient des emprunts en francs sur leurs marchés nationaux respectifs. Ces banques centrales n'auraient en effet plus aucun intérêt à se prêter mutuellement assistance, puisqu'elles n'en avaient plus besoin. Restait à la Banque nationale la *moral suasion*¹²⁴.

123 BNS, procès-verbal de séances de la Direction générale (1994), 16/17 novembre, n° 507.

124 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (2000), 2 novembre, n° 489.

En l'espèce, la BNS attirait l'attention des banques qui émettaient des emprunts en francs à l'étranger sur le fait qu'elles lésaient le principe de l'ancrage et que le chef de file de telles émissions devait avoir une base en Suisse. Les banques concernées ont tenu compte de cette exigence dans tous les cas qui nous étaient connus. Quant à savoir si la fonction de chef de file était vraiment exercée à partir de la Suisse, ou si elle ne l'était qu'en apparence, la Banque nationale n'a jamais pu le vérifier.

Les problèmes rencontrés dans l'application des réglementations trouvèrent également leur origine dans la diffusion croissante de produits structurés, dont les caractéristiques font qu'ils sont assimilables à des obligations. La Banque nationale dut soumettre ces produits, comme les autres, au principe de l'ancrage. Si elle s'en était gardée, les marchés auraient eu beau jeu de contourner les prescriptions en émettant des obligations synthétiques. Cependant, le fait de soumettre ces produits au principe de l'ancrage se heurtait à d'autres difficultés. Il n'était pas possible, par exemple, de délimiter clairement à partir de quel moment un produit structuré était ou non assimilable à une obligation. Il suffisait d'apporter des modifications minimales aux caractéristiques de tels produits pour influencer la décision dans un sens ou dans l'autre. De plus, ces obligations synthétiques n'étaient assimilables à des titres obligataires que dans l'optique des créanciers. Pour l'émetteur, une banque en général, elles représentaient un instrument de nature à restreindre les risques.

La Banque nationale fut donc obligée de soumettre au principe de l'ancrage des produits qui ne servaient pas à la collecte de fonds sur le marché des capitaux. De surcroît, il lui fallait sans cesse redéfinir la limite entre les produits soumis à la réglementation et ceux qui ne l'étaient pas. Dans ce contexte en pleine évolution, les problèmes de réglementation se révélaient dans toute leur dimension. Aussi la Banque nationale tenta-t-elle à deux reprises d'abandonner le principe de l'ancrage. La première fois, en 2001, ce fut un échec: ayant consulté les banques concernées, elle estima que les coûts de la suppression de ce principe en termes de pertes d'emplois et de savoir-faire auraient pour la place financière suisse des incidences plus lourdes que les coûts de la réglementation¹²⁵. Lors de sa seconde tentative, un an plus tard, la BNS prit la décision d'abandonner le principe de l'ancrage¹²⁶, car il était devenu manifeste dans l'intervalle que ce principe minait l'attrait du franc suisse en tant que monnaie d'émissions obligataires. Mais pour autant, il n'était pas question de déréglementer avant d'avoir consulté une dernière fois toutes les parties prenantes.

125 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (2001), 19 avril, n° 167.

126 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (2002), 17 juillet, n° 267.

La révision de la loi sur la BNS a toutefois rendu cette consultation obso-
lète. Elle concrétisait un vieux postulat, à savoir celui d'intégrer à la nouvelle
loi les compétences de la Banque nationale en matière d'établissement de
statistiques. A cette occasion, l'article 7, alinéa 5, LB, sur lequel reposait le
principe de l'ancrage, fut purement et simplement abrogé. Le message concer-
nant la révision de la loi sur la BNS précise à ce propos que la libre circulation
des capitaux est d'une importance vitale pour un pays comme la Suisse¹²⁷.
Et d'ajouter qu'aucun argument économique ne plaide en faveur de mesures
destinées à limiter les exportations de capitaux.

Ainsi, l'entrée en vigueur de la nouvelle loi sur la Banque nationale (LBN),
le 1^{er} mai 2004, a sonné le glas du principe de l'ancrage et, avec lui, de l'ultime
restriction aux exportations de capitaux. La Banque nationale renonça même
à l'obligation d'annoncer, car elle avait la possibilité de se procurer les
informations nécessaires par des canaux accessibles au public.

4.7.5 Conclusion

La Suisse s'honore d'une longue tradition de libre circulation des capitaux
et d'accès illimité aux marchés financiers. En cela, elle se distingue de nom-
breux autres pays d'Europe. Toutefois, en dépit de sa profession de foi de prin-
cipe en faveur de marchés des capitaux libres de toute entrave, la Suisse y est
intervenue directement à maintes reprises. Depuis le début des années qua-
tre-vingt, les interventions directes n'ont plus joué aucun rôle du point de vue
de la politique monétaire. Elles n'ont plus eu pour fonction que d'assurer des
recettes fiscales à la Confédération et de protéger un pan du secteur bancaire
helvétique de la concurrence étrangère.

Ces objectifs ont été atteints. Grâce à ces mesures, la Confédération a
gagné du temps pour réviser la loi sur les droits de timbre selon le calendrier
prévu. Si les prescriptions sur la syndication avaient fait défaut, l'exode –
motivé par des considérations fiscales – des activités d'émission l'aurait
contrainte avant même 1993 à exonérer du droit de timbre l'émission de titres
de débiteurs étrangers. Les banques de ce pays et sa place financière tout en-
tière profitèrent également de la protection que conféraient les dispositions
sur les exportations de capitaux. Les émissions en francs et, partant, les
revenus, le savoir-faire et les emplois qui en découlent restèrent en Suisse.

Les coûts de ces interventions sur les marchés sont moins évidents que
leur utilité. Pendant toute cette période, le franc suisse a perdu son rôle de
monnaie parmi les plus prisées dans les opérations d'émission. Il y a plusieurs

127 Message (2002), p. 5713.

raisons à cela. Le fait que la déréglementation qui s'est produite à l'étranger a sans doute relativisé l'avantage de la place suisse n'en est pas la moindre. Il n'est en outre pas exclu que les prescriptions en matière de syndication et, plus tard, le principe de l'ancrage aient contribué à cette évolution. Ce protectionnisme artificiel a rendu plus difficile l'accès au marché et vraisemblablement pesé du même coup sur le volume des émissions. La liquidité du marché en a été affectée, et celui-ci a perdu une partie de son attrait aux yeux des émetteurs comme des investisseurs.

Au demeurant, le fait que la Confédération ait maintenu aussi longtemps le droit de timbre sur les émissions en monnaies étrangères explique sans doute en partie que les activités d'émission internationales se concentrent désormais sur des places financières qui, comme Londres, sont exemptes de toute charge fiscale. Lorsque, en 1993, la Confédération supprima l'assujettissement de ces émissions au droit de timbre, l'euro-marché avait déjà trop pris racine à Londres pour qu'un retour de ces activités en Suisse puisse être envisagé. Aussi la Suisse n'a-t-elle plus guère profité de la croissance de ces marchés.

La Banque nationale aurait pu faire marche arrière en insistant davantage auprès du Conseil fédéral sur la nécessité d'adapter la loi sur les droits de timbre en temps opportun et, partant, d'éliminer la principale entrave aux exportations de capitaux. Or, elle n'a pas fait suffisamment pression sur le Conseil fédéral. D'une part, elle ne voulait pas s'immiscer dans les compétences de la Confédération en matière fiscale, pas davantage que le Conseil fédéral n'entendait remettre en question l'indépendance de la BNS sur les questions de politique monétaire. D'autre part, la Banque nationale avait elle-même un certain intérêt à maintenir les restrictions aux exportations de capitaux, qui lui permettaient de se procurer plus facilement des informations sur l'usage du franc suisse à l'échelle internationale.

A court terme, l'utilité des interventions directes sur les marchés l'a sans doute emporté sur les coûts. Mais à long terme, les coûts ont probablement prévalu sur les avantages que certaines branches de l'économie ont pu retirer des réglementations en vigueur. Si la Banque nationale en avait conscience depuis le début des années quatre-vingt, la prise en compte à court terme de contraintes politiques n'en a pas moins pesé sur bon nombre de ses décisions.

4.8 L'importance croissante de la communication

WERNER ABEGG

4.8.1 Introduction

La nouvelle loi sur la Banque nationale (LBN), entrée en vigueur en 2004, donne explicitement mandat à la Banque nationale d'informer régulièrement le public sur la conduite de sa politique monétaire et de faire part de ses intentions en la matière (art. 7, al.3, LBN). Auparavant, il n'avait jamais été question d'un tel devoir de communication. Indépendamment des dispositions relatives à l'information des actionnaires qui incombe à la Banque nationale en tant que société anonyme régie par une loi spéciale, l'ancienne loi sur la Banque nationale (aLBN) faisait uniquement obligation au Conseil fédéral et à la Banque nationale de s'informer mutuellement avant toute prise de décision revêtant une importance primordiale pour la politique conjoncturelle et monétaire (art. 2, al. 2, aLBN). Elle était muette sur la question de savoir si de telles informations devaient être communiquées à des cercles plus larges.

L'information en tant qu'élément de l'obligation de rendre compte à divers niveaux – Conseil fédéral, Parlement, grand public – occupe une place centrale dans la nouvelle LBN. Celle-ci n'a en réalité qu'institutionnalisé la pratique que la Banque nationale suivait de sa propre initiative depuis trois décennies. Mais elle a tenu compte également d'évolutions qui ont marqué le débat sur la politique monétaire à l'échelle internationale: une conscience croissante du fait que l'obligation d'informer est le pendant de l'indépendance de l'institut d'émission et l'expérience acquise selon laquelle il n'y a pas de politique monétaire efficace sans un travail de communication systématique.

4.8.2 La situation initiale et la motivation

En 1973, le passage au régime des changes flottants avait consacré pour la Banque nationale le début d'une information régulière et systématique du public au sens large. Depuis les années trente toutefois, il existait une organisation – l'Association pour une monnaie saine – qui, par le biais de la *Währungspolitische Korrespondenz*, défendait les intérêts de la Banque nationale vis-à-vis des médias et des milieux politiques et véhiculait ses opinions dans le public. Cette association visait surtout à mieux faire connaître les avantages d'un système monétaire sain et bien ordonné. Elle entretenait des rapports directs avec la BNS, qui finançait une bonne partie de ses activités¹²⁸. D'ailleurs, la Banque nationale elle-même s'intéressait depuis des décennies

128 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1975), 6 mars, n° 269.

aux comptes rendus qui paraissaient dans la presse et les médias, entretenant elle aussi des contacts réguliers avec certains journalistes¹²⁹. Pourtant, avant le passage aux changes flottants, il s'agissait là d'une pratique qui ne concernait qu'une poignée d'initiés et de représentants des médias triés sur le volet. À l'époque, la plupart des entreprises privées faisaient preuve d'une extrême retenue en matière de communication avec le public. La Banque nationale entreprit de dissoudre la *Währungspolitische Korrespondenz* après s'être résolue à s'adresser directement, en son propre nom, au public¹³⁰.

La première conférence de presse de la Banque nationale eut lieu le 7 novembre 1974. La BNS envisageait de tenir ce type de séance d'information à intervalles réguliers. Par la suite, ses rendez-vous de politique monétaire avec les médias se succédèrent, le plus souvent à un rythme semestriel. Le tout premier de ces rendez-vous fut consacré pour l'essentiel à des explications sur les raisons de la réduction de l'excédent monétaire qui avait résulté des interventions effectuées en vue de défendre les relations de change fixes entre les monnaies étrangères et le franc.

Dans un article du quotidien *Tages-Anzeiger*, il était dit que «cet événement est à marquer d'une pierre blanche», puisqu'«il est non seulement le signe d'un changement de génération au sein de la Direction de la BNS, mais encore la preuve manifeste du rôle tout à fait inédit et important que joue l'institut d'émission dans la politique économique de la Suisse». On pouvait en outre y lire que «l'origine de ce regain d'influence de la BNS est à chercher dans le flottement du franc» et que «depuis janvier 1973, l'institut d'émission a la possibilité de mener une politique monétaire indépendante et n'est plus contraint d'intervenir pour corriger tel ou tel cours de change»¹³¹.

En tant que société anonyme, la Banque nationale avait toutefois déjà eu à remplir certains devoirs d'information, quand bien même ceux-ci consistaient pour l'essentiel à rendre compte de son action passée et moins à faire part de ses intentions. Elle s'acquittait de ces obligations en publiant un rapport de gestion au contenu informatif devenu de plus en plus consistant au fil des années et au travers des exposés présidentiels aux Assemblées générales. Ces informations étaient tenues à la disposition des propriétaires de la Banque nationale – cantons et institutions cantonales pour la plupart, mais aussi un grand nombre d'actionnaires particuliers –, des marchés et des personnes intéressées.

129 Banque d'Angleterre, *Swiss Journalism* (1937).

130 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1975), 6 mars, n° 269.

131 Hew (1974).

La Banque nationale était donc consciente de longue date – bien avant l’ancrage formel dans la loi de 2003 de l’obligation qui lui était faite de rendre compte au Parlement et d’informer le public – de ce que la communication sur ses intentions de politique monétaire et sur l’application de cette politique constituaient pour elle une obligation essentielle. Ainsi, dès le 23 avril 1981, ayant acquis quelque expérience à la faveur de ses conférences de presse, la Direction générale arrêta des règles de relations publiques à l’intention de ses membres et d’autres représentants de la BNS. Ces règles posaient comme principe un maximum d’ouverture, ce qui dénotait un progrès remarquable pour l’époque, surtout de la part d’une banque centrale¹³². En 1982, à la Foire suisse d’échantillons de Bâle, Fritz Leutwiler, le président de la Direction générale, expliqua le caractère évident d’une telle démarche aux yeux de la Banque nationale. L’institut d’émission, précisa-t-il en substance, n’est pas responsable envers le Parlement, de même que le Conseil fédéral ne peut influencer directement sur la politique de la BNS. Selon lui, «la Banque nationale jouit donc d’un haut degré d’indépendance, et cela l’engage à informer»¹³³. En tant qu’institut d’émission d’un Etat acquis à la démocratie directe, ajouta-t-il, la Banque nationale a même un devoir de communication qui dépasse celui des banques centrales d’autres pays: «[...] nous vivons dans une démocratie référendaire, ce qui suppose que les citoyens électeurs aient, à l’occasion, à s’exprimer sur des questions qui relèvent de l’ordre monétaire, quitte à ce qu’il s’agisse de questions assez techniques [...]. En ce sens, la Suisse est sans aucun doute un cas unique au monde [...]. Pour pouvoir porter ses fruits, la politique de la Banque nationale [doit] être soutenue par un large public; elle doit l’être dans d’autres pays également, mais chez nous, peut-être plus qu’ailleurs»¹³⁴. L’application de ce principe par la Banque nationale fut précoce – précédant en cela de nombreuses autres banques centrales – et résolue. Mais au fil du temps, l’ampleur de la transparence et le degré de détail des informations fournies sur la politique monétaire ont connu des changements manifestes.

4.8.3 *La communication et l’efficacité de la politique monétaire*

Pour la Banque nationale, un élément central de sa communication avec le public a été l’influence qu’elle pouvait exercer sur les anticipations inflationnistes qui se formaient au sein de la population et sur les marchés. Le passage

132 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1981), 23 avril, n° 231.

133 Leutwiler (1982), pp. 3s.

134 *Ibidem*.

aux changes flottants ayant fait disparaître le point de repère qu'avait très longtemps constitué la fixité des cours de change, il était urgent de disposer d'un indicateur de politique monétaire qui pût servir de référence à l'économie, aux milieux politique et à la population. A partir de 1975, ce rôle fut assumé par les objectifs annuels de croissance de la masse monétaire (4.3.2). Ces objectifs liaient la Banque nationale à une règle stricte la contraignant à justifier ses décisions de politique monétaire et à les comparer aux résultats obtenus. Une banque centrale qui, dans un système de changes fixes, se borne par ses interventions à défendre une parité déterminée, peut afficher dans sa communication une circonspection plus grande qu'un institut d'émission qui poursuit une politique monétaire autonome. Il fallait expliquer les objectifs monétaires, mais aussi instituer un contrôle des résultats et en rendre compte: bref, la politique de la masse monétaire engageait ses responsables à informer. Et la politique monétaire suisse y gagna en transparence. C'est d'ailleurs cette transparence accrue qui, une nouvelle fois, explique notamment que la BNS ait passé à la fin des années nonante d'une politique portant sur un objectif de masse monétaire à une stratégie fondée sur une prévision d'inflation (4.4.3).

La transparence de la politique monétaire était pour la Banque nationale un préalable à sa crédibilité. En effet, le profane ne peut accorder sa confiance à une banque centrale que s'il est à même de juger si celle-ci remplit sa mission – préserver la stabilité des prix – et comment elle y parvient. Or, la confiance des marchés et du public conditionne pour une part essentielle le succès de la politique monétaire¹³⁵. Les ajustements à réaliser dans une économie et découlant de mesures de politique monétaire coûtent moins cher lorsque la stratégie de la banque centrale est bien comprise. Si la crédibilité de cette dernière est compromise, l'incertitude au sujet de l'inflation à venir ne peut que croître. Dans de telles circonstances, l'émetteur d'un emprunt devra par exemple acquitter une prime de risque supplémentaire pour obtenir des fonds sur le marché, ce qui pourra peser sur le produit de son émission. Si l'inflation s'écarte de celle qui était attendue, les conditions contractuelles impliquées par un tel emprunt changeront. D'autres types de rapports contractuels seront également touchés par ce genre d'incertitudes, comme les accords salariaux. Une banque centrale a toutefois les moyens, au travers d'une bonne politique de communication, d'atténuer l'incertitude qui pèse sur l'évolution à venir du renchérissement¹³⁶.

135 Message (2002), pp. 5744s.

136 Roth (2005).

Toute désireuse qu'elle soit d'influer sur les attentes inflationnistes d'un large public, la Banque nationale s'est constamment heurtée, du fait d'une singularité de la législation helvétique, à une difficulté particulière qui, a contrario, la contraint pratiquement à améliorer le niveau élémentaire des connaissances sur les mécanismes de la politique monétaire. Le droit de bail suisse lie en effet les loyers des logements au taux d'intérêt hypothécaire. Une hausse de ce taux autorise le bailleur à en répercuter le coût sur les locataires; inversement, ce même bailleur est tenu de réduire les loyers en cas de recul du taux hypothécaire. Par le jeu de ce mécanisme, un resserrement de la politique monétaire entraîne la plupart du temps une augmentation des loyers, puis, avec un certain retard, une hausse de l'indice des prix à la consommation. Il est donc compréhensible que la population, composée en majorité de locataires, ait quelque peine à admettre la nécessité d'un relèvement des taux d'intérêt et, surtout, à croire au succès de la lutte contre l'inflation. La poussée de renchérissement qui s'ensuit suscite évidemment des doutes quant à l'efficacité de la politique monétaire, et la crédibilité de l'institut d'émission en pâtit.

Ce particularisme helvétique renvoie à un problème fondamental en termes de communication de la politique monétaire: comment expliquer à un large public des mesures qui ne produiront leurs effets et dont on ne pourra vérifier les résultats que dans un avenir assez lointain? Pourquoi, par exemple, un institut d'émission relève-t-il les taux d'intérêt à un moment où le moteur de l'économie tourne rond et monte en régime pour le plus grand plaisir de tous? Ou, pour reprendre une image familière au monde anglo-saxon: pourquoi les banques centrales cachent-elles toujours la sangria au moment où la fête bascule dans la liesse?

Dans un contexte économique et politique qui exige des résultats rapides et évidents, il n'est pas toujours facile de répondre à ces questions. Une banque centrale ne peut réussir à faire comprendre sa politique monétaire qu'à partir du moment où elle s'est constitué le capital de crédibilité nécessaire en pratiquant une stratégie durable d'ouverture. Il s'ensuit que la communication est un préalable essentiel au succès de la politique monétaire. Elle permet aux consommateurs et aux entreprises de se faire plus facilement une idée de l'approvisionnement futur de l'économie en monnaie et confère un caractère prévisible à la politique monétaire¹³⁷. La communication contribue donc de manière déterminante à la crédibilité de la banque centrale.

137 Message (2002), p.5744.

4.8.4 *La communication avec les marchés financiers*

La politique d'information des banques centrales à l'égard des marchés financiers a évolué au cours des dernières années. La plupart d'entre elles se sont départies de la conviction selon laquelle une certaine dose d'ambiguïté était parfois utile à leurs relations avec les marchés. Pour sa part, la Banque nationale a franchi le pas assez tôt, tout en maintenant, comme d'autres, la pratique consistant à surprendre les marchés par telle ou telle décision. Il est incontestable que la politique monétaire agit sur l'économie par le biais de variables qui sont elles-mêmes influencées par les attentes des marchés. C'est pourquoi une grande transparence vis-à-vis des marchés financiers facilite la conduite de la politique monétaire¹³⁸. Quand les intentions de la banque centrale sont compréhensibles pour les marchés, ceux-ci ont souvent tendance à les anticiper. C'est ainsi que les taux du marché réagissent avant même que l'institut d'émission n'ait modifié son taux directeur, les marchés lui épargnant en quelque sorte le travail.

Petite économie ouverte et s'honorant d'une longue tradition de libre circulation des capitaux, la Suisse s'est toujours trouvée plus exposée que d'autres pays aux fluctuations des cours de change et des taux d'intérêt à l'échelle internationale. Aussi la Banque nationale n'a-t-elle eu de cesse de veiller à se ménager une certaine marge de manœuvre pour la mise en œuvre de sa politique sur les marchés. La définition mécanique de paramètres cibles ne lui est guère apparue comme une solution adéquate, à l'exemple de la fixation du montant des avoirs des banques en comptes de virement dans le cadre de la gestion du marché monétaire à l'aide d'agrégats monétaires. En l'espace d'un mois, les avoirs en comptes de virement ont pu connaître des variations telles qu'ils ne servaient guère d'indice fiable du degré de restriction de la politique monétaire, du moins pas sans un minimum d'explications. L'institut d'émission en fournissait alors aux marchés, le plus souvent à la demande des médias.

La Banque nationale s'est ménagé une certaine souplesse dans la mise en œuvre de sa stratégie de politique monétaire appliquée après l'an 2000, en optant pour une marge de fluctuation en lieu et place d'un taux cible à court terme (4.4.3) et en s'efforçant, en situation normale, de maintenir le taux du marché monétaire au milieu de cette marge de fluctuation. Quand il lui est arrivé de déroger à ce principe, les marchés financiers ont rapidement ressenti la nécessité d'être informés. Si la Banque nationale avait besoin de cette latitude pour conduire sa politique monétaire, elle suscitait ce faisant un besoin

¹³⁸ Roth (2002).

de précision sur la question de savoir comment il convenait d'interpréter certaines opérations dans un contexte plus large.

Le cours du franc n'a pas toujours revêtu la même importance pour la Banque nationale dans sa communication avec les marchés. Tandis que, dans l'analyse rétrospective de sa politique, elle a souvent signalé l'incidence des cours de change, mettant par exemple dans son rapport de gestion ses décisions en parallèle avec l'évolution de ceux-ci, elle fit assez longtemps preuve d'une grande circonspection à ce sujet au moment où elle annonçait ses intentions en matière de politique monétaire (4.5.5).

La Banque nationale dut faire face à une situation particulière le 1^{er} octobre 1978 lorsque, en pleine crise des changes qui entraîna une revalorisation massive du franc suisse vis-à-vis de la plupart des principales monnaies, elle annonça un objectif d'intervention pour la relation de change entre le mark allemand et le franc. Elle décréta diverses mesures afin de «relever cette relation de change nettement au-dessus de 80 francs pour 100 marks allemands»¹³⁹. Elle fit part en particulier de sa volonté de procéder à des achats de dollars sur les marchés des changes jusqu'à ce que le cours du mark puisse se maintenir au-delà de ce seuil. Elle parvint à concrétiser cette intention, au prix toutefois d'une forte expansion de la masse monétaire et avec les conséquences négatives que l'on devine pour l'évolution du renchérissement durant les années 1980 et 1981 (2.4.2).

Ce sont précisément ces conséquences qui incitèrent plus tard la Banque nationale à qualifier d'«expérience» la fixation d'un objectif d'intervention et les opérations de change y afférentes. Expérience justifiée vu les circonstances exceptionnelles, quand bien même «[...] il faudra réfléchir à deux fois à l'opportunité de la reconduire»¹⁴⁰. Pourtant, la Banque nationale ne s'est jamais dédit formellement de son objectif d'intervention, ce qui, du reste, n'aurait pas servi ses intérêts. En effet, lorsqu'il est arrivé que la situation sur les marchés des changes se tende au point d'amener le franc à se revaloriser, l'ancien objectif d'intervention a souvent fait office de seuil psychologique de résistance. C'est ce que l'on a pu observer jusqu'à l'introduction de l'euro en 1999. Dans ce domaine, le fait de renoncer à une transparence totale a plutôt profité à la BNS au regard de la politique monétaire.

Durant les phases de revalorisation du franc, la Banque nationale a souvent couru le risque de se trouver confrontée à des revendications de la part de l'industrie d'exportation ou du secteur du tourisme, lui enjoignant d'assouplir sa

¹³⁹ BNS, communiqué de presse du 1^{er} octobre 1978.

¹⁴⁰ Leutwiler (1984), p. 13.

politique monétaire ou d'intervenir sur les marchés des changes. Aussi la BNS se montra-t-elle prudente dans ses déclarations à propos de l'évolution des cours de change, afin de ne pas alimenter les appels à des actions concrètes. Dans le cadre de sa stratégie axée sur les agrégats monétaires, elle n'eut de cesse de faire part de sa conviction qu'il fallait abandonner l'évolution des changes au marché. Ce n'est qu'en présence de situations extrêmement tendues que ses prises de position ont été plus explicites (4.5.5). Lors de la publication de ses objectifs de masse monétaire, il lui arriva régulièrement de préciser – pour des considérations de change le plus souvent – qu'elle s'écarterait de son objectif en cas d'évolution inattendue sur les marchés financiers. Mais après 1978, la Banque nationale ne formula plus d'objectifs d'interventions à proprement parler.

Elle ne se prononça plus non plus sur ses intentions en matière de change lors des interventions qu'elle entreprit sur les marchés jusqu'au milieu des années nonante en concertation, le plus souvent, avec d'autres banques centrales. Plus tard, l'utilité de telles interventions lui parut dictée avant tout par l'effet d'annonce qu'elles pouvaient déployer. Elle les justifia d'ailleurs souvent par le fait qu'elle entendait aller à contre-courant d'une évolution par trop unilatérale du marché. En tout cas, cette pratique conduisit très tôt la Banque nationale à contribuer à une meilleure transparence, dans la mesure où elle fut l'une des premières banques centrales à confirmer officiellement ses interventions sur les marchés des changes, en désignant les monnaies concernées, sans toutefois préciser les cours d'intervention ni – si ce n'est sommairement et avec un grand retard – le montant des transactions.

Depuis la mise en œuvre de sa nouvelle stratégie au début de l'année 2000, la Banque nationale intègre plus systématiquement l'évolution des cours de change dans la présentation de ses intentions en matière de politique monétaire (4.4.3). Ces précisions ont singulièrement gagné en importance au lendemain des attentats terroristes du 11 septembre 2001 aux Etats-Unis, qui ont amené une fois de plus des marchés des changes rendus très inquiets à miser sur la valeur refuge traditionnelle qu'est le franc suisse. Dans le communiqué de presse du 17 septembre 2001 relatif à un examen anticipé de la situation assorti d'un abaissement de la marge de fluctuation, ces précisions paraissaient encore quelque peu codées, mais sous la pression des événements elles prirent dès le 24 septembre un tour plus explicite: la marge de fluctuation du Libor était alors abaissée en raison de l'«inquiétude au sujet de la relation de change entre l'euro et le franc» et «en réaction à la forte et rapide revalorisation que le franc suisse a enregistrée ces derniers jours face à l'euro»¹⁴¹. A fin

141 BNS, communiqué de presse du 24 septembre 2001.

2001, lors de son appréciation de la situation, la Banque nationale relevait à nouveau l'«évolution indésirable du cours du franc»¹⁴². Depuis lors, c'est de façon presque routinière que ses communiqués de presse sur l'examen trimestriel de la situation font état de l'évolution du cours du franc.

4.8.5 *La communication avec le pouvoir politique*

Au début de 2005, la Banque nationale a présenté pour la première fois à l'intention du Parlement son rapport formel sur l'exécution de sa mission légale, se conformant ainsi à l'obligation de rendre compte prévue par la nouvelle LBN. Les échanges de vues avec les autorités politiques sont pour elle un usage de longue date. Ainsi, la Direction générale a régulièrement mené avec une délégation du Conseil fédéral des consultations sur les questions de politique monétaire et sur l'évolution de la conjoncture. La fixation des objectifs de masse monétaire s'est toujours faite en accord avec le Conseil fédéral, et l'on se souvient que l'ancienne loi sur la BNS imposait une information réciproque de la part de la Banque nationale et du premier exécutif du pays avant toute décision majeure relevant de la politique économique et monétaire. La nouvelle loi dispose elle aussi que le Conseil fédéral et la BNS sont tenus de s'ouvrir mutuellement de leurs intentions avant de prendre de telles décisions. Le Conseil fédéral approuve le rapport de gestion en première instance, rapport qui avant l'entrée en vigueur de la nouvelle LBN contenait déjà des éléments essentiels du futur compte rendu d'activité. La majorité des actions de la Banque nationale se trouvant en mains des cantons et d'institutions cantonales, on peut considérer que les informations présentées à l'Assemblée générale tiennent lieu, au sens large, de compte rendu aux instances politiques.

Avant l'entrée en vigueur de la nouvelle loi sur la BNS, une certaine exclusivité caractérisait cependant la communication de la Banque nationale avec le pouvoir politique. On dialoguait en cercle restreint et en présence d'un public de spécialistes. Depuis le début des années nonante, des consultations régulières consacrées à la politique monétaire avaient lieu entre le président de la Direction générale et les commissions de l'économie et des finances des Chambres, à la demande de ces dernières d'ailleurs. Mais elles demeuraient pour la plupart confidentielles, et l'opinion publique n'en était guère informée au-delà du fait qu'il avait été procédé à un échange de vues. Si, en application de la nouvelle LBN, le président de la Direction générale continue de rendre compte exclusivement aux commissions parlementaires et non pas devant l'assemblée plénière des deux Chambres, le destinataire formel du

¹⁴² BNS, communiqué de presse du 7 décembre 2001.

rapport n'en est pas moins l'Assemblée fédérale. Ce rapport est de surcroît tenu à la disposition du public.

Les objets parlementaires qui concernent la Banque nationale sont généralement placés sous la houlette du Département fédéral des finances. Les prises de position de la BNS prennent la forme de propositions durant la phase préparatoire. La Banque nationale ne peut se représenter elle-même devant le Parlement, et contrairement à ce qui se passe dans d'autres pays, il n'existe pas en Suisse d'audition du président de la banque centrale par les Chambres réunies en assemblée plénière.

Pourtant, à titre tout à fait exceptionnel, la Banque nationale a exercé une influence directe sur le cours d'un débat parlementaire lorsque, en automne 1990, la Direction générale s'est adressée par lettre à un certain nombre de parlementaires pour s'opposer à une proposition du Conseil fédéral. Il s'agissait en l'espèce d'un arrêté fédéral urgent sur les mesures de lutte contre l'inflation dans le domaine des taux hypothécaires. S'il avait été adopté, la Suisse aurait instauré un système de surveillance des taux hypothécaires appliqués aux logements et aux locaux commerciaux, système qui aurait obéi à des considérations de politique conjoncturelle. Une décision politique aurait pu alors empêcher tout ajustement de ces taux. Le projet visait à enrayer la hausse des taux hypothécaires, qui culminaient déjà à un niveau record. La Banque nationale, craignant quant à elle que la conduite de la politique monétaire ne s'en trouve compromise, a fait valoir au surplus qu'une telle intervention serait problématique du point de vue de l'ordre économique. C'est parce qu'elle s'est sentie atteinte au plus profond de ses compétences qu'elle a recouru à cette extrémité que constitue un appel direct aux parlementaires. Le projet de surveillance des prix finit par échouer, sous cette forme du moins.

En 2006, la Banque nationale a participé aux prises de position publiques organisées par la Confédération et les cantons pour présenter leurs vues contre l'initiative populaire «Bénéfices de la Banque nationale pour l'AVS» (initiative COSA; 9.4.9). A ces occasions, elle a montré clairement que les perspectives bénéficiaires évoquées par les initiants et leur affirmation selon laquelle il serait possible d'alléger nettement les charges de la prévoyance vieillesse au moyen des bénéfices de la Banque nationale étaient tout à fait irréalistes à ses yeux. Mais la Banque nationale craignait surtout d'être profondément gênée dans l'accomplissement de ses tâches si un lien devait exister entre son mandat de politique monétaire et le financement d'une assurance sociale. Elle considérait que la «politisation» des bénéfices de la banque centrale qui en découlerait presque inévitablement constituerait un grave danger pour son indépendance et sa crédibilité sur les marchés financiers.

4.8.6 *La communication avec le grand public*

La nécessité de s'adresser au grand public par des messages sur la politique monétaire ne s'imposa pas seulement à la Banque nationale en raison de la problématique déjà évoquée des taux hypothécaires et de leur justification, à savoir qu'il lui fallait pouvoir être à même d'influencer les attentes en matière d'inflation. Le fait est surtout que le passage aux changes flottants avait fondamentalement transformé le cadre de la politique monétaire. Aussi la Banque nationale se sentit-elle obligée de faire comprendre à un large public les conséquences de cette nouvelle situation. L'un des moyens à sa disposition résidait dans les exposés présentés par les membres de sa Direction générale, par ses directeurs, mais également par d'autres collaborateurs. La Banque nationale multiplia ses activités dans ce domaine, tentant au surplus de le faire à intervalles plus ou moins réguliers dans diverses régions du pays. Ses représentations régionales jouèrent elles aussi un rôle croissant à cet égard. La Banque nationale prit par ailleurs dans les années septante une initiative plutôt novatrice par son côté ludique, en produisant une série de films intitulée «Histoires de l'argent». Ces films furent disponibles en prêt scolaire à partir de 1977 et diffusés à la télévision. Ils expliquaient quelques notions fondamentales de politique monétaire et mettaient en évidence les liens de cause à effet entre la politique monétaire et l'évolution de l'économie. Le dernier volet de la série montrait le président de la Banque nationale rendant visite à une classe d'école et répondant aux questions des élèves.

En 1989, la Banque nationale réalisa un projet de film en trois parties. La première était consacrée à la Banque nationale en tant qu'entreprise. La deuxième évoquait la nature de l'argent et les mécanismes de la politique monétaire. La troisième, enfin, retraçait sous forme de séquences documentaires l'histoire du franc suisse. En 2002, dans le cadre d'un projet multimédia usant des possibilités d'Internet, la Banque nationale a fait produire deux nouveaux films dédiés à l'argent et à la politique monétaire.

Dans tous ces projets, les informations relatives aux billets de banque ont permis de visualiser les processus les plus divers. Mais depuis les années septante, ce travail de vulgarisation porte également beaucoup sur les billets de banque en tant que produit, car il s'agit de familiariser les usagers avec les éléments de sécurité qu'ils incorporent. Lors de l'émission de la huitième série de billets dans les années 1995 à 1998, la Banque nationale recourut à des méthodes de communication qui étaient nouvelles pour elle: afin de s'assurer que la population puisse se familiariser rapidement avec l'aspect visuel de la série et les éléments de sécurité inédits que comportaient les nouveaux billets, elle lança sous le slogan: «De nouveaux billets aisément vérifiables» une vaste

opération médiatique incluant pour la première fois des spots publicitaires à la télévision et une campagne d’affichage.

En 2002, la Banque nationale s’associa à la sixième Exposition nationale suisse, Expo 02, en présentant «Argent et valeur – Le dernier tabou», exposition conçue par Harald Szeemann, spécialiste de renommée internationale. En faisant ainsi de la notion de «valeur» un thème d’exposition, la Banque nationale espérait contribuer à aiguïser la conscience et la sensibilité du public. Son pavillon était constitué d’un cube revêtu d’or véritable dont le plafond intérieur, parcouru d’un réseau de tuyaux, symbolisait le débit inlassable des flux monétaires. L’ensemble retraçait l’histoire de l’argent, révélant l’inconstance des valeurs à l’image de cotations boursières et de cours de change secoués de mouvements erratiques. Il présentait par ailleurs une espèce de défilé de mode des monnaies et permettait de se livrer à des jeux assortis de possibilités de gains ou de pertes aussi illimitées que fictives. Mais le cœur de tout ce dispositif, visible de partout, était un robot muni d’une déchiqueteuse qui réduisait en fines bandelettes de vrais billets de banque destinés de toute façon à être éliminés du circuit monétaire. En dépit de son contenu didactique assez difficile, le pavillon enregistra un million d’entrées, ce qui en fit l’un des pavillons d’Expo 02 les plus fréquentés.

4.8.7 Les médias en tant que courroie de transmission de la politique monétaire

Une politique monétaire qui réussit à maintenir l’inflation à un faible niveau et permet à l’économie de croître de manière équilibrée est rarement un sujet passionnant pour le grand public. On peut certes en rendre compte, mais il n’est guère possible de susciter à chaque fois de l’intérêt. La politique monétaire devient intéressante lorsqu’elle se trouve confrontée à d’amples fluctuations des cours de change, à une évolution défavorable de l’inflation ou de la conjoncture, ou lorsqu’elle doit faire face à de graves tensions et à d’autres problèmes. Le gouverneur d’une banque centrale étrangère ironisa un jour à ce propos, déclarant aux journalistes présents qu’il prévoyait de les ennuyer toujours plus au fur et à mesure de l’écoulement de son mandat¹⁴³.

Le fait est que, dans le passé, l’attention des médias s’est braquée sur la Banque nationale surtout lorsque la politique monétaire était confrontée à une situation difficile. L’incidence d’un relèvement des taux hypothécaires sur les loyers et les revenus réels a souvent placé la BNS sous les feux de la critique lorsqu’elle s’est trouvée amenée à durcir son cap. On lui imputait alors la

¹⁴³ Roth (2005).

responsabilité des hausses de loyers, et on mettait en doute sa capacité à mener une politique monétaire efficace. Ces controverses ont pris parfois un tour épique dont même les médias d'ordinaire enclins à traiter des sujets plutôt populaires se sont fait l'écho. Ce fut encore le cas dans la première moitié des années nonante, lorsque la Banque nationale se vit contrainte de procéder à une correction particulièrement drastique de sa politique monétaire, afin de rétablir la stabilité des prix.

Mais en définitive, c'est bien un cercle spécialisé de journalistes qui, régulièrement, rend compte de la politique de la Banque nationale et l'analyse. Ce cercle englobe les agences de presse et financières nationales et internationales, les publications spécialisées de la finance et de l'économie, de même que les responsables des rubriques économiques des grands quotidiens et des chaînes nationales de radio et de télévision. Le *central bank watching* systématique que pratiquent bon nombre de médias anglo-saxons est moins développé en Suisse.

Grâce à Internet, la Banque nationale recourt depuis 1998 à un canal d'informations qui lui ménage un accès direct à la recherche, à la politique et au monde scolaire, mais lui permet également d'atteindre de larges couches de la population. Les banques centrales ont systématiquement développé leurs sites Internet au cours des dernières années. Ce média est devenu irremplaçable pour transmettre des connaissances élémentaires sur la politique monétaire et expliquer les activités d'un institut d'émission. La Banque nationale est encore loin d'avoir exploité toutes les ressources d'Internet, et elle n'a de cesse de progresser dans cette direction. Dans le même temps, le succès d'Internet exerce une pression considérable sur les médias traditionnels, les soumettant à une forte concurrence et les obligeant à comprimer leurs coûts. La question reste donc ouverte de savoir si ces médias disposeront à l'avenir des ressources nécessaires pour continuer de traiter d'un sujet, la politique monétaire, de prime abord rebutant pour le grand public.

Sources

Administration fédérale des contributions (1998), *Opérations de «repo»*, circulaire (S-02.140), Berne.

Banque d'Angleterre, *Swiss Journalism* (1937), note du 29 novembre, BEA OV 63/29.

BNS, à la Délégation du Conseil fédéral pour les questions économiques générales (1979), lettre de Pierre Languetin, directeur général de la BNS, concernant le groupe de travail sur la situation monétaire internationale et adressée à la Délégation du Conseil fédéral pour les questions économiques générales, 15 novembre, ABNS.

BNS, *Bulletin mensuel* (diverses années), Bibliothèque de la BNS, Zurich.

BNS, *Bulletin mensuel de statistiques économiques* (diverses années), Bibliothèque de la BNS, Zurich.

BNS, communiqués de presse (diverses années), ABNS.

BNS, directives sur instruments de politique monétaire (2004), *Directives générales de la Banque nationale suisse (BNS) sur ses instruments de politique monétaire*, du 25 mars, <http://www.snb.ch>, puis La BNS et Fondements juridiques.

BNS, importance de l'échéance pour la politique monétaire (1986), *Geldpolitische Bedeutung des Ultimos und Durchführung der Ultimopolitik*, document du 2 juillet établi à la suite d'une réunion de travail du 3^e département le 30 mai, ABNS.

BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (diverses années), ABNS.

BNS, *Rapport de gestion* (diverses années), Bibliothèque de la BNS, Zurich.

La Suisse et l'Union économique et monétaire européenne (1998), rapport du groupe de travail interdépartemental «Euro», juin, ABNS.

Message (2002) concernant la révision de la loi sur la Banque nationale, du 26 juin, FF 2002 5645–5856.

Situation monétaire internationale (1979), rapport du groupe de travail sur la situation monétaire internationale, 31 janvier, ABNS.

Bibliographie

Baltensperger, E. (2005), *Mut zum Aufbruch – 10 Jahre danach*, Orell Füssli, Zurich.

Barro, R. J. (1986), «Recent Developments in the Theory of Rules Versus Discretion», dans *Economic Journal*, 96 (Conference Papers), pp. 23–37.

Bernanke, B.S., T. Laubach, F.S. Mishkin et A.S. Posen (1999), *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton University Press, Princeton NJ.

Birchler, U. W. (1988), «Neue Liquiditätsvorschriften und Geldpolitik», dans *Monnaie et conjoncture*, bulletin trimestriel de la BNS, 6 (1), pp. 75–81.

BNS (1982), *75e anniversaire – Banque nationale suisse – Les années 1957 à 1982*, Editions 24 Heures, Lausanne.

BNS (1989), «Introduction d'un système de taux lombard flottant», dans *Monnaie et conjoncture*, bulletin trimestriel, 7 (2), pp. 179–182.

BNS (1993), «Situation économique et monétaire», rapport de la Direction générale remis au Conseil de banque pour sa séance du 5 mars, dans *Monnaie et conjoncture*, bulletin trimestriel, 11 (1), pp. 35–61.

BNS (1994), «La politique monétaire suisse en 1995», dans *Monnaie et conjoncture*, bulletin trimestriel, 12 (4), pp. 266–268.

BNS (1999), «La politique monétaire en l'an 2000 – Décisions de la Banque nationale suisse», dans *Bulletin trimestriel*, 17 (4), pp. 9–13.

BRI (1996), *Implications for central banks of the development of electronic money*, Bâle.

Brunner, K. (1968), «The Role of money and monetary policy», dans *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 50 (7), pp. 8–24.

Capitelli, R. et P. Buomberger (1990), «Zur Geldpolitik der achtziger Jahre: Einige Grundsätzliche Überlegungen», dans *Revue suisse d'économie et de statistique*, 126 (4), pp. 535–551.

Chrystal, K. A. (1990), (éd.), *Monetarism*, vol. I, Aldershot [etc.]: Elgar.

Commission pour les questions conjoncturelles (1996), *La Suisse et l'Union économique et monétaire européenne: une analyse des aspects économiques*, groupe de travail UEM, Berne.

Commission pour les questions conjoncturelles (2004), *Rapport annuel*, Berne.

Cottier, P. (1998), «Le repo, un nouvel instrument de politique monétaire», dans *Bulletin trimestriel de la BNS*, 16 (3), pp. 34–45.

Département fédéral de l'économie (2002), «Le rapport sur la croissance – Déterminants de la croissance économique de la Suisse et jalons pour une politique économique axée sur la croissance» dans *Grundlagen der Wirtschaftspolitik Nr. 3D*, série d'études du SECO – domaine de prestations «Analyses et politique économique», Berne.

Fox, K. J. et M. Zurlinden (2006), «On Understanding Sources of Growth and Output Gaps for Switzerland», dans *Swiss National Bank Working Papers*, 10–2006, BNS, Zurich.

Friedman, M. (1960), *A Program for Monetary Stability*, Fordham University Press, New York.

Genberg, H. et U. Kohli (1997), «Recent Developments in Swiss Monetary Policy», dans P. Bacchetta et W. Wasserfallen (éd.), *Economic Policy in Switzerland*, Macmillan, Londres, pp. 8–29.

Hew, F. (1974), «Premiere bei der Nationalbank», article du *Tages-Anzeiger*, n° 260 du 8 novembre, Zurich, p. 1.

Jordan, T. J. (2005a), «Risikominimierung und Liquiditätssicherung mittels Einsatz von Repo-Geschäften», exposé présenté dans le cadre de la réunion *Liquidität: eine Herausforderung für die Banken*, à Zurich, 11 janvier, Bibliothèque de la BNS, Zurich.

Jordan, T. J. (2005b), «La mise en oeuvre de la politique monétaire suisse», dans *La Vie économique, Revue de politique économique*, 78 (4), pp. 50–54.

Jordan, T. J. et M. Peytrignet (2001), «La prévision d'inflation de la Banque nationale suisse», dans *Bulletin trimestriel de la BNS*, 19 (2), pp. 54–61.

Jordan, T. J. et M. R. Savioz (2003), «Faut-il combiner les prévisions de modèles VAR? Analyse empirique fondée sur la prévision d'inflation en Suisse», dans *Bulletin trimestriel de la BNS*, 21 (4), pp. 80–93.

Jordan, T. J., P. Kugler, C. Lenz et M. R. Savioz (2002), «Prévisions d'inflation par des modèles vectoriels autorégressifs», dans *Bulletin trimestriel de la BNS*, 20 (1), pp. 40–66.

Kenen, P. (1994), *The International Economy*, 3rd edition, Cambridge University Press, Cambridge.

Kohli, U. (1984), «La demande de monnaie en Suisse», dans *Monnaie et conjoncture*, bulletin trimestriel de la BNS, 2 (4), pp. 64–70.

Kohli, U. (1985), «La demande de monnaie en Suisse: Aspects divers», dans *Monnaie et conjoncture*, bulletin trimestriel de la BNS, 3 (2), pp. 150–164.

Kohli, U. (1989), «Consistent estimation when the left-hand variable is exogenous over part of the sample period», dans *Journal of Applied Econometrics*, 4 (3), pp. 283–293.

- Kohli, U. (2004), «Real GDP, real domestic income, and terms-of-trade changes», dans *Journal of International Economics*, 62 (1), pp. 83–106.
- Kohli, U. (2005), «Switzerland's growth deficit: a real problem – but only half as bad as it looks», dans L. Steinmann et H. Rentsch (éd.), *Diagnose: Wachstumsschwäche – Die Debatte über die fehlende Dynamik der schweizerischen Volkswirtschaft*, Editions Neue Zürcher Zeitung, Zurich, pp. 61–75.
- Kohli, U. et G. Rich (1986), «Monetary Control: The Swiss Experience», dans *Cato Journal*, 5 (3), pp. 911–926.
- Kugler, P. et G. Rich, (2002), «Monetary policy under low interest rates: The experience of Switzerland in the late 1970s», dans *Revue suisse d'économie et de statistique*, 138 (3), pp. 241–269.
- Kydland, F.E. et E.C. Prescott (1977), «Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans», dans *Journal of Political Economy*, 85 (3), pp. 473–491.
- Leutwiler F. (1982), «Geld, Kredit und Währung als Informationsgegenstand», exposé présenté à la *Foire Suisse d'Echantillons*, Bâle, 17 avril, Bibliothèque de la BNS, Zurich.
- Leutwiler, F. (1984), «Geldpolitik auf dem Prüfstand», exposé présenté devant le *Deutscher Sparkassen- und Giroverband*, Bonn, 26 novembre, Bibliothèque de la BNS, Zurich.
- Lusser, M. (1983), «Der Devisenhandel aus notenbankpolitischer Sicht», exposé présenté à Locarno, 29 octobre, Bibliothèque de la BNS, Zurich.
- Lusser, M. (1996), «Exposé à l'Assemblée générale de la Banque nationale suisse du 19 avril», dans *Monnaie et conjoncture*, bulletin trimestriel de la BNS, 14 (2), pp. 149–154.
- McCallum, B. T. (1987), «The Case for Rules in the Conduct of Monetary Policy: A Concrete Example», dans *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, 14 (July), pp. 10–18.
- McCallum, B. T. (1989), *Monetary Economics, Theory and Policy*, Macmillan, New York.
- Meyer, H. (2000), «La politique monétaire à l'aube de la nouvelle année», exposé présenté à l'Université de St-Gall, 20 janvier, dans *Bulletin trimestriel* de la BNS, 18 (1), pp. 38–46.
- Nicoletti, G., S. Scarpetta et O. Boylaud (1999), «Summary indicators of product market regulation and employment protection legislation for the purpose of international comparison», dans *OECD Economics Department Working Paper*, 226, OCDE, Paris.
- OCDE, *Etudes économiques: Suisse* (diverses années), Paris.
- Peytrignet, M. (1996a), «Stabilité économétrique des agrégats monétaires suisses», dans *Monnaie et conjoncture*, bulletin trimestriel de la BNS, 14 (3), pp. 251–278.
- Peytrignet, M. (1996b), *Effects of Electronic Money on the Behaviour of the Monetary Aggregates*, document établi pour le BIS Working Group on the Monetary Policy and Seigniorage Implications of Electronic Money, multicopié, BNS, Zurich.
- Peytrignet, M. (2000), «Politique monétaire suisse en changes flexibles: la pratique des objectifs monétaires», dans Banque du Canada, *La monnaie, la politique monétaire et les mécanismes de transmission*, actes d'un colloque tenu à la Banque du Canada, novembre 1999, pp. 223–251.
- Peytrignet, M. et U. Schwarz (1990), *Suggestions pour une réforme de la monnaie centrale*, document de travail, multicopié, BNS, Zurich.
- Peytrignet, M. et C. Stahel (1998), «Stability of money demand in Switzerland: A comparison of the M₂ and M₃ cases», dans *Empirical economics*, 23 (3), pp. 437–454.
- Peytrignet, M. et C. Stahel (1999), «Stability of money demand in Switzerland: A comparison of the M₂ and M₃ cases», dans H. Lütkepohl et J. Wolters (éd.), *Money demand in Europe*, Physica, Heidelberg, pp. 171–188.

- Rich, G. (1990a), «Capitelli und Buomberger zur schweizerischen Geldpolitik: Der Wechselkurs als Deus ex machina?», dans *Revue suisse d'économie politique et de statistique*, 126 (4), pp. 553–565.
- Rich, G. (1990b), «Comment on H. Genberg, In the Shadow of the Mark: Exchange Rate and Monetary Policy in Austria and Switzerland», dans V. Argy et P. de Grauwe (éd.), *Choosing an Exchange Rate Regime: The Challenge for Smaller Industrial Countries*, FMI, Washington DC, pp. 220–223.
- Rich, G. (1997a), «Monetary targets as a policy rule: lessons from the Swiss experience», dans *Journal of Monetary Economics*, 39 (1), pp. 113–141.
- Rich, G. (1997b), «Comment on H. Genberg and U. Kohli, Recent Developments in Swiss Monetary Policy», dans P. Bacchetta et W. Wasserfallen (éd.), *Economic Policy in Switzerland*, Macmillan, Londres, pp. 30–34.
- Rich, G. (2003), «Swiss monetary targeting 1974–1996: the role of internal policy analysis», dans *ECB Working Paper Series*, 236, Banque centrale européenne, Francfort-sur-le-Main.
- Rich, G. et J.-P. Béguelin (1985), «Swiss Monetary Policy in the 1970s and 1980s: An experiment in Pragmatic Monetarism», dans K. Brunner (éd.), *Monetary Policy and Monetary Regimes*, un symposium en l'honneur de Robert E. Weintraub, University of Rochester, Rochester NY, pp. 76–111.
- Rich, G. et K. Schiltknecht (1980), «Targeting The Monetary Base – The Swiss Approach», dans Banque des Règlements Internationaux, *The Monetary Base Approach to Monetary Control*, BRI, Bâle, pp. 150–170.
- Roth, J.-P. (2002), «Ist eine Notenbank für Überraschungen gut?», exposé présenté devant la *Statistisch-Volkswirtschaftliche Gesellschaft*, Bâle, 25 mars, Bibliothèque de la BNS, Zurich.
- Roth, J.-P. (2005), «Langeweile statt geheimnisvolle Aura – Das Umdenken in der geldpolitischen Kommunikation», article dans *Neue Zürcher Zeitung*, n° 9 du 12 janvier, p. 131.
- Stalder, P. (2001), «Ein ökonomisches Makromodell für die Schweiz», dans *Bulletin trimestriel* de la BNS, pp. 62–89.
- Woodford, M. (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton University Press, Princeton NJ.

5 Le rôle de la Banque nationale dans le trafic des paiements

5.1 Le trafic du numéraire et l'approvisionnement en numéraire

GUY MARADAN

5.1.1 *Les bases légales et la mission*

La Constitution fédérale (art. 99) attribue à la Confédération le droit d'émettre des billets de banque et celui de battre monnaie. La législation actuelle précise cependant que ces moyens de paiement sont émis par deux institutions distinctes. Cette séparation est un héritage du passé. La Constitution de 1848 ayant confié la régle des monnaies à la Confédération, la Suisse opta pour le système monétaire français, puis, à partir de 1865, adhéra à l'Union monétaire latine. Cette union reposait sur un régime d'espèces métalliques comparable à celui en vigueur dans les autres pays d'Europe. Dans ce régime, la valeur nominale des pièces correspondait à la valeur du métal précieux qu'elles contenaient. Le système se fondait sur des règles peu nombreuses, la principale étant le respect de la parité, à savoir que l'unité monétaire était définie en termes d'une certaine quantité de métal précieux. Quant à la circulation monétaire, elle dépendait pour l'essentiel de la marche de l'économie (1.3).

Les billets de banque n'étaient pas très répandus à l'époque. Ils n'avaient pas la qualité de moyens de paiement légaux, mais incorporent un droit à recevoir une certaine quantité de métal précieux. Des banques privées et des banques cantonales les émettaient selon des modalités définies par les différentes législations cantonales. A partir de 1870, les billets de banque connurent en Suisse une plus large diffusion, ce qui souleva la question de leur réglementation sur le plan fédéral, puis, plus tard, celle de la centralisation de leur émission. Les longues discussions qui s'ensuivirent débouchèrent sur la création, en 1907, de la Banque nationale. Etant donné cependant que le régime des monnaies demeurait inchangé, on ne se demanda pas si les pièces et les billets de banque devaient être émis par une seule institution. Cette question ne fut même pas débattue lorsque les billets de banque bénéficièrent pour la première fois du cours légal, juste après le déclenchement de la Première Guerre mondiale.

Le transfert de la régle des monnaies à la Banque nationale vint à l'ordre du jour dans le cadre de l'élaboration de la loi fédérale de 1999 sur l'unité monétaire et les moyens de paiement (LUMMP). Dans l'intervalle, les pièces

en métal précieux avaient déjà perdu depuis longtemps leur fonction de moyen de paiement légal en faveur des billets de banque. Elles avaient été remplacées par des pièces d'un alliage de moindre valeur, qui ne servaient qu'au règlement de petits montants. La logique aurait voulu que la compétence de battre monnaie fût transférée à la Banque nationale. Mais la nouvelle législation confirma la séparation des monopoles de frappe des monnaies et d'émission des billets de banque pour des motifs d'ordre politique et fiscal (9.5.2).

Une des tâches de la Banque nationale consiste à assurer un approvisionnement optimal en numéraire, c'est-à-dire à fournir une quantité donnée dans les coupures désirées, à l'emplacement voulu et au moment opportun. Un équilibre judicieux doit en outre être trouvé entre les considérations de sécurité et de coût.

5.1.2 *La demande de numéraire*

La demande de billets de banque et de pièces est générée par les agents économiques. La Banque nationale satisfait sans restriction toute demande de numéraire émanant du marché. Le côté pratique du numéraire explique que son usage soit largement répandu. Sa visibilité favorise un fort ancrage dans l'esprit du consommateur. Cette cote de popularité a plusieurs causes: en premier lieu, son caractère anonyme lui garantit une utilisation simple et discrète; en second lieu, le billet de banque est un moyen de paiement qui confère à son détenteur un pouvoir libératoire illimité. Ses principaux désavantages sont en revanche les risques de perte ou de destruction.

La Suisse est un pays où le numéraire joue un rôle important. A fin 2005, chaque habitant y détenait en moyenne 5600 francs sous cette forme, contre l'équivalent de 3300 francs aux Etats-Unis, 2800 francs dans les pays de la zone euro et 1400 francs au Royaume-Uni. Seuls les Japonais détenaient une somme supérieure à celle des Suisses, avec 6500 francs en moyenne par habitant. Il convient toutefois d'interpréter avec prudence ce genre de comparaisons internationales. Une part des billets peut en effet se trouver en circulation hors du pays. Une étude réalisée en 1997 est arrivée par exemple à la conclusion que près de 40% des billets de banque suisses sont détenus à l'étranger; le billet de 1000 francs en particulier y est utilisé comme instrument de réserve de valeur par excellence¹.

A long terme, la circulation des billets augmente avec l'activité économique, mais son rythme de progression est plus lent. Elle a ainsi passé de 3,5 milliards de francs en 1945 à 38,2 milliards en 2006, alors que le rapport

1 BNS, volume du numéraire en Suisse (1998).

entre cette circulation et le PIB nominal s'inscrivait à 8% en 2006, contre 25% en 1945. Cette évolution s'explique par le progrès technique et les innovations survenues en matière de paiements, qui ont permis aux entreprises comme aux ménages d'effectuer davantage de transactions avec la même encaisse. Les moyens de paiement sans numéraire influent en effet grandement sur la quantité de numéraire en circulation (5.2.7).

A plus court terme, la conjoncture est un élément déterminant de la demande de billets de banque. Son influence se manifeste non seulement par le biais des variations de l'activité économique, mais aussi, et surtout, par celui des modifications de taux d'intérêt. En règle générale, une phase de hausse des taux provoque un recul de la circulation des billets. Les détenteurs de liquidités tendent alors à privilégier les dépôts bancaires, qui ont l'avantage d'être rémunérés. Le numéraire reflue donc rapidement vers la Banque nationale. En revanche, une phase de baisse des taux d'intérêt entraîne une demande plus soutenue.

Les variations saisonnières influencent aussi fortement la demande de billets de banque. Celle-ci connaît généralement un accroissement prononcé en fin de trimestre, avant les jours fériés et en fin d'année (+7 à 10% par rapport à la fin du mois précédent). Jusque vers la fin des années nonante, une particularité du système fiscal helvétique voulait que la date de référence de la déclaration d'impôt corresponde au terme d'une année paire. Aussi des fonds étaient-ils retirés des banques à fin décembre, ce qui permettait de réduire le montant de la fortune imposable. La circulation atteignait alors son point culminant. En outre, jusqu'au début des années septante², la circulation des billets de banque augmentait généralement de 2 à 3% en fin de mois, en raison notamment du versement en espèces des salaires, puis retrouvait son niveau précédent au cours des dix premiers jours du mois suivant. De nos jours, les salaires sont crédités sur des comptes et leurs montants ne sont généralement pas prélevés en une fois. Les distributeurs de billets étant accessibles en permanence, l'accroissement des retraits est moins marqué en fin de mois.

Finalement, au cours des vingt-cinq dernières années, des circonstances extraordinaires ont provoqué des variations importantes de la demande de billets de banque. Ce fut le cas par exemple des craintes liées au passage à l'an 2000. Les Suisses appréhendaient comme partout dans le monde que surviennent à ce moment-là des dysfonctionnements, voire une panne généralisée des moyens informatiques. Les banques s'étaient préparées à constituer davantage de réserves de numéraire, afin d'être en mesure de répondre à un

2 Klein et Palazzo (2003), p. 58.

éventuel surcroît de demande de la part de leur clientèle. La Banque nationale, comme d'autres banques centrales, fit donc imprimer un plus grand nombre de billets, en particulier les coupures de 1000 francs. Ainsi, la circulation des billets de banque progressa sensiblement pour atteindre 37,2 milliards de francs le 31 décembre 1999, ce qui représentait une augmentation de 18% par rapport à la fin de l'année précédente. Le passage à l'an 2000 se produisit sans encombre, et la circulation retrouva son niveau normal au cours du premier trimestre de 2000.

L'incertitude liée à l'introduction de l'euro physique, le 1^{er} janvier 2002, propulsa la circulation des billets de banque à 39,8 milliards de francs à fin 2001, soit une hausse de 12,2% par rapport à l'année précédente. Durant les premiers mois de 2002, la demande de billets suisses resta soutenue, à l'instar de celle des billets américains et anglais.

5.1.3 *La gamme des coupures*

Le billet de 100 francs est la coupure la plus demandée, avec une part de plus de 30% du nombre total des billets de banque en circulation. En valeur, le billet de 1000 francs revêt une grande importance; l'ensemble des coupures de 1000 francs, soit 20 milliards de francs, représente la moitié du montant total des billets en circulation.

La gamme des coupures fait périodiquement l'objet d'une remise en question: il s'agit de trouver la meilleure composition possible pour faire face à une situation donnée. Le remplacement de la coupure de 500 francs par celle de 200 francs constitua le seul changement par rapport aux générations précédentes de billets de banque suisses. Vers la fin de 1985, considérant la faible demande dont le billet de 500 francs était l'objet, la Banque nationale étudia deux variantes, l'une à sept coupures (billets de 200 et 500 francs), l'autre à six coupures (billets de 200 ou 500 francs)³. Elle écarta la variante à sept coupures pour trois raisons. Premièrement, une enquête réalisée dans les milieux bancaires et économiques avait révélé que la majorité des avis penchait en faveur de la variante à six coupures. En outre, les expériences faites dans plusieurs pays à la suite de l'introduction d'une coupure supplémentaire dans une série existante avaient été négatives. Enfin, l'augmentation substantielle des frais d'impression qu'aurait entraînée le lancement d'une coupure supplémentaire pesa également dans la balance. En 1987, la Direction générale de la BNS décida finalement d'introduire un billet de 200 francs et d'abandonner celui de 500 francs. Les effets de cet abandon se répercutèrent

3 En particulier Kohli (1988).

également sur la demande des coupures voisines, soit les billets de 100 et de 1000 francs.

En 2003, dans le cadre des travaux préparatoires en vue de la création de la 9^e série de billets de banque, la Banque nationale envisagea l'introduction d'un billet de 5000 francs, après y avoir renoncé pour la 6^e série dans les années septante. Cette coupure aurait répondu à une réelle demande. Mais la Direction générale de la BNS en écarta l'idée, car le lancement d'une telle coupure n'allait pas dans le sens de la lutte contre le blanchiment d'argent⁴.

Dans les années quatre-vingt, la Confédération envisagea de remplacer le billet de 10 francs par une pièce de même valeur. La durée de vie d'un billet de 10 francs étant plus courte que celle d'une pièce, un tel remplacement aurait présenté des avantages en termes de coûts. Toutefois, sur le plan de la sécurité, il est plus aisé de protéger un billet de banque qu'une pièce de monnaie. La valeur nominale relativement élevée d'une pièce de 10 francs aurait rendu les contrefaçons trop attrayantes. En 1991, après les réactions négatives émises par les milieux concernés dans le cadre d'une consultation, le Département fédéral des finances (DFF) abandonna ce projet⁵.

A la suite de l'apparition au Tessin, en 1983, de 10 000 fausses pièces de 5 francs avec la tranche en creux, on pensa réagir par une démonétisation de la pièce de 5 francs, ou son remplacement par un billet de 5 francs. La première mesure aurait provoqué une demande excessive de billets de 10 francs. Quant à la seconde, elle aurait nécessité deux ans de travaux et entraîné des coûts de production importants, en raison de la durée de vie très limitée d'une telle coupure. Le DFF choisit une troisième voie. En 1994, il réintroduisit la pièce de 5 francs avec la tranche en relief, une pièce identique à celle qui avait circulé jusqu'en 1984. Cette modification rendit les contrefaçons plus difficiles. L'introduction, en 1985, de la pièce de 5 francs avec la tranche en creux avait été décidée en raison de coûts de fabrication moindres et d'une meilleure détection par les automates⁶.

5.1.4 L'organisation du trafic du numéraire

La mise à disposition d'un numéraire permettant de répondre aux besoins de l'économie nécessite un support logistique adéquat. Pour ce faire, la Banque nationale dispose d'un réseau de comptoirs (deux sièges et une succursale)

4 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (2003), 13 février, n° 84.

5 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1991), 2 mai, n° 158.

6 BNS, mise hors cours de monnaies courantes (2003).

Tableau 5.1
Les séries de billets de banque mises en circulation depuis la Seconde Guerre mondiale

5 ^e série				
Coupure	Recto	Verso	Première mise en circulation	Rappel
1000	Tête de femme	Danse des morts	14.06.1957	01.05.1980
500	Tête de femme	Fontaine de jouvence	14.06.1957	01.05.1980
100	Tête de garçon	Saint Martin	14.06.1957	01.05.1980
50	Tête de fille	Cueillette des pommes	14.06.1957	01.05.1980
20	Général Henri Dufour	Chardon d'argent	29.03.1956	01.05.1980
10	Gottfried Keller	Benoîte	01.10.1956	01.05.1980
6 ^e série				
Coupure	Recto	Verso	Première mise en circulation	Rappel
1000	Auguste Forel	Trois fourmis et coupe verticale d'une fourmilière	04.04.1978	01.05.2000
500	Albrecht von Haller	Ecorché et orchis pourpré	04.04.1977	01.05.2000
100	Francesco Borromini	Eglise San Ivo avec plan de l'édifice	04.10.1976	01.05.2000
50	Konrad Gessner	Hibou, primevère et étoiles	04.10.1978	01.05.2000
20	Horace-Bénédict de Saussure	Paysage montagneux et ammonite	04.04.1979	01.05.2000
10	Leonhard Euler	Turbine hydraulique et système solaire	05.11.1979	01.05.2000
8 ^e série				
Coupure	Recto	Verso	Première mise en circulation	Rappel
1000	Jacob Burckhardt	Antiquité	01.04.1998	.
200	Charles Ferdinand Ramuz	Montagnes et lac	01.10.1997	.
100	Alberto Giacometti	«Lotar II» et «Homme qui marche I»	01.10.1998	.
50	Sophie Taeuber-Arp	«Relief rectangulaire» et «Tête Dada»	03.10.1995	.
20	Arthur Honegger	Locomotive «Pacific 231»	01.10.1996	.
10	Le Corbusier	Palais de justice de Chandigarh et «Le Modulor»	08.04.1997	.

ainsi que d'agences et de correspondants, qui sont principalement gérés par des banques cantonales ou régionales.

La demande de numéraire varie selon les régions. Généré et prélevé en grande partie dans les agglomérations urbaines, le numéraire est utilisé plus que proportionnellement dans les régions périphériques et touristiques, qui accumulent ainsi régulièrement des surplus. La répartition géographique joue donc un rôle fondamental dans l'organisation du numéraire à la Banque nationale.

Pour garantir l'approvisionnement en numéraire de tout le pays et faire face à des situations particulières, la Banque nationale peut compter sur des dépôts situés dans des endroits stratégiques. Ses comptoirs traitent les billets non seulement pour approvisionner le pays en numéraire, mais aussi pour détecter les coupures impropres à la circulation et les détruire en toute sécurité. Cette tâche dépend essentiellement du rythme auquel le numéraire reflue vers la Banque nationale, rythme qui est fonction de facteurs saisonniers. Le nombre des billets de banque en circulation est supérieur à 270 millions en moyenne, et la Banque nationale met chaque année plus de 100 millions de billets neufs en circulation. Il en découle que la durée de vie moyenne d'un billet de banque est d'environ trois ans. Cette injection de billets neufs correspond plus ou moins au nombre des billets usagés que la Banque nationale retire afin de les détruire. Pour maîtriser ses coûts, l'institut d'émission s'efforce de réduire au strict nécessaire la quantité de billets à détruire et, de ce fait, remet en circulation les billets usagés qui sont encore en bon état. En veillant au bon niveau de qualité des billets en circulation, il rend plus difficile l'introduction de fausses coupures.

Dans sa mission d'approvisionnement en numéraire, la Banque nationale n'a jamais cherché à se substituer aux systèmes performants des banques et de la Poste. Ces dernières disposent d'un vaste réseau de comptoirs et assurent l'approvisionnement du public en jouant le rôle de détaillants. En conséquence, l'institut d'émission se limite à remplir dans ce domaine la fonction de grossiste.

En principe, chaque comptoir de la Banque nationale approvisionne en numéraire un seul partenaire par banque. Ce partenaire est ensuite responsable de la redistribution du numéraire à l'intérieur du réseau de la banque. De même, les agences de la BNS travaillent essentiellement pour le compte des banques auxquelles elles sont rattachées, soit généralement des banques cantonales ou régionales. Les correspondants de la Banque nationale, qui sont établis sur des places où celle-ci n'est pas représentée, régulent les mouvements de numéraire des guichets des banques et de la Poste, en couvrant les besoins

d'espèces des premiers et en reprenant les excédents de la seconde. La Poste dispose en permanence d'un surplus de numéraire en raison des habitudes de paiement des Suisses, alors que les banques en manquent. La fonction de correspondant permet ainsi de réduire les envois de fonds entre la périphérie et les centres. Mais les besoins de sécurité toujours croissants ont sensiblement réduit son importance au fil des ans.

La Banque nationale a fixé dans les années nonante des règles pour éviter qu'elle ne se substitue, contre son gré, aux entreprises spécialisées dans le traitement du numéraire. Elle a ainsi établi que les besoins ou surplus d'une région doivent être consolidés par les banques ou la Poste. De plus, elle a exclu que ses partenaires prélèvent et lui retournent au cours d'une même journée les mêmes coupures ou inversement, à l'exception des billets défectueux. L'accès aux services de la banque centrale implique en effet des coûts liés aux opérations de traitement du numéraire.

Jusque dans les années quatre-vingt, les banques commerciales avaient l'habitude de traiter gratuitement le numéraire de leur clientèle. Après la suppression des ententes cartellaires au début des années nonante, la concurrence devint plus âpre, et les nouvelles méthodes de gestion selon lesquelles chaque activité devait être organisée en centre de profits s'imposèrent progressivement. Aussi les banques prirent-elles l'habitude de facturer à leurs clients des frais pour le traitement du numéraire. Les grandes chaînes de distribution, déjà confrontées à une énorme pression sur leurs marges, en subirent tout particulièrement les effets. Dans ces conditions, deux possibilités s'offraient à elles: soit traiter elles-mêmes leur numéraire – une solution qui aurait impliqué des coûts élevés pour les petites unités et, partant, une perte de rentabilité – soit mandater un prestataire de services spécialisé. En optant pour le mandat, à un coût inférieur à celui des frais facturés par les banques, elles firent naître un véritable besoin sur le marché. Traditionnellement actifs dans le transport de fonds, ces prestataires de services se muèrent dès lors en véritables entreprises spécialisées dans le traitement du numéraire. C'est ainsi qu'en 1988 une entreprise leader dans ce domaine proposa pour la première fois aux grands distributeurs une solution globale qui incluait la prise en charge et le traitement du numéraire. Ce type de collaboration assurait aux grandes chaînes de distribution tout à la fois professionnalisme, sécurité et gain de temps. Par la suite, afin de réaliser des économies d'échelle, ces entreprises spécialisées offrirent également leurs prestations aux banques.

En 1997, l'office de poste de Fraumünster, à Zurich, fut victime d'une agression à main armée unique dans les annales suisses, le montant volé s'élevant à 53 millions de francs. Cet événement marqua un tournant dans le

trafic du numéraire. Jusque-là, la Poste consolidait elle-même le numéraire reçu à ses guichets, numéraire qui représentait environ les deux tiers du volume total des billets refluant à la Banque nationale. A la suite de cet événement, la Poste décida de ne plus traiter ni transporter elle-même de numéraire, mais de confier ces tâches à des entreprises spécialisées. Ces dernières purent dès lors optimiser leur productivité, grâce à l'élargissement de la palette de leurs clients (grandes chaînes de distribution, banques, Poste). De ce fait, les volumes traités par la Banque nationale et ses correspondants marquèrent un important repli.

Afin de pouvoir offrir les meilleures conditions possibles, les entreprises spécialisées dans le traitement du numéraire procédèrent vers la fin des années nonante à de nouvelles concentrations dans les principales régions consommatrices de numéraire. Leur analyse avait montré qu'elles traitaient beaucoup de numéraire en termes de valeur, mais peu en termes de volumes. De surcroît, le haut niveau de sécurité nécessaire sur leurs nombreux points d'appui s'avérait onéreux. Réalisant plus de 95% de ses mouvements de numéraire avec les entreprises spécialisées, la Banque nationale ressentit les effets de ces concentrations. Le volume de travail augmenta dans les comptoirs proches des nouveaux sites, tandis qu'il diminua très nettement dans les autres comptoirs. Il en résulta un déséquilibre. La Banque nationale se vit alors contrainte d'entreprendre une profonde restructuration. A titre transitoire, elle conclut en 1998 un accord avec toutes les parties concernées, qui exigeait de ces dernières de tenir compte, pendant une période de trois ans, des capacités de traitement décentralisées de la Banque nationale⁷. Par ailleurs, des quotas en termes de mouvements de caisse furent attribués à chaque succursale. La Banque nationale profita de ce délai pour réaménager son organisation du numéraire. Quant aux mouvements de caisse de ses agences, qui représentaient 20% du total en 1981, ils diminuèrent de moitié en l'espace d'une vingtaine d'années. Le gain de sécurité apporté par les entreprises spécialisées eut pour effet que la fonction de compensation assumée jusqu'ici par les correspondants perdit de son importance, et leur nombre recula.

En 1998, la Banque nationale ferma ses succursales d'Aarau et de Neuchâtel. L'année suivante, elle procéda à la fermeture des services de caisse de ses succursales de Bâle, Lausanne, Lucerne et St-Gall. Quant au service de caisse de la succursale de Lugano, il fut supprimé à fin 2006. Les entreprises spécialisées ne peuvent désormais effectuer leurs opérations qu'à partir de l'un des trois comptoirs restants de la BNS, soit aux sièges de Berne et de Zurich, ainsi

7 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1998), 3 décembre, n° 528.

qu'à la succursale de Genève (10.3). Grâce à cette réorganisation, des économies d'échelle ont pu être réalisées.

D'autres possibilités d'optimisation se présentèrent. L'une d'entre elles consista à attribuer des dépôts de numéraire aux partenaires de la Banque nationale. Le fonctionnement de ces dépôts, que le partenaire gère dans ses propres locaux, est comparable à celui d'une agence de la BNS. Le partenaire y trouve son avantage sur le plan pratique et sur celui de la sécurité. La Banque nationale en profite également, du fait de la réduction du volume de travail et des coûts qui en résulte pour elle. C'est en 2003, répondant favorablement à une demande du marché, qu'elle a attribué le premier dépôt de numéraire.

Ainsi, l'organisation du numéraire subit des adaptations sans précédent à la Banque nationale. En 1982, l'institut d'émission assumait l'approvisionnement du pays en numéraire grâce à ses deux sièges, huit succursales et dix-sept agences. Il pouvait en outre compter sur un réseau de 581 correspondants⁸. Au début de 2007, l'organisation du numéraire ne reposait plus que sur deux sièges, une succursale, seize agences et un réseau de 195 correspondants.

5.1.5 *Les billets de banque sous l'angle de la sécurité*

En vertu de l'article 7 de la LUMMP, la Banque nationale émet des billets de banque selon les nécessités du trafic des paiements. Elle fixe leur valeur nominale et leur aspect. Dans cet exercice, les questions de sécurité revêtent une importance particulière. L'évolution rapide des technologies de reproduction exige un réexamen permanent des éléments de sécurité des billets de banque et, le cas échéant, leur adaptation. Quant à l'image véhiculée par le billet de banque, soit son caractère culturel, elle est avant tout un moyen de communication.

L'histoire de la 5^e série de billets de banque, célèbre pour ses représentations allégoriques, connut son épilogue le 30 avril 2000. Selon les prescriptions légales, l'institut d'émission est tenu de verser au Fonds suisse de secours pour dommages non assurables causés par des forces naturelles la contre-valeur des billets rappelés et non présentés à l'encaissement à la Banque nationale pendant un délai de 20 ans. Pour les billets rappelés en 1980 (y compris le billet de 5 francs de la 2^e série), le montant ainsi versé au Fonds s'éleva à 244 millions de francs.

La 6^e série de billets de banque, conçue par Ernst et Ursula Hiestand et rendue populaire par le billet de 100 francs dédié à Borromini, fut émise

8 BNS, 75^e rapport de gestion 1982, p.48.

progressivement entre 1976 et 1979 et rappelée le 1^{er} mai 2000 après 24 ans de circulation. Les billets de cette série avaient surtout fait œuvre de pionnier en matière de conception et de technique de gravure, inspirée de l'art cinétique⁹. A la suite de l'apparition des graves contrefaçons ayant affecté la 5^e série, ces billets furent réalisés sous une certaine pression de temps. Jusqu'au début des années quatre-vingt, les contrefaçons étaient l'affaire exclusive de professionnels, qui devaient maîtriser les techniques d'impression offset dans leurs moindres détails. Leur investissement en temps était donc considérable. La 6^e série ne permit de limiter les risques que provisoirement: en effet, mis à part la technique de gravure, ses principaux éléments de sécurité, à savoir le papier, le filigrane, le fil de sécurité et l'impression, n'avaient en effet rien de très novateur, si bien que le billet de 100 francs fut contrefait pour la première fois en été 1984 déjà, soit huit ans seulement après sa mise en circulation.

Le vrai danger vint cependant de l'évolution imprévisible des techniques de reproduction, qui ont réduit notablement le temps nécessaire à la fabrication d'une contrefaçon. En 1987, une nouvelle génération de photocopieurs couleur au laser apparut sur le marché. Après avoir fait procéder à des essais de reproduction, la Direction générale jugea – sans tenir compte des éléments de sécurité – la qualité d'impression extraordinairement bonne. Elle prit conscience du fait que le risque de contrefaçon augmenterait très rapidement dès l'instant où le prix de ces appareils deviendrait abordable¹⁰. Ces craintes s'avérèrent fondées, car le nombre de contrefaçons régulièrement saisies, de bonne ou mauvaise facture, ne cessa de croître. Ainsi, en l'espace d'une dizaine d'années, les nouvelles technologies ont permis à la petite criminalité de prendre le dessus sur les faussaires professionnels.

La Banque nationale avait pris l'option stratégique de faire développer, parallèlement à la série en circulation et en toute confidentialité, une 7^e série, dite série de réserve, confiée aux graphistes Roger et Elisabeth Pfund. L'idée était de pouvoir mettre en circulation, sans délai, une nouvelle série de billets de banque – représentant 100% de la circulation effective – en cas d'apparition de contrefaçons graves affectant la 6^e série. L'objectif visé était de conserver la confiance du public dans ses moyens de paiement et de déjouer toute tentative de déstabilisation de l'économie. Grâce à un graphisme différent et à l'introduction d'un nouvel élément de sécurité (encre métallique), la série de réserve était censée relever le niveau de sécurité et rester d'actualité pendant

9 de Rivaz (1997), p. 252.

10 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1987), 16 juillet, n° 330.

dix à quinze ans. Etant donné la diffusion rapide des nouvelles technologies de reproduction, elle ne fut jamais mise en circulation.

L'impression des 6^e et 7^e séries de billets de banque fut confiée à l'entreprise Orell Füssli (OF), à Zurich. Ces deux séries furent les premières à être intégralement imprimées en Suisse. En 1973, la Banque nationale et OF conclurent un contrat-cadre en vue de régler la production et la livraison des billets de banque suisses par OF. En outre, la Banque nationale acquit en 1981 une importante part du capital-actions d'OF, cédée par l'actionnaire majoritaire de l'époque. En 1991, elle procéda à l'achat d'un deuxième paquet d'actions. L'engagement de la Banque dans le capital de cette entreprise s'expliquait par le souci d'en assurer la pérennité. Par ailleurs, la représentation de la BNS au conseil d'administration d'OF rendit possible une restructuration de l'entreprise, qui était devenue nécessaire au début des années nonante. Depuis 1995, la participation de la Banque nationale au capital-actions d'OF (avec droits de vote) s'élève à 33,34%.

Se fondant sur le contrat-cadre, adapté en 1988 puis en 2002 aux besoins en évolution, la Banque nationale fut en mesure de s'impliquer dans le développement par OF et ses sous-traitants de nouveaux éléments de sécurité. Stimulée par la situation délicate qui règne en matière de sécurité des billets et profitant du haut niveau technologique et de la renommée internationale de ses partenaires en Suisse, la Banque nationale initia alors des projets de recherche en vue du développement d'éléments de sécurité novateurs. L'aide financière et la collaboration technique apportées dans le cadre du projet Kinegram®, produit utilisé par de nombreuses banques centrales, constituèrent un exemple concret de cette volonté novatrice. L'élément de sécurité en question – un dérivé de l'hologramme particulièrement performant – est destiné à empêcher la reproduction de billets de banque de bonne qualité. Afin d'opposer un front commun au risque de reproduction, la Banque nationale participa, avec d'importantes banques centrales européennes, à la création de groupes de travail internationaux sur l'impression des billets de banque, comme le *Reproduction and Research Center* en 1989. Son rôle actif dans la recherche de nouveaux éléments de sécurité lui a permis de bénéficier d'une avance suffisante sur les moyens de reproduction à disposition.

En 1989, un concours d'idées fut lancé, sur invitation, pour la création de la 8^e série. La Banque nationale chargea le graphiste Jörg Zintzmeyer de réaliser cette série, qui apportait des innovations sur plusieurs points: elle était entièrement conçue avec des moyens informatiques, le recto et le verso étaient traités verticalement, et elle bénéficiait de plusieurs éléments de sécurité facilement identifiables par le public. Elle fut mise en circulation

progressivement de 1995 à 1998. Pour la première fois, une Suissesse célèbre – et non un personnage symbolique féminin – ornait un billet de banque suisse, celui de 50 francs.

Plus que jamais, la Banque nationale prit conscience des dangers liés à l'évolution technologique et à la banalisation des moyens de reproduction. Logiquement, elle renonça à la préparation d'une nouvelle série de réserve. Une telle série aurait en effet perdu tout son sens dès lors qu'elle n'aurait plus surpris par des éléments de sécurité destinés à la mettre à l'abri des moyens de reproduction. Compte tenu de l'évolution technologique, elle aurait été rapidement dépassée et n'aurait donc pu servir très longtemps. Cette nouvelle donne technologique a également une influence prépondérante sur la durée de vie des séries de billets de banque, qui tend à se raccourcir. La Banque nationale opta donc pour une nouvelle stratégie, garantissant une meilleure adéquation aux risques: en lieu et place d'une série de réserve, elle préféra développer de nouveaux éléments de sécurité pouvant être intégrés à la série en circulation. Il en fut ainsi pour la microperforation, introduite dans un premier temps sur les hautes coupures uniquement, puis, dès l'année d'impression 2000, sur les petites coupures également. Une telle stratégie ne présente cependant pas que des avantages. Différents standards de sécurité inclus dans une même série de billets de banque peuvent entraîner une confusion dans le public et, partant, une perte de confiance. C'est la raison pour laquelle une nouvelle série de billets de banque peut s'avérer opportune.

Tirant les expériences de la 8^e série de billets de banque et désireuse d'innover sans subir la pression du temps, la Banque nationale décida, en 2001, d'initier les premiers travaux de préparation en vue de la création d'une 9^e série. Ces premiers travaux revêtirent néanmoins le caractère de mesure préventive. A cette fin, la Banque nationale lança un concours d'idées au printemps 2005. Après les séries consacrées aux héros nationaux, aux paysages, aux costumes (2^e à 4^e séries), aux allégories (5^e série), à la science (6^e série) et à la culture (8^e série), la nouvelle série a pour thème principal «La Suisse ouverte au monde». La coupure de 1000 francs présente la Suisse comme une plate-forme pour le dialogue en économie, celle de 200 francs comme une plate-forme pour le progrès dans les domaines de l'éducation, de la recherche et du développement, celle de 100 francs comme une plate-forme pour l'humanité dans le domaine des droits de l'homme, celle de 50 francs comme une plate-forme pour l'événement dans le domaine du tourisme et de la détente, celle de 20 francs comme une plate-forme pour la créativité dans le domaine de la culture et celle de 10 francs comme une plate-forme pour l'organisation dans le domaine du sport.

5.2 Le trafic des paiements sans numéraire

ROBERT FLURI

5.2.1 *La situation initiale et le clearing bancaire sur papier*

Depuis sa fondation, la Banque nationale exploite son propre système de virement. Elle contribue ainsi dans une forte mesure à l'accomplissement de sa mission légale qui consiste notamment à faciliter et à assurer le bon fonctionnement du trafic des paiements sans numéraire¹¹. Durant des décennies, le système de virement de la BNS a servi surtout au règlement de paiements de gros montants entre banques, collectivités publiques, entreprises et particuliers. Les petits montants de titulaires de comptes privés et une partie du trafic commercial transitaient en revanche par le système des chèques postaux, qui avait été mis en place peu avant la fondation de la Banque nationale. Le système de virement de la BNS et le système des chèques postaux furent, dans la première moitié du siècle dernier, les deux piliers du trafic des paiements sans numéraire en Suisse, car les banques ne disposaient pas à cette époque d'un système efficace de transfert de fonds qui eût permis d'exécuter directement des paiements entre des clients détenant des comptes dans différentes banques (paiements interbancaires). Lorsque le grand public se mit à solliciter davantage le système bancaire pour ses paiements, les banques réagirent et réalisèrent entre 1949 et 1954, à l'initiative des grandes banques, un clearing bancaire permettant l'imputation comptable des entrées et sorties de paiements des établissements rattachés à ce système¹². L'une des innovations majeures apportées par le nouveau système fut l'apparition de centrales de clearing, par l'intermédiaire desquelles les banques membres effectuaient la compensation de leurs paiements. L'Union de Banques Suisses, la Société de Banque Suisse, le Crédit Suisse, la Banque Populaire Suisse, la Banque cantonale de Berne et la Banque cantonale de Zurich (pour le compte des autres banques cantonales) fonctionnaient en tant que centrales de clearing. En 1981, les banques régionales disposèrent de leur propre centrale de clearing. La Banque nationale exerçait une fonction de compensation pour les banques qui ne faisaient pas partie du cercle des grandes banques, des banques cantonales ou des banques régionales. Les centrales de clearing réglaient les soldes de paiements via le système de virement de la Banque nationale qui, de ce fait, et en sa qualité de troisième échelon du système, agissait en quelque sorte

11 Art. 2, al. 1, de la loi de 1953 sur la Banque nationale (aLBN) et art. 5, al. 2, let. c, de la nouvelle loi sur la Banque nationale (LBN), en vigueur depuis 2004.

12 BNS (1957), pp. 258ss.

comme centrale des centrales de clearing. Les règlements entre les banques et le système des chèques postaux transitaient également par la BNS.

Les avis de paiement des banques étaient transmis par écrit ou mémorisés sur des bandes magnétiques. Le centre de calcul des banques, exploité par Telekurs SA, classait les avis des banques destinataires et totalisait les ordres individuels à créditer et à débiter, que la Banque nationale imputait alors aux comptes de virement des centrales de clearing¹³.

5.2.2 *Les limites du clearing bancaire et les objectifs d'un nouveau système*

Le volume des opérations allant croissant, le clearing bancaire sur papier se heurta à des limites. La part du travail manuel était en effet énorme, d'où un système lourd et peu transparent¹⁴. Les banques étaient insuffisamment informées des liquidités disponibles à un instant donné, et la durée de transfert d'un paiement pouvait aller jusqu'à quatre jours. Dans ces conditions, il n'était pas question de gérer la trésorerie de manière efficace; sans compter que le système exigeait d'importantes réserves de liquidités.

La Banque nationale facilitait la gestion de trésorerie des banques en tolérant de leur part des dépassements de compte quasiment illimités et gratuits en cours de journée. Elle endossait ainsi, de fait, une garantie de compensation qui éliminait le risque systémique (7.5.2). En échange, elle assumait des risques de crédit considérables. Pour s'en prémunir, elle recourait certes aux dépôts de garantie que les participants au clearing bancaire étaient tenus de constituer auprès d'elle. En regard de dépassements de compte quotidiens de l'ordre de 20 à 30 milliards de francs, ces garanties apparaissaient toutefois comme quantité négligeable¹⁵. Les banques elles-mêmes étaient exposées à des risques de crédit en raison du règlement et du traitement asynchrones des paiements et des données.

Ces risques, mais aussi les possibilités techniques, apparues entre-temps, de traitement électronique en ligne incitèrent les banques à reconsidérer un système devenu obsolète et à se mettre en quête d'une nouvelle solution qui serait de nature à accélérer le trafic des paiements, à accroître sa sécurité et à créer des conditions-cadres optimales pour la planification et la surveillance des liquidités. Cela supposait un transfert sans délai des informations aux banques, exigence que seules des procédures de traitement automatisées permettraient de satisfaire. Les paiements devraient en outre transiter par les

13 Vital (1988), pp. 9ss.

14 Fischer et Hurni (1988), pp. 52ss.

15 Vital (1988), pp. 13s.

comptes de virement que les participants détenaient à la BNS, ce qui les rendrait alors définitifs et irrévocables. Un tel impératif préviendrait les risques systémiques et les risques de crédit inhérents aux systèmes de règlement net qui toléraient des paiements provisoires, voire des dépassements de comptes. Il fallait au surplus décharger les participants des opérations de réconciliation des écritures d'entrée et de sortie de paiements. Les initiateurs espéraient ainsi pouvoir éliminer les dépassements de compte de virement moyennant un coût raisonnable. Enfin, le système devait être capable de traiter aussi bien les gros montants que les paiements de masse.

5.2.3 *Les caractéristiques principales du Swiss Interbank Clearing (SIC)*

Le 10 juin 1987, le centre de calcul de Telekurs SA a mis en service, sous le nom de *Swiss Interbank Clearing* (SIC), le nouveau système de trafic des paiements interbancaires. La Swiss Interbank Clearing SA, une filiale du groupe Telekurs spécialement constituée à cet effet, exploite maintenant le SIC sur mandat de la BNS.

Selon la terminologie actuelle, le SIC est un système de règlement brut en temps réel. Cette catégorie de systèmes est également désignée par l'abréviation RTGS¹⁶ (*Real Time Gross Settlement System*). Un tel système règle chaque paiement de manière individuelle sur le compte de la banque centrale, sous réserve d'une couverture suffisante. Le paiement est irrévocable et définitif. Dans le SIC, ce sont les avoirs à vue déposés à la BNS qui servent de moyens de paiement¹⁷. Depuis l'entrée en vigueur de la nouvelle loi sur l'unité monétaire et les moyens de paiement (LUMMP), les avoirs à vue en francs à la BNS sont soumis – comme les billets de banque – à une obligation d'acceptation en paiement, sans aucune limitation. Ces moyens de paiement permettent d'acquitter des dettes avec effet libératoire. Bien avant la révision de la LUMMP, les virements effectués au sein du SIC étaient déjà assimilés à des paiements en numéraire¹⁸, puisque les avoirs à vue sont à tout moment convertibles en billets de banque.

Le compte de virement qu'un participant au SIC détient à la BNS est constitué de deux volets, le compte de virement proprement dit (ou compte de base) et le compte de compensation SIC. Cette scission est d'ordre purement technique. Juridiquement, les deux volets du compte forment une seule et même unité. Le compte de virement sert à régler les retraits en numéraire et

¹⁶ Lüthrig et Spremann (1998), pp. 121ss.

¹⁷ BNS, contrat (2005), art. 2, al. 2.

¹⁸ LUMMP, art. 3, al. 2 et 3 ainsi que le message (1999) y relatif.

les transactions relevant du trafic direct avec la Banque nationale; il figure pour cette raison dans le système de comptabilisation de la BNS. Les transactions relevant du clearing bancaire, en revanche, transitent par les comptes de compensation SIC dans le système de règlement de SIC SA. Au début de la journée de clearing, la Banque nationale transfère les liquidités nécessaires pour l'exploitation du SIC du compte de virement au compte de compensation SIC. La journée de clearing commence à 17h et dure jusqu'à 16h15 le jour ouvrable suivant. A la fin de la journée de clearing, la Banque nationale rapatrie temporairement les liquidités résiduelles du compte de compensation SIC sur le compte de virement.

Le SIC traite un ordre de paiement à la condition expresse que son exécution ne se traduise pas par un solde négatif sur le compte. Si cette condition n'est pas remplie, le système place le paiement sur un fichier d'attente. Il traite les ordres automatiquement dès que des paiements entrants ou un transfert du compte de virement ont rétabli la couverture en liquidités nécessaire. Le traitement des ordres de paiement dans le fichier d'attente obéit au principe *first in first out* (principe FIFO «premier entré, premier sorti»). La banque expéditrice a toutefois la faculté de modifier l'ordre chronologique des compensations en attribuant un degré de priorité à un ordre de paiement. Dans un même degré de priorité, c'est le principe FIFO qui guide le processus de traitement.

Outre les systèmes bruts, il existe des systèmes nets, auxquels se rattachait l'ancien clearing bancaire. Leur caractéristique principale réside dans l'imputation préalable des entrées de paiements sur les sorties de paiements. La banque centrale ne comptabilise de manière définitive la position nette sur les comptes de virement (règlement) qu'à la fin de la période d'imputation. Le règlement intervient soit à des heures déterminées, soit lorsqu'un montant ou un nombre d'ordres de paiement déterminés est atteint. Ce n'est qu'après comptabilisation sur les comptes détenus à la banque centrale que les paiements préalablement compensés sont garantis dans leur totalité de façon irrévocable et définitive.

Les coûts d'opportunité sous forme de pertes d'intérêts sont plus faibles dans un système net que dans un système brut, le règlement requérant un volume moindre de monnaie de banque centrale non rémunérée. Ce qui explique que les systèmes nets paraissent de prime abord très séduisants et efficaces. Pourtant, même leurs adeptes avouent qu'ils sont moins sûrs que les systèmes bruts. Contrairement à un système net, un système RTGS ne permet pas de disposer de paiements entrants qui n'ont pas encore été définitivement comptabilisés. Il élimine donc le risque systémique et empêche le

système de paiement d'être ébranlé dans son ensemble au cas où des participants importants seraient défaillants, entraînant à leur tour l'insolvabilité d'autres participants (effet de domino)¹⁹.

Les expériences faites avec le SIC démontrent qu'il est possible, moyennant une série de dispositifs techniques et organisationnels appropriés, de minimiser les besoins en liquidités et le danger de blocage (*gridlock*). Le SIC a mis en place les dispositifs suivants:

- Les banques peuvent gérer activement le fichier d'attente en attribuant (voir ci-dessus) des priorités aux ordres de paiement.
- Le destinataire peut se renseigner sur les entrées de paiements en suspens, sachant toutefois que la banque expéditrice a le droit d'annuler des ordres à tout moment. Les paiements sont alors réputés non validés, et le destinataire ne sera pas tenté d'en disposer.
- Le système retient les ordres de paiement dans le fichier d'attente 24 heures sur 24 et jusqu'à cinq jours à l'avance.
- La tarification des opérations incite les usagers du système à transmettre leurs ordres de paiement le plus tôt possible (traitement de nuit).
- Les banques doivent obligatoirement fractionner en plusieurs transactions (*splitting*) les montants à partir de 100 millions de francs.
- Si le prochain paiement à exécuter excède le solde en compte chez tous les participants, le système se met à compenser les paiements simultanément sur une base bilatérale (*circles processing*). Puis il recherche automatiquement dans le fichier d'attente les paires de banques qui autorisent une compensation réciproque des prochains paiements.
- Par des pensions de titres, la Banque nationale met pendant la journée et sans intérêt des liquidités à la disposition des contreparties (liquidités intrajournalières)²⁰.

Le cercle des participants au SIC comprend en priorité des banques et des négociants en valeurs mobilières domiciliés en Suisse et dans la Principauté de Liechtenstein. Les établissements financiers situés à l'étranger (*remote participants*) peuvent y participer dès lors qu'ils satisfont à toute une série de conditions. En particulier, la qualité de la surveillance bancaire exercée dans leur pays doit correspondre à la norme suisse. A noter que PostFinance est raccordée au système depuis novembre 2001.

¹⁹ Lührig et Spremann (1998), pp. 121ss.

²⁰ Spöndli (1998), pp. 95ss.

5.2.4 Le projet SIC issu de la collaboration des banques et de la BNS

Les phases de projet et de réalisation du SIC furent le fruit d'un travail de recherche intense et de longue haleine. Il s'agissait en définitive de trouver une solution qui tienne compte à la fois des souhaits des banques et des exigences et réserves de la Banque nationale.

En 1980, l'étude intitulée *Neukonzeption Bankenclearing – Spiezer-Papier* marqua le début des travaux de conception²¹. Elle formait en quelque sorte le substrat des esquisses et des concepts détaillés qui allaient suivre. Une commission ad hoc constituée à la demande des directions générales des quatre grandes banques de l'époque fut chargée de conduire l'étude. Elle compara plusieurs variantes, en s'appuyant sur des hypothèses rudimentaires relatives aux volumes à traiter et sur des idées approximatives quant aux processus techniques et organisationnels à mettre en place. Toujours est-il que le nouveau système esquissé se posait clairement en antithèse du clearing bancaire alors en vigueur.

Les banques associèrent la Banque nationale à leurs travaux. Celle-ci participa donc à certains groupes de travail, ce qui n'était pas simple pour elle, du moins durant la phase initiale du projet. L'institut d'émission se pencha certes sur des problèmes relevant du trafic des paiements, mais dans une optique plutôt abstraite et théorique. Il lui manquait à cette époque une vision cohérente qui lui soit propre sur la manière dont le SIC devait être concrètement aménagé. De toute évidence, elle ne considérait pas ce travail de conception comme une tâche prioritaire pour elle, estimant qu'il lui revenait en principe de fixer les grandes orientations qui conduiraient à des solutions définitives, tout en préservant en toute circonstance sa liberté de manœuvre en vue des décisions finales²². Aussi n'est-il pas surprenant que la BNS ait parfois réagi avec une certaine réserve aux propositions des banques.

Mais, sur le principe, la Banque nationale soutenait le projet SIC. Chargée par la loi d'assurer et de faciliter le trafic des paiements, elle s'identifiait aux objectifs que visaient les banques au travers de la réalisation du nouveau système de paiements: optimiser la gestion de trésorerie, minimiser les risques de crédit et améliorer le service à la clientèle ainsi que les processus opérationnels à mettre en place pour réaménager le trafic des paiements inter-bancaires. En revanche, elle prit soin d'avancer ses pions chaque fois qu'il s'agissait de préserver ses intérêts en tant qu'autorité monétaire. D'ailleurs,

21 Nouvelle conception du clearing bancaire (1980).

22 BNS, groupe de travail Trafic des paiements (1984), p. 7.

elle prit par la suite une position ferme à propos du partage des responsabilités dans le SIC.

L'équipe chargée du projet partait de l'idée que le SIC – comme avant lui le clearing bancaire – serait exploité par le centre de calcul de Telekurs SA, ce qui impliquait la scission déjà évoquée du compte de virement BNS en un compte de base servant à comptabiliser les paiements relevant du trafic direct avec la Banque nationale et en un compte de compensation SIC destiné au règlement des transactions SIC par le centre de calcul. Ce concept «à deux niveaux», selon l'expression de l'époque²³, était vivement controversé au sein de la Banque nationale. Les réticences²⁴ étaient grandes à l'idée de transférer les avoirs en comptes de virement sur les comptes de compensation ouverts chez Telekurs SA. On craignait que la BNS n'abandonne une parcelle de sa compétence la plus légitime en tolérant que des paiements transitent par des comptes de virement détenus hors de l'institut d'émission. Un manque de surveillance éventuel du processus de compensation ou des pannes ne risquaient-ils pas d'engendrer des dépassements de comptes? L'unicité juridique du compte de virement était menacée, affirmait-on d'ailleurs, au cas où non pas la Banque nationale mais un tiers serait destinataire des ordres de paiement du système bancaire. Un autre sujet d'inquiétude était que le système puisse «de lui-même» (par le biais du mécanisme des fichiers d'attente, par exemple) faire naître une situation de crédit²⁵, ce qui aurait été tout à fait inopportun au regard de la politique monétaire.

La Banque nationale prit en compte ces réticences en formulant les exigences ci-après à propos du projet²⁶:

- Les fonctions centrales de la gestion des comptes, de même que la fixation et la gestion des limites de crédit sont réservées à la BNS.
- Tous les paiements transitant par le SIC sont soumis à un contrôle de couverture.
- La banque donneuse d'ordre doit être habilitée à révoquer à tout moment et unilatéralement des ordres de paiement en suspens, et la banque bénéficiaire ne reçoit aucune information sur les entrées de paiements en suspens²⁷.
- Les banques peuvent, dans le cadre du SIC, solliciter des crédits de la part d'autres banques à condition que la banque octroyant le crédit transfère des avoirs de son compte de virement sur celui de la banque preneuse.

23 BNS, groupe de travail Trafic des paiements (1984), pp. 4s.

24 BNS, SIC-Concept de détail (1984).

25 BNS, SIC-Etat des lieux (1985), pp. 5s.

26 BNS, SIC-Etat des lieux (1985), pp. 1s.

27 BNS, à Telekurs SA (1985), p. 5.

- Le système doit, par principe, être accessible à toutes les banques.
- Vu l'importance du trafic des paiements interbancaires, il serait logique que le traitement soit assuré par la BNS; il convient néanmoins d'étudier une solution fondée sur la division du travail.
- Il y a lieu de garantir une bonne capacité de résistance aux crises.

La Banque nationale attachait une importance primordiale aux incidences du nouveau système de trafic des paiements sur la mise en œuvre de sa politique monétaire. Celle-ci était axée à l'époque sur la monnaie de banque centrale (soit les billets de banque plus les avoirs en comptes de virement détenus par les banques à la BNS) en tant qu'indicateur et de valeur de référence pour la conduite de la politique monétaire. Etant donné que ce nouveau système permettait aux banques de gérer plus facilement leurs liquidités, la Banque nationale s'attendait à ce que la demande d'avoirs en comptes de virement diminue. Il lui était évidemment difficile de prévoir l'ampleur de cette diminution et le temps que prendrait le retour à l'équilibre (4.3.2). Il s'agissait donc de trouver des alternatives à la monnaie de banque centrale en tant qu'indicateur et valeur de référence de la politique monétaire.

En été 1986, une solution SIC vit le jour, qui prévoyait de confier la gestion des comptes de compensation SIC à un système informatique centralisé auquel auraient été rattachées les banques participantes et la Banque nationale²⁸. Cependant, on n'avait pas encore tranché la question de savoir s'il fallait doter le SIC de monnaie de banque centrale ou d'avoirs à vue des banques. On n'avait pas décidé non plus sur quelle base le SIC devait reposer. Pour la solution «monnaie de banque centrale», deux modèles faisaient l'objet du débat: la «variante BNS» et la «variante du mandat».

Selon la «variante BNS», la Banque nationale aurait – comme le nom l'indique – exploité le SIC en régie propre ou, plus exactement, dans le cadre d'un organisme communautaire au sein duquel elle aurait exercé une influence prépondérante. La Banque nationale privilégiait évidemment cette variante. Mais dans ce cas, il n'aurait plus été possible de réaliser le SIC à temps, option que les banques ne pouvaient envisager. Ces dernières avaient en effet investi des sommes considérables dans le projet et entendaient remplacer le plus vite possible un clearing bancaire lourd et sujet à risque, au lieu d'attendre encore deux à trois ans, soit le temps probablement nécessaire à l'élaboration de la variante BNS. A quoi s'ajoutait le fait que bon nombre d'entre elles étaient déjà en passe d'aligner leurs systèmes internes sur le SIC. Les banques craignaient également que la cession à la BNS du volet communication et

28 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1986), 3 juillet, n° 298.

information du SIC ne compromette la garantie de confidentialité des données de leurs clients.

La «variante du mandat», en revanche, prévoyait que Telekurs SA exploite le SIC sur mandat de la Banque nationale. Les banques étaient favorables à cette solution-là. Mais la Banque nationale la rejeta, craignant de ne pouvoir contrôler le système de manière appropriée. Elle jugeait en effet nécessaire de pouvoir exercer un contrôle complet, car elle considérait que son statut de gestionnaire des comptes l'amènerait à devoir répondre envers leurs titulaires d'une exécution fidèle et diligente des ordres de paiement et, partant, assumer les risques d'exploitation du système. Il lui manquait cependant les connaissances requises en matière de contrôle. Pour les acquérir, la Banque nationale aurait dû participer activement au SIC, mais dans des proportions qui auraient remis en question l'opportunité de la «variante du mandat». Sans compter que la Banque nationale voyait en Telekurs SA une organisation des banques et non un centre de calcul neutre. Elle craignait donc que Telekurs SA n'exploite une certaine marge de manœuvre au profit des banques et s'attendait à des conflits d'intérêts. Enfin, les responsables de projet de la BNS doutaient de la possibilité de réaliser un cadre contractuel adapté en raison de la complexité du SIC et d'un manque d'expérience à ce niveau²⁹.

Rétrospectivement, le rejet de la «variante du mandat» durant la phase finale du projet laisse une impression mitigée, dans la mesure où la Banque nationale n'avait pas écarté au début, sur le principe du moins, un partage des responsabilités. Ce qui, manifestement, avait éveillé de fausses attentes parmi les banques quant à la forme à choisir. A posteriori, il apparaît bien que la Banque nationale se soit laissée guider par un excès de prudence dans l'évaluation de ses possibilités et de ses capacités, tandis qu'elle a surestimé le problème d'un contrôle efficace du SIC. On notera non sans une certaine ironie que c'est précisément cette «variante du mandat» que la Banque nationale devait accepter plus tard comme modèle.

La solution «sans monnaie de banque centrale» ne prévoyait pas d'engagement direct de la BNS. Elle était conçue comme un système de règlement net. Ainsi que le veut la logique de ce type de système, les paiements auraient d'abord fait l'objet de compensations réciproques dans le centre de calcul des banques, puis seules les pointes de trafic auraient été réglées périodiquement par le biais des comptes de virement détenus à la BNS. Or, cette variante ne soulevait l'enthousiasme ni des banques – elle était contraire à l'esprit et à la lettre du *Spiezer-Papier* – ni de la Banque nationale. Cette dernière aurait dû

²⁹ BNS, SIC (1986), pp. 4ss.

élargir son système de virement pour pouvoir comptabiliser les positions nettes à intervalles réguliers.

Bref, les parties se retrouvaient au point mort sur la question des responsabilités. Elles se mirent donc en quête d'un compromis de nature à exclure un retard de mise en exploitation du SIC, inacceptable aux yeux des banques, mais aussi à préserver les intérêts de la BNS. Les deux parties finirent par tomber d'accord sur une variante en deux volets, à savoir une solution transitoire reprenant la variante du mandat évoquée plus haut et une solution finale destinée à se substituer à la solution transitoire au bout de deux à trois ans.

La «solution SIC finale» prévoyait un partage des tâches entre Telekurs SA et la Banque nationale. Le trafic des paiements portant sur de gros montants relevait de la compétence de la BNS, qui gérât à cet effet les comptes de virement sur son système informatique et assumait en régie propre les tâches liées à la gestion des comptes. Pour sa part, Telekurs SA réglait sur son système de traitement électronique et sous la régie des banques le trafic de masse, soit les paiements inférieurs à 50 000 francs. Ainsi, à l'époque, 5% des ordres, ou 11 000 sur 240 000, transitaient par le système BNS, et 95% par le système de règlement de Telekurs SA.

Cette scission en paiements de gros et de faibles montants répondait aux vœux de la BNS. L'institut d'émission entendait s'épargner les problèmes de volume – difficilement maîtrisables sur le plan technique – qu'aurait entraînés le traitement des paiements de faibles montants, tout à fait insignifiants au regard de la politique monétaire. La solution finale désamorçait en outre les réserves formulées durant la phase de projet au sein de la Banque nationale à propos du concept «à deux niveaux» (abandon des compétences originelles de la BNS en cas de paiements transitant par des comptes de virement hors de la banque centrale, menace pesant sur l'unicité juridique du compte de virement, etc.) de même que le problème, déjà évoqué, de confidentialité des données des clients des banques.

La solution SIC finale souleva tout de même des objections au sein de la BNS. On craignait par exemple que les banques n'aient plus aucun intérêt à la réalisation de la solution finale, étant donné qu'elles désiraient régler tous les paiements SIC via les comptes de virement. La Direction générale, qui partageait cette inquiétude, fit dépendre l'exploitation de la solution SIC transitoire du développement de la solution finale: toute révocation de l'accord relatif au développement de la solution SIC finale aurait pour conséquence la résiliation immédiate de l'accord portant sur la solution SIC transitoire³⁰.

30 Hess (1988), pp. 31ss.

Les relations juridiques des parties contractantes étaient réglées dans quatre contrats formant une architecture complexe. Les parties contractantes étaient en priorité les banques suisses et liechtensteinoises (les participants au SIC), Telekurs SA et la Banque nationale. Cette architecture contractuelle englobait les accords relatifs l'un au développement de la solution SIC finale, l'autre à la solution SIC transitoire. Les parties à ces deux accords étaient la Banque nationale et Telekurs SA. Le contrat de «virement SIC» régissait les relations juridiques entre la Banque nationale et les participants au SIC, tandis que le contrat relatif aux règles de conduite, à la solution finale et aux responsabilités en cas de dommage réglait les relations entre Telekurs SA et les participants au SIC. Indépendamment des attributions en matière de pilotage du système, assurées par contrat à la Banque nationale, les banques tinrent compte des besoins d'information de la BNS et lui proposèrent un siège au sein du comité du conseil d'administration de Telekurs SA. Les parties contractantes fixèrent la date d'entrée en vigueur de l'ensemble des contrats au 5 juin 1987.

En janvier 1989, la phase de lancement portant sur la solution SIC transitoire était achevée. A ce moment-là, 161 banques étaient rattachées au SIC, qui traitait alors quelque 220 000 ordres de paiement en moyenne journalière, pour un montant total de 118 milliards de francs. En 2005, plus de 300 participants réglaient en moyenne journalière 850 000 paiements d'une valeur totale de 170 milliards de francs. Les avoirs en comptes de virement des participants au SIC ont de ce fait diminué de façon drastique, passant de 7,5 milliards à 2,5 milliards de francs. Pour autant, le système n'a pas rencontré de problèmes sérieux de compensation. Même entre 1990 et 1995, période marquée par une politique monétaire restrictive et durant laquelle les avoirs en comptes de virement des participants au SIC étaient tombés au-dessous de deux milliards de francs, le fonctionnement du SIC n'a jamais été remis en question.

5.2.5 La solution SIC transitoire: du provisoire qui dure

Le SIC a démontré qu'il était possible d'exploiter sans pannes majeures un système de règlement brut. La Suisse ayant été longtemps l'un des rares pays à disposer d'un système de règlement brut fonctionnant correctement, le SIC a fait en quelque sorte figure de pionnier à l'échelle internationale. Ce qui n'alla pas non plus sans susciter quelques réactions sceptiques à l'époque: les représentants de banques centrales étrangères voyaient certes dans le SIC un concept théorique marquant un progrès certain, mais se demandaient s'il parviendrait à s'imposer dans leur propre pays. D'aucuns déploraient la

rigidité excessive du principe FIFO, estimant qu'il fallait tolérer au minimum des dépassements de compte dans les limites du crédit lombard. D'autres encore doutaient que la demande d'avoirs en comptes de virement pût, dans ces conditions, se stabiliser à un niveau acceptable³¹. L'optimisation du système SIC continua cependant à faire l'objet de discussions internes. Celles-ci débouchèrent finalement sur les mesures visées au chapitre 5.2.3, qui compensaient les inconvénients d'une application trop stricte du principe FIFO. Depuis 1999, les banques peuvent en particulier solliciter des liquidités intrajournalières sans intérêt.

En 1995, la Direction générale décida de ne pas poursuivre le développement du SIC en direction de la solution finale qui, de son point de vue, aurait signifié une régression. Par ailleurs, elle ne souhaitait pas voir intervenir un changement radical dans ses responsabilités, mais visait plutôt une optimisation de la solution en vigueur et une adaptation en conséquence des contrats³². On peut comprendre ces décisions dans la mesure où, après huit années d'exploitation productive et fructueuse du SIC, son réaménagement complet aurait entraîné des risques et des coûts considérables. Néanmoins, il est frappant de constater que, pendant la période prévue par le contrat après la mise en service du SIC, la Banque nationale n'a jamais envisagé sérieusement de réaliser la solution finale, quand bien même une discussion intense avait été menée à l'époque sur le sujet. Si le renoncement à la mise en œuvre de la solution finale témoigne d'une certaine flexibilité et de pragmatisme, il n'empêche que l'attitude de la BNS au sujet de la question des responsabilités n'apparaît pas a posteriori totalement exempte de contradictions.

Le 8 octobre 2002, un nouvel accord sur le système SIC a remplacé les accords portant sur la solution transitoire et sur la solution finale. Les adaptations se sont limitées à des points formels, car une refonte plus exhaustive était prévisible après l'entrée en vigueur, en mai 2004, de la nouvelle loi sur la Banque nationale. La nouvelle LBN confère en effet à la Banque nationale une mission supplémentaire, à savoir la surveillance des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres d'une importance systémique. Le SIC y étant assimilé, il est donc soumis à la surveillance de la BNS. Cette dernière, tenant compte du nouveau cadre juridique, a remanié ses rapports contractuels avec SIC SA. Le nouveau contrat des 23/27 juin 2005 définit clairement les services incombant respectivement à SIC SA et à la Banque nationale et aligne les attributions de la BNS en matière de pilotage du

31 BNS, groupe d'experts (1989).

32 BNS, trafic des paiements (1994).

système sur les impératifs de politique monétaire et sur les efforts déployés par l'institut d'émission pour faciliter et assurer le bon fonctionnement du trafic des paiements.

5.2.6 *Le SIC en tant que composante d'un réseau national et international*

La mondialisation des opérations financières, la poursuite du processus d'intégration européenne (union monétaire) et les efforts menés pour réduire les coûts et les risques ont conduit à la mise en réseau des infrastructures des marchés financiers³³. Comme le montre un rappel chronologique des faits, le secteur financier suisse – et le SIC avec lui – n'a pu se soustraire à cette évolution:

En mars 1995, le SIC a été relié au SECOM, un système de règlement en temps réel des opérations sur titres, mis en service en octobre 1993 par la Société suisse pour le virement de titres SA (SEGA, puis SIS SegInter-Settle AG), la centrale suisse de dépôts de titres. Depuis ce raccordement, le négoce de valeurs mobilières repose en Suisse sur le principe «livraison contre paiement», qui fonctionne de la manière suivante: lorsqu'un ordre d'achat ou de vente a été passé et que les positions en titres du vendeur sont couvertes, le SECOM bloque ces positions et transmet un avis de paiement au système SIC. Si le compte de compensation SIC de l'acquéreur est approvisionné, le système exécute le paiement. Le SECOM reçoit confirmation du paiement, puis procède au transfert des titres. Plus tard, le système a été raccordé également à SWX Swiss Exchange, issue en 1995 de la fusion de trois Bourses locales. Il en a découlé un règlement entièrement automatisé des transactions sur titres, de la phase de négoce jusqu'au transfert des titres, en passant par la compensation. Ce système intégré est aussi désigné par le terme de *Swiss Value Chain*.

Le règlement de transactions en euros à partir de la Suisse intervient depuis 1999 par le canal d'euroSIC, qui fonctionne pour l'essentiel sur le modèle du système SIC en francs. En automne 2001, les systèmes SIC en francs et euroSIC, jusque-là gérés séparément, ont été réunis sur une plate-forme commune. La charnière entre les banques opérant en Suisse d'une part et le système européen Target (*Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer*) ou les systèmes nationaux de trafic des paiements des Etats de l'Union européenne (UE) d'autre part est constituée par la *Swiss Euro Clearing Bank* (SECB), à Francfort-sur-le-Main, qui appartient aux banques suisses et à Postfinance. Titulaire d'une licence bancaire allemande, la SECB a

33 Klein et Palazzo (2003), pp. 93ss.

directement accès au système de paiements RTGS^{plus} de la Banque fédérale d'Allemagne qui, elle-même, est raccordée à Target. Ainsi, les banques opérant en Suisse peuvent procéder à des règlements transfrontières en euros à des conditions similaires à celles dont bénéficient les banques de l'UE. Inversement, il est possible d'acheminer des paiements de banques de l'UE via le système national, Target et RTGS^{plus}, vers des établissements suisses. De son côté, euroSIC est relié également au SECOM.

Depuis novembre 2001, les transactions entre les comptes de clients de PostFinance et ceux des banques transitent elles aussi par le SIC. Auparavant, le système de virement de la BNS faisait office de lien entre la Poste et les banques. PostFinance détient une participation dans le capital de SIC SA.

La mise en service du système de paiement multidevises *Continuous Linked Settlement* (CLS), au milieu de 2002, a marqué une étape importante dans le développement d'une infrastructure globale des marchés financiers. CLS est un organisme communautaire de banques opérant à l'échelon international, né notamment sous la pression des banques centrales. Après la faillite de la Banque Herstatt en 1974 («affaire Herstatt»), qui avait causé de grosses pertes de change à bon nombre d'établissements, les instituts d'émission avaient en effet invité le secteur financier à trouver une solution propre à réduire les risques de règlement inhérents aux opérations de change (7.1.2). CLS permet d'exécuter désormais des opérations de change en application du principe «paiement contre paiement»: la CLS Bank règle les deux volets d'une opération de change par débit et crédit simultanés des contreparties à la transaction (principe du règlement brut). Elle élimine ainsi les risques de bonne fin en évitant une réédition de l'affaire Herstatt et ses conséquences fatales pour l'ensemble du système financier. La CLS Bank a un accès direct aux systèmes de paiement de gros montants des pays dont les monnaies sont intégrées à CLS. Le règlement dans CLS de montants en francs s'opère par un accès à distance de la CLS Bank au SIC. En Suisse, les trois principales banques (UBS, Credit Suisse et la Banque cantonale de Zurich) sont *settlement members* et actionnaires de CLS. Elles règlent leurs opérations de change directement via CLS. Quelques autres banques suisses (*third parties*) le font dans CLS par l'intermédiaire des *settlement members*.

Outre les paiements réglés directement dans le SIC, le groupe Telekurs propose aux banques toute une série de possibilités de traitement dans le domaine des paiements de masse, soit le Bancomat, le Tancomat, l'EFTPOS (*Electronic Funds Transfer at Point of Sale*) et les cartes à prépaiement (CASH). Il apporte une assistance technique au système de recouvrement des engagements de paiement récurrents (LSV, système de recouvrement direct) et a

exploité jusqu'en 2006 le système d'échange de supports de données (DTA) grâce auquel les entreprises du secteur non bancaire réglaient leurs paiements de masse. Telekurs SA traitait ces paiements non pas en « temps réel » comme le SIC, mais, après avoir réuni les ordres et totalisé les montants, les compensait à intervalles réguliers dans le SIC.

5.2.7 *Le trafic des paiements de masse*

Contrairement aux opérations de paiement portant sur de gros montants, la Banque nationale n'exerce pas d'influence directe sur le trafic des paiements de masse sans numéraire. Elle confie au marché le soin de déterminer les besoins des clients, de développer et de proposer des systèmes adéquats. Il lui arrive, à titre exceptionnel toutefois, de proposer ses bons offices lorsqu'il s'agit d'harmoniser des intérêts divergents. En revanche, elle se consacre activement, dans le cadre de ses analyses macroéconomiques et bancaires, à l'étude des tendances qui se dessinent en matière de trafic des paiements de masse, et cela pour diverses raisons.

En premier lieu, les innovations qui interviennent dans le trafic des paiements de masse ont une incidence sur la mise en œuvre de la politique monétaire, pour laquelle il importe que l'usage de moyens de paiement sans numéraire s'accompagne d'une gestion plus efficace des liquidités. Non seulement l'utilisateur de ce type de règlement est disposé à effectuer ses paiements dans la mesure où il dispose de l'infrastructure appropriée, mais encore il s'acquitte exactement des montants dus. S'il paie en numéraire, il lui faut porter sur lui de l'argent liquide avec les risques qui en découlent et dans des quantités propres à parer à toute éventualité, ce qui engendre des frais sous forme de perte d'intérêts. En utilisant des moyens de paiement sans numéraire, il lui est possible d'économiser des frais et de réduire les risques.

Le numéraire en circulation et les dépôts bancaires à vue faisant partie des agrégats monétaires que la Banque nationale utilise comme indicateurs pour apprécier le degré de restriction de la politique monétaire, tout gain d'efficacité dans le trafic des paiements influe sur la vitesse de circulation des agrégats en question et, partant, sur leurs mouvements³⁴. De ce fait, il n'est plus possible d'interpréter correctement les changements qui interviennent dans l'évolution de la masse monétaire. Au regard de la politique monétaire, il est donc important de pouvoir évaluer les effets qualitatifs et quantitatifs de nouveaux moyens de paiement sur la demande de monnaie³⁵. Il

34 Fluri (1995), pp. 76s.

35 Peytrignet (1995).

est particulièrement difficile d'en estimer les répercussions sur la politique monétaire lorsque ces substituts au numéraire se généralisent non pas de façon continue mais par à-coups.

Chargée par la loi de faciliter et d'assurer le bon fonctionnement des systèmes de paiement sans numéraire, la Banque nationale voit dans sa mission une raison supplémentaire de s'intéresser aux tendances qui se manifestent dans le développement du trafic des paiements de masse. L'infrastructure technique sous-jacente à l'utilisation des moyens de paiement modernes est complexe et, partant, sujette à des pannes. Quand un système de paiement est défaillant, il entrave le déroulement normal de l'activité économique, affecte la confiance du public et peut, selon la durée de la panne, entraîner des coûts macroéconomiques élevés. Afin de réduire la probabilité de telles perturbations, la Banque nationale a, conformément à son mandat légal de surveillance des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres, la compétence d'intervenir sur le plan réglementaire, en fixant par exemple des normes minimales.

Enfin, la Banque nationale est concernée par le trafic des paiements de masse sans numéraire dans le cadre de sa fonction de mandante et d'organe de pilotage du SIC. Pour pouvoir recourir à des moyens de paiement par cartes, les particuliers doivent, selon le type de carte, entretenir des relations de compte avec des intermédiaires financiers tels que les banques, PostFinance ou les émetteurs de cartes. Il faut donc qu'existe un système de paiements interbancaires performants, à l'instar du SIC, pour que les nouveaux instruments puissent servir de moyens de paiement de masse.

Cette activité de la BNS axée sur la politique monétaire et la surveillance peut en un certain sens interférer avec les efforts déployés par les banques en vue de développer l'automatisation du trafic des paiements. L'essentiel est pour elles de gérer au mieux le rapport entre les coûts et les revenus découlant de ce trafic. Les retraits d'espèces au guichet, en particulier, génèrent des frais de personnel élevés, ce qui en majore les coûts. Sont également onéreux le traitement du numéraire (comptage, tri, etc.), son transport et les dispositifs de sécurité en résultant. Le numéraire n'étant pas rémunéré, les banques ont tout intérêt à le maintenir au plus bas niveau possible ou à lui trouver un substitut. Elles ont créé à cette fin des comptes assortis de conditions spéciales (comptes dits de transactions), dont les titulaires font usage pour régler leurs opérations de paiement sans numéraire. Les sommes déposées sur ces comptes de transactions (banques et PostFinance) rémunérés – à un bas niveau il est vrai – s'élevaient à quelque 100 milliards de francs en 2005, contre 30 milliards vingt ans auparavant. Les banques sont également actives

dans l'émission de cartes, activité elle-même liée à l'octroi de crédits à la consommation.

A long terme, les nouvelles technologies de paiement portent atteinte au seigneurage de l'Etat et de la banque centrale, dès lors qu'elles ont pour effet de réduire l'usage des billets de banque. La carte de débit serait inimaginable sans le recours aux technologies modernes. Son détenteur a la possibilité de retirer des espèces à des distributeurs automatiques de billets (bancomat et postomat) à toute heure du jour et de la nuit et, par là, de mieux adapter la détention physique de numéraire à ses besoins. Il s'ensuit que la demande de numéraire a tendance à diminuer. Les retraits ont atteint 24,9 milliards de francs (sur 5600 distributeurs) en 2005, contre 12,6 milliards (sur 2200 appareils) en 1990. Le détenteur a même la faculté d'éviter complètement l'usage de numéraire en débitant à la caisse au moyen de sa carte le montant dû de son compte bancaire et en créditant le compte du destinataire du paiement. D'où l'inutilité d'un retrait préalable de numéraire au distributeur ou – comme c'était l'usage autrefois – l'utilisation de chèques dans un office de poste ou une banque. En 2005, plus de 200 000 points de vente (34 000 en 1995) acceptaient en Suisse les cartes de débit.

Le chèque, par contre, a perdu toute utilité tant en qualité de moyen de paiement dans les points de vente – où il ne s'est d'ailleurs jamais imposé en Suisse – qu'en tant qu'instrument de retrait de numéraire, d'un usage assez compliqué au regard des possibilités actuelles. Une autre raison importante de la quasi-disparition du chèque tient aux frais de traitement excessifs et, de ce fait, plus du tout compétitifs qu'il entraînait pour les prestataires de ce service.

Un autre substitut du numéraire est la carte de crédit dont l'émetteur – contrairement à ce qui se passe pour la carte de débit – accumule les paiements intervenus pendant une période de décompte et en débite le montant total du compte du détenteur à l'échéance (en fin de mois généralement). Le point de vente est crédité immédiatement du montant dû. De la sorte, l'émetteur de la carte consent une avance au détenteur de la carte, mais perçoit simultanément une taxe et une commission respectivement du détenteur et du point de vente en compensation de son crédit. Là encore, le recours aux technologies en ligne a permis de rationaliser les opérations de traitement, qui ont gagné en convivialité pour les clients.

Le-money, ou argent électronique, est un avoir qui existe sous forme de saisie électronique au moyen d'un ordinateur (*digital cash* ou *cyber cash*, argent numérique) ou encore de puce sur une carte rechargeable (CASH), le plus souvent une carte de débit à puce. L'argent numérique se prête à des

achats sur des réseaux d'ordinateurs. Avec une carte rechargeable par contre, le client peut payer directement au point de vente. La détention d'argent électronique suppose en principe une relation de compte avec un établissement financier (une banque ou PostFinance). Le titulaire d'une carte rechargeable est alors en mesure de retirer la somme désirée sous forme numérique à un distributeur (jusqu'à concurrence de 300 francs par opération de chargement). Ce retrait entraîne un débit sur le compte du détenteur de la carte. Simultanément, la somme est créditée à l'établissement financier via un pool de trésorerie qui fait office d'organe de compensation. Ce pool a en Suisse le statut de banque. Lorsque le détenteur paie avec sa carte rechargeable, le point de vente est crédité du montant par le débit du pool. Les transactions sont réglées par le biais des comptes de virement à la BNS. En raison de leur capacité de chargement limitée à 300 francs, les cartes rechargeables sont utilisées de préférence pour le règlement de petits montants dans des kiosques, à des distributeurs automatiques de billets, dans des parkings, etc.

Il est difficile de quantifier l'effet de substitution des nouveaux moyens de paiement. On ne sait pas, par exemple, dans quelle mesure le retrait d'argent à des distributeurs accroît la vitesse de circulation du numéraire ou réduit la demande de numéraire du public. Un certain nombre d'indicateurs laissent cependant entendre que la part des biens et des services réglés en numéraire doit avoir diminué ces dernières années. Voici quelques chiffres: en 2005, les utilisateurs de cartes de débit ont effectué en Suisse 260 millions de transactions (10 millions en 1990) pour un montant total de 22 milliards de francs (500 millions). De leur côté, les cartes de crédit ont enregistré 84 millions de transactions (19 millions) pour un montant total de 16 milliards de francs (5 milliards). Le nombre de transactions réglées par cartes de débit ou de crédit s'est donc accru dans une mesure particulièrement vive au cours des quinze dernières années. En 2005, la Suisse comptait 6,3 millions de cartes de débit et 3,5 millions de cartes de crédit en circulation. Aussi n'est-il pas étonnant qu'alors que la consommation nominale des ménages privés a augmenté d'environ 47% entre 1990 et 2005, passant de 187 à 275 milliards de francs, la circulation des billets – sans les coupures de 1000 francs qui remplissent essentiellement la fonction de réserve de valeur – n'a progressé en moyenne annuelle que de 14% dans le même temps, s'inscrivant à 16,7 milliards de francs, contre 14,6 milliards.

Sources

BNS, 75^e *rapport de gestion 1982*, Bibliothèque de la BNS, Zurich.

BNS, à Telekurs SA (1985), lettre du 3^e département à Telekurs SA concernant le Swiss Interbank Clearing (SIC), 14 octobre, ABNS.

BNS, contrat (2005), contrat entre la Banque nationale suisse et la Swiss Interbank Clearing SA relatif au système SIC, 23/27 juin, ABNS.

BNS, groupe d'experts (1989), rapport du 3^e département à la Direction générale sur la séance du 12 au 14 décembre du groupe d'experts de la BRI sur les systèmes de paiement, 18 décembre, ABNS.

BNS, groupe de travail Trafic des paiements (1984), procédure de consultation SIC sur le concept de détail (3^e département), 4 janvier, ABNS.

BNS, mise hors cours de monnaies courantes (2003), circulaire aux agences de la BNS, 1^{er} décembre, ABNS.

BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (diverses années), ABNS.

BNS, SIC (1986), *SIC – Aufsicht, Sicherheit und Trägerschaft*, proposition du 3^e département à la Direction générale sur la surveillance, la sécurité et les responsabilités dans le SIC, 9 janvier, ABNS.

BNS, SIC-Concept de détail (1984), *SIC-Detailkonzept*, commentaire sur la prise de position de la Banque nationale concernant le concept de détail du SIC, document de discussion du Service juridique à l'attention de la Direction générale, 1^{er} février, ABNS.

BNS, SIC-Etat des lieux (1985), *SIC-Standortbestimmung*, proposition du 3^e département à la Direction générale, 10 septembre, ABNS.

BNS, trafic des paiements (1994), journée d'études de la Direction générale sur le trafic des paiements, 25 mai, procès-verbal (26 mai), ABNS.

BNS, volume du numéraire en Suisse (1998), «Wie gross ist der Frankenumlauf im Inland?», dans *Geldmengenbericht* de février, pp. 20–24, ABNS.

Message (1999) concernant une loi fédérale sur l'unité monétaire et les moyens de paiement (LUMMP), du 26 mai, FF 1999 6536–6564.

Nouvelle conception du clearing bancaire (1980), *Neukonzeption Bankenclearing*, étude préalable (*Spiezer-Papier*) de la commission ad-hoc des quatre grandes banques, 30 août, ABNS.

Bibliographie

BNS (1957), *Banque nationale suisse 1907–1957*, Zurich.

de Rivaz, M. (1997), *Le billet de banque suisse 1907–1997 / Die schweizerische Banknote 1907–1997 / The Swiss banknote 1907–1997*, Collection la mémoire de l'œil, Le Mont-sur-Lausanne.

Fischer, F. et W. Hurni (1988), «Erste Erfahrungen mit dem Schweizerischen Interbank-Clearing-System (SIC) aus der Sicht einer Großbank», dans P. Klauser (éd.), *Wirtschaft und Recht*, Sonderheft: Elektronischer Interbank-Zahlungsverkehr in der Schweiz, 40 (1), pp. 50–62.

Fluri, R. (1995), «Grundlagen zur Revision der Geldaggregate im Jahre 1995», dans *Monnaie et conjoncture*, bulletin trimestriel de la BNS, 13 (1), pp. 76–88.

Hess, M. (1988), «Die Rechtsgrundlagen des Swiss Interbank Clearing (SIC)», dans P. Klauser (éd.), *Wirtschaft und Recht*, Sonderheft: Elektronischer Interbank-Zahlungsverkehr in der Schweiz, 40 (1), pp. 31–49.

Klein, F. et G. Palazzo (2003), *Kulturgeschichte des Geldflusses – Die Entwicklung des Zahlungsverkehrs mit Fokus Schweiz*, Verlag SKV, Zurich.

Kohli, U. (1988), «A Note on Banknote Characteristics and the Demand for Currency by Denomination», dans *Journal of Banking and Finance*, 12 (3), pp. 389–399.

Lühlig, A. et K. Spremann (1998), «Target», dans H. Geiger et K. Spremann (éd.), *Banktopologie, Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen*, 280, Haupt, Berne [etc.], pp. 119–165.

Peytrignet, M. (1995), «Analyse statistique de l'agrégat monétaire M₁, définition 1995», dans *Monnaie et conjoncture*, bulletin trimestriel de la BNS, 13 (1), pp. 89–107.

Spörndli, E. (1998), «Geldpolitische Steuerung und Zahlungsverkehr: Eine wichtige Schnittstelle», dans H. Geiger et K. Spremann (éd.), *Banktopologie, Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen*, 280, Haupt, Berne [etc.], pp. 95–102.

Vital, C. (1988), «Das elektronische Interbank-Zahlungsverkehrssystem SIC», dans P. Klauser (éd.), *Wirtschaft und Recht*, Sonderheft: Elektronischer Interbank-Zahlungsverkehr in der Schweiz, 40 (1), pp. 9–30.

6 Les relations monétaires internationales

6.1 L'aide monétaire

UMBERTO SCHWARZ

6.1.1 Introduction

Au cours des vingt-cinq dernières années, la Banque nationale a participé à de nombreuses opérations d'aide monétaire internationale en faveur des pays émergents, en transition et en développement. Contrairement à la politique monétaire, menée de façon indépendante, l'aide monétaire est exercée en coopération avec la Confédération.

Deux raisons essentiellement motivent l'aide monétaire de la Banque nationale. Premièrement, la Suisse étant une petite économie fortement ouverte sur l'extérieur et disposant d'une place financière de dimension internationale, elle attache une grande importance à la stabilité des relations monétaires et financières internationales. Deuxièmement, l'aide monétaire permet à la Banque nationale, et donc à la Suisse, d'acquérir du goodwill qui leur facilite l'accès à certaines enceintes internationales. La Banque nationale fait néanmoins preuve de circonspection en la matière. D'une part, elle n'est que gestionnaire des réserves monétaires de la Suisse, qui font partie de la fortune nationale et qui, par conséquent, ne lui «appartiennent» pas. D'autre part, cette retenue tient également au fait qu'une aide monétaire internationale trop facilement accordée accroît le risque moral du débiteur et de ses créanciers. Le pays débiteur peut être incité à adopter des politiques économiques peu raisonnables. Quant aux créanciers, ils peuvent être tentés d'accorder des crédits sans prendre garde à la qualité du débiteur. Il n'en reste pas moins que la Banque nationale est parfaitement consciente du fait que ce n'est pas en demeurant seule à l'écart d'une opération d'aide monétaire internationale qu'elle réduit le risque moral global; elle ne ferait en l'occurrence que prendre le risque d'affaiblir l'image de la Suisse dans le monde.

Une importante césure est intervenue en 1992 avec l'adhésion de la Suisse au Fonds monétaire international (FMI). Avant cette année charnière, les aides monétaires constituaient en quelque sorte un substitut au fait que la Suisse n'était pas membre des institutions de Bretton Woods. Après 1992, elles ont notamment servi à justifier la place de la Suisse au sein de ces institutions.

L'aide monétaire de la Banque nationale a pris les formes suivantes: promesses de substitution pour des crédits de transition, participation aux

Accords généraux d'emprunt, crédits à moyen terme aux pays d'Europe centrale et orientale, crédits additionnels à court terme aux pays présentant une importance systémique, participation aux Nouveaux accords d'emprunt, contributions à des facilités du FMI destinées aux pays les plus pauvres, crédits de transition à très court terme en faveur des pays du groupe de vote de la Suisse au FMI.

6.1.2 Les promesses de substitution pour des crédits de transition

Une crise de la dette affecta les pays émergents au début des années quatre-vingt. Le prix du pétrole, qui avait enregistré une première hausse dix ans auparavant, subit une nouvelle vague d'augmentations. Mais l'événement primordial à cet égard fut la montée des taux d'intérêt américains consécutive à la politique monétaire restrictive menée par la Réserve fédérale dans le but de lutter contre une inflation croissante. Il en découla un net alourdissement de la dette de ces pays, qui était à court terme et, pour une grande part, libellée en dollars des Etats-Unis.

Dans ce contexte, l'aide monétaire de la Banque nationale – octroyée sur la base de l'arrêté fédéral de 1963 sur la collaboration de la Suisse à des mesures monétaires internationales – consistait essentiellement en des promesses de substitution (c'est-à-dire des garanties) pour des crédits de transition accordés par la Banque des Règlements Internationaux (BRI), à Bâle. Ces crédits permettaient aux pays débiteurs de faire face à leurs obligations extérieures jusqu'à ce qu'un accord intervienne avec le FMI. L'accord portait sur un crédit alloué par le Fonds et qui était subordonné à des conditions de politique économique auxquelles le pays devait satisfaire pour pouvoir bénéficier d'un tel financement. Une fois l'accord conclu, le pays utilisait une première partie du crédit ainsi obtenu pour rembourser la BRI. De ce fait, la promesse de substitution consentie par la Banque nationale, conjointement avec d'autres banques centrales, devenait caduque. La Banque nationale accorda de telles promesses à plusieurs pays d'Amérique latine, à la Hongrie et à la Yougoslavie (voir tableau 6.1).

Pour l'essentiel, la participation de la Suisse à ces aides monétaires internationales n'était pas controversée, mais les délibérations auxquelles cette question donna lieu au sein de la Banque nationale laissèrent parfois transparaître un certain malaise, qui résultait de la rapidité – jugée dans certains cas excessive – avec laquelle ces actions étaient mises sur pied et du risque de précédent qu'elles impliquaient. De telles réserves furent notamment exprimées à l'occasion du crédit en faveur du Mexique¹.

1 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1982), 26 août, n° 446.

Tableau 6.1

Promesses de substitution pour des crédits de transition (1982 et 1983)

Pays bénéficiaire	Année	Part de la BNS (en millions de dollars des Etats-Unis)	Montant total (en millions de dollars des Etats-Unis)
Argentine	1983	20	500
Brésil	1982	30	1200
Hongrie	1982	50	300
Mexique	1982	25	1250
Yougoslavie	1983	40	300

Source: BNS, Rapport de gestion (diverses années).

6.1.3 *La participation aux Accords généraux d'emprunt et l'arrêt fédéral sur la collaboration de la Suisse à des mesures monétaires internationales*

La crise de la dette des années quatre-vingt révéla la fragilité du système financier international. Elle montra que les pays émergents constituaient aussi un danger potentiel, et que les moyens financiers à disposition du FMI pourraient s'avérer insuffisants. Afin de répondre à ces défis, les Accords généraux d'emprunt (AGE), qui formaient une ligne de crédit en faveur du FMI octroyée par dix pays industrialisés² plus la Suisse, furent modifiés en 1983. Le volume des fonds à disposition du FMI dans le cadre des AGE passa alors de 6,4 milliards de droits de tirage spéciaux (DTS) à 17 milliards. Le cercle des bénéficiaires des AGE fut étendu à tous les membres du FMI, alors qu'auparavant seuls les pays membres des AGE pouvaient en bénéficier. L'activation des AGE en faveur d'un pays non-membre était soumise à trois conditions, à savoir la présence d'un danger pour la stabilité du système financier international, une insuffisance des moyens réguliers du FMI et la fixation de conditions de politique économique préalables à l'octroi du crédit du FMI.

La Suisse tira profit de cette révision pour devenir membre à part entière des AGE, alors que, depuis 1964, elle n'en était que membre associé (2.3.3). Les raisons de ce changement de statut étaient multiples. La Suisse fournissait déjà, avant la révision de 1983, une contribution financière importante, sans pour autant pouvoir participer formellement aux décisions d'activation des AGE. Une participation à part entière lui permettrait ainsi de mettre ses droits en adéquation avec ses devoirs. La révision prévoyait certes d'élargir le cercle des membres associés, mais la Suisse ne voulait pas partager ce statut avec

2 Il s'agit de l'Allemagne, de la Belgique, du Canada, des Etats-Unis, de la France, de l'Italie, du Japon, des Pays-Bas, de la Suède et du Royaume-Uni.

d'autres pays³. Une telle participation fut parfois considérée comme une alternative possible à une adhésion au FMI, la Suisse n'étant pas encore, à l'époque, membre de cette institution. En devenant membre à part entière des AGE, la Suisse acquit une place de plein droit au sein du Groupe des Dix (G10) et abandonna son statut d'observateur. La Banque nationale était très favorable à une telle participation, dont le seul inconvénient résidait selon elle dans le fait que la Suisse ne pourrait plus décider de cas en cas de se joindre ou non à une opération de soutien financier.

La part de la Suisse aux AGE passa de 865 millions de francs à 1020 millions de DTS, l'équivalent de 2,3 milliards de francs de l'époque. Cette part, soit 6% du total, était élevée pour un petit pays comme la Suisse. Elle s'expliquait notamment par la force du franc (qui avait fait progresser la part – libellée en francs – de 3,2% en 1964 à un peu plus de 6% en 1983), par l'excédent de sa balance courante, par l'importance de ses réserves monétaires et par le fait que la Suisse ne contribuait pas aux ressources ordinaires du FMI. Une part élevée lui permettait de témoigner de sa volonté de coopération internationale.

Une des caractéristiques de la participation suisse aux AGE est que la Banque nationale a qualité d'institution participante, finançant la contribution de la Suisse. Pour remplir sa mission, la Banque nationale collabore avec le Département fédéral des finances (DFF). Elle l'informe de toute proposition et de toute demande d'appel de fonds du FMI. Le DFF, pour sa part, assure les relations entre la Confédération et la Banque nationale. En cas de désaccord entre la Confédération et l'institut d'émission, il incombe à une délégation du Conseil fédéral et à la Direction générale de la Banque nationale de trouver un terrain d'entente. La garantie de la Confédération pour les prêts accordés par la Banque nationale dans le cadre des AGE fut abolie lors de la révision de 1983. On argua que les provisions de l'institut d'émission lui permettaient de supporter un tel risque. L'adhésion de la Suisse aux AGE entra en vigueur en 1984 et sa participation à ces derniers fut depuis lors reconduite tous les cinq ans par le Parlement.

A la suite de la création d'une base légale spécifique pour la participation aux AGE, l'arrêté fédéral sur la collaboration de la Suisse à des mesures monétaires internationales – qui avait servi jusqu'alors de fondement juridique aux AGE – fut modifié et prorogé en 1984. Le plafond pour l'octroi des crédits et garanties passa de 2000 millions à 1000 millions de francs. En revanche, la garantie de la Confédération pour les engagements de la Banque nationale fut

3 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1983), 13 janvier, n° 20.

élargie aux intérêts, alors qu'auparavant seul le principal était couvert. Cette garantie constitue un signe de la coresponsabilité politique de la Confédération dans l'octroi d'un crédit d'aide monétaire. Elle semblait nécessaire, car cette coresponsabilité n'apparaissait pas d'une autre manière. Pour les AGE, la coresponsabilité se manifeste désormais dans une base légale spécifique.

Enfin, en vue d'éviter certaines difficultés d'interprétation, les principes à respecter lors de l'application de l'arrêté ont été précisés dans le message qui s'y rapporte. Ils ont pour but de tracer une limite claire d'avec la promotion des exportations et l'aide au développement. En effet, si la participation de la Banque nationale à des mesures monétaires internationales se justifie pour faciliter le trafic international des paiements, contribuer à empêcher les crises financières internationales et assurer la stabilité du système bancaire suisse, le législateur n'a jamais chargé la Banque nationale d'encourager les exportations suisses ou de financer l'aide au développement⁴.

Les demandes de la Confédération relatives à un crédit en faveur de la Yougoslavie en 1983 ont montré à l'évidence ce qu'il fallait éviter de faire. La Confédération souhaitait que la Banque nationale accordât un crédit d'un montant de 100 millions de dollars lié à l'achat de marchandises d'origine suisse. Ce crédit était nettement plus controversé que les promesses de substitution évoquées ci-dessus. La Banque nationale argua notamment que le fait de lier des crédits à l'exportation à l'arrêté fédéral sur la collaboration de la Suisse à des mesures monétaires internationales constituait une utilisation abusive d'un instrument d'aide monétaire, et donc une violation du droit en vigueur⁵. Le crédit ne fut accordé qu'en raison de l'insistance de la Confédération et après d'âpres discussions avec celle-ci. La Banque nationale réussit cependant à réduire les exigences initialement formulées par la Confédération. En août 1983, elle accorda finalement à la Yougoslavie une aide monétaire à moyen terme de 80 millions de dollars. La moitié de ce montant servit à rembourser la part de la Banque nationale dans un crédit de transition accordé la même année, l'autre moitié constituant un crédit financier non lié.

6.1.4 *Les nouvelles promesses de substitution*

Dans la seconde moitié des années quatre-vingt, la crise de la dette n'avait toujours pas trouvé de solution. De nouvelles promesses de substitution pour des crédits de transition furent accordées par la Banque nationale avec la

4 Message (1984), p. 1516.

5 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1983), 13 janvier, n° 20.

Tableau 6.2
Promesses de substitution pour des crédits de transition (1986 à 1995)

Pays bénéficiaire	Année	Part de la BNS (en millions de dollars des Etats-Unis)	Montant total (en millions de dollars des Etats-Unis)
Argentine	1987	20	500
	1987	14,25	475
	1988	12,5	500
	1995	35	1000
Brésil	1988	12	500
Mexique	1986	30	1100
	1989	20,2	1700

Source: BNS, Rapport de gestion (diverses années).

garantie de la Confédération. Les bénéficiaires de ces crédits étaient les trois grands pays d’Amérique latine (voir tableau 6.2). Au cours de cette période, la Banque nationale constata un certain glissement vers moins de rigueur dans les conditions d’accès aux crédits. C’est ainsi qu’un crédit de transition fut accordé à l’Argentine en 1988, alors que le crédit du FMI était loin d’être mis sur pied. La demande de crédit de transition n’était accompagnée que d’une communication du FMI selon laquelle celui-ci soutenait les efforts consentis par l’Argentine en vue d’obtenir un financement intermédiaire et était prêt à négocier un nouveau crédit. En outre, le gouvernement argentin n’avait pas fait de déclaration au sujet de ses intentions en matière de politique économique. Par ailleurs, le remboursement du crédit de transition devait être partiellement effectué par le biais d’un tirage sur un crédit de la Banque mondiale. Il s’agissait là d’une opération problématique à plus d’un titre, étant donné que ce crédit n’avait pas encore été approuvé et que la Banque mondiale accorde essentiellement des crédits à long terme⁶.

Il fut octroyé, quand bien même la Banque nationale avait fait valoir, en février 1987 déjà, que trois conditions devaient être en principe satisfaites pour qu’elle puisse participer à un crédit de ce genre, à savoir l’existence d’une certaine menace pour le système financier international, la perspective pour le pays bénéficiaire de pouvoir conclure un accord stand-by avec le FMI et la participation d’un nombre représentatif de banques centrales⁷. En septembre 1988, dans le cadre de la BRI, la Banque nationale joignit sa voix à celle des

6 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1988), 1^{er} septembre, n° 394.
7 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1987), 26 février, n° 111.

Tableau 6.3

Promesses de substitution pour des crédits de transition en faveur de pays d'Europe centrale et orientale (1988 à 1991)

Pays bénéficiaire	Année	Part de la BNS (en millions de dollars des Etats-Unis)	Montant total (en millions de dollars des Etats-Unis)
Hongrie	1990	5	280
Pologne	1989	7,5	500
Roumanie	1991	10	300
Yougoslavie	1988	10	250

Source: BNS, Rapport de gestion (diverses années).

autres banques centrales qui souhaitent que l'on étudie plus soigneusement les principes devant être satisfaits lors de l'octroi d'un crédit de transition. La BRI établit une série de principes, mais les Etats-Unis s'opposèrent à ce que leur application fût rendue contraignante. Par la suite, la Banque nationale refusa par exemple de participer à un crédit de transition en faveur du Venezuela (1989), arguant que ce pays ne paraissait pas avoir un besoin immédiat de liquidités⁸.

6.1.5 Les crédits à moyen terme en faveur de pays d'Europe centrale et orientale

Les bouleversements intervenus dans les pays d'Europe centrale et orientale à la fin des années quatre-vingt et au début des années nonante entraînèrent indirectement un affaiblissement provisoire de leurs balances des paiements. La communauté internationale répondit à ces défis de diverses façons.

La Banque nationale participa pour sa part à des promesses de substitution pour des crédits de transition (voir tableau 6.3). Ce genre d'aide monétaire n'entraîne pas de prime abord dans le cadre de l'arrêté fédéral sur la collaboration de la Suisse à des mesures monétaires internationales. Ainsi, lors de l'octroi de la promesse pour le crédit à la Pologne en 1989, la Banque nationale estima que les difficultés de balance des paiements de ce pays ne représentaient pas une menace pour le système monétaire international et que la participation à un tel crédit de transition constituerait sans nul doute un précédent pour d'éventuels crédits à d'autres pays d'Europe de l'Est. Elle décida malgré tout d'y participer, parce que cette opération était organisée sous les auspices du Fonds, qu'une promesse de substitution pour un crédit de transition avait

8 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1989), 21 décembre, n° 544.

Tableau 6.4
Crédits à moyen terme en faveur de pays d'Europe centrale et orientale (1991 à 2000)

Pays bénéficiaire	Année	Part de la BNS (en millions de dollars des Etats-Unis)	Montant total (en millions de dollars des Etats-Unis)
Bulgarie	1993	32	800
	2000	12	350
Hongrie	1991	30	700
Roumanie	1992	40	1000
	1993	7,2	180
Tchécoslovaquie	1991	40	1000

Source: BNS, Rapport de gestion (diverses années).

déjà été accordée à la Yougoslavie en 1988 et que tous les autres pays du G10 y participaient.

La Banque nationale accorda en outre des crédits bilatéraux à moyen terme (7 ans en général) dans le cadre d'actions internationales coordonnées par le groupe des pays membres de l'OCDE (G24; voir tableau 6.4). L'objectif de ces crédits était de soutenir les programmes d'ajustement du FMI. Si l'octroi de promesses de substitution pour des crédits de transition se heurta à des réticences, il en alla à plus forte raison de même pour les crédits à moyen terme. Dans un premier temps, la Banque nationale exprima des doutes quant à la possibilité de faire tomber ces crédits sous le coup de l'arrêté fédéral sur la collaboration de la Suisse à des mesures monétaires internationales. Finalement, elle se rangea aux arguments de la Confédération en observant que la première condition préalable à l'application de cet arrêté fédéral – soit l'existence de graves perturbations du système monétaire ou financier international – ne pouvait être considérée indépendamment de la troisième. Or, cette dernière, qui prévoyait qu'un tel soutien pouvait être accordé aux pays ne bénéficiant pas de l'aide au développement, se trouvait en l'occurrence manifestement satisfaite. En outre, ces crédits n'étaient pas liés à l'achat de biens ou de services d'origine suisse, et leur rémunération correspondait aux conditions du marché. D'autre part, ils étaient accordés dans le cadre d'actions internationales, et des précédents étaient chaque fois invoqués.

6.1.6 Les crédits additionnels à court terme

A partir du milieu des années nonante, les crises financières affectant les pays émergents prirent une nouvelle dimension. Les problèmes que ces pays rencontrèrent alors provenaient non seulement des déficits de leurs

balances courantes, mais aussi de leurs balances des capitaux. Un pays en difficulté se trouvait généralement dans l'incapacité de refinancer à des conditions non prohibitives une dette extérieure le plus souvent à court terme. Des fonds bien plus importants qu'auparavant étaient devenus nécessaires pour les opérations d'aide monétaire. En outre, cette aide changea fondamentalement de nature. Il n'était plus question d'un crédit de transition relayé par une autre source de financement, mais d'un crédit additionnel aux crédits octroyés par le FMI, la Banque mondiale et les banques régionales de développement.

En février 1995, le Mexique fut le premier pays à bénéficier d'un tel crédit d'aide monétaire. La Banque nationale accorda une promesse de substitution de 120 millions de dollars pour un crédit additionnel de la BRI d'un montant de 10 milliards de dollars. Ce crédit, mis sur pied à l'initiative et à l'insistance des Etats-Unis, s'inscrivait dans un paquet financier d'environ 50 milliards de dollars accordé par ce pays, le Canada et le FMI. S'agissant de son remboursement, la question des garanties se posa de façon bien plus aiguë que dans le cas des crédits de transition. Il était prévu, d'une part, que le crédit de la BRI serait utilisé après, et remboursé avant, celui octroyé par les Etats-Unis et le Canada, et d'autre part que les tirages effectués par le Mexique sur le crédit de la BRI ne pourraient être utilisés et seraient bloqués dans les livres de la BRI, l'exercice revenant ainsi à une opération de *window-dressing*. A posteriori, la Banque nationale émit des doutes sur l'opportunité d'une telle aide: l'intermédiation financière internationale ne se trouvait pas menacée, il n'y avait pas de risques systémiques comme en 1982 et les créanciers étaient pour l'essentiel des investisseurs institutionnels. Il aurait donc été préférable d'adopter un dispositif compatible avec les règles du marché, qui aurait impliqué une perte pour les investisseurs, une diminution des réserves monétaires du Mexique, la dépréciation de sa monnaie et l'adoption par son gouvernement de mesures de politique économique crédibles⁹.

En janvier 1998, la Banque nationale accorda une ligne de crédit de 312,5 millions de dollars à la Corée du Sud dans le cadre d'une opération internationale d'envergure totalisant 57,5 milliards de dollars, 23 milliards étant à la charge de plusieurs pays dont ceux du G10. Cette ligne de crédit fut accordée sur une base bilatérale et coordonnée sous l'égide de la BRI. La Banque nationale souhaitait que les créanciers fussent traités de manière analogue lors des tirages et de leurs éventuelles prolongations, au moment des remboursements, et du point de vue des garanties. Elle n'obtint satisfaction

9 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1995), 23 mars, n° 148.

que sur ces deux derniers points¹⁰. Malgré les risques encourus, la Suisse décida de participer à ce financement additionnel en raison des difficultés économiques que connaissait alors la Corée du Sud (importance de la dette extérieure à court terme, forte dépréciation de la monnaie) et du risque systémique qui pouvait en découler. En outre, le FMI était déjà fortement engagé dans ce pays, et un recours aux AGE aurait presque totalement épuisé les ressources disponibles à ce titre.

En novembre de la même année, la Banque nationale participa à un montage financier en faveur du Brésil. Elle accorda une promesse de substitution de 250 millions de dollars pour un crédit additionnel de la BRI d'un montant de 14,5 milliards de dollars. Ce crédit additionnel s'inscrivait dans un paquet financier d'environ 42 milliards de dollars, accordé par le FMI et d'autres institutions financières internationales. Dans ce cas également, la Banque nationale s'interrogea sur la pertinence de l'action engagée. Le montage en question accompagnait un programme de stabilisation qui ne comprenait pas de dévaluation. Il permettait de réduire les pertes encourues par les investisseurs étrangers. Aux yeux de la Banque nationale, il était clair que les Etats-Unis y trouvaient un grand intérêt. Mais les banques et l'économie suisses étaient elles aussi fortement engagées au Brésil, et donc intéressées à un soutien à ce pays¹¹.

Le plafond fixé par l'arrêté fédéral sur la collaboration de la Suisse à des mesures monétaires internationales fut presque atteint à la suite des engagements financiers de la Banque nationale, qui bénéficiaient tous d'une garantie de la Confédération. En 1999, il passa de 1000 millions à 2000 millions de francs. A cette occasion, la question de la garantie fut de nouveau étudiée. Son maintien parut opportun pour trois raisons. En premier lieu, la Suisse continuerait à participer à des opérations d'aide internationale dans des situations dans lesquelles la mise en danger des relations monétaires internationales ne serait pas évidente. En second lieu, la Confédération pèse d'un poids plus important que la Banque nationale dans le processus de décision conduisant à l'octroi d'un crédit d'aide monétaire. Enfin, étant donné que les réserves monétaires incorporent les bénéfices de l'institut d'émission et que ceux-ci ne reviennent pas dans leur intégralité à la Confédération, l'utilisation de ces réserves à des fins d'aide monétaire sans garantie de la Confédération constitue une source de risque moral. La garantie offre donc un contrepoids à cette situation déséquilibrée¹².

10 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1998), 16 avril, n° 184.

11 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1998), 5 novembre, n° 464.

12 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1999), 14 janvier, n° 18.

6.1.7 La participation aux Nouveaux accords d'emprunt

A la suite de la crise mexicaine de 1995, le Fonds prit conscience des limites de ses moyens. Le Directeur général du FMI estima que le Fonds devait pouvoir recourir à des ressources financières supplémentaires pour faire face à des situations similaires, qui ne manqueraient pas de se reproduire. Les États-Unis partageaient entièrement ce point de vue, mais ne voulaient pas qu'un accroissement des ressources se fit par l'intermédiaire d'une augmentation des quotes-parts. L'attention se cristallisa dès lors sur un élargissement des AGE à de nouveaux participants ou sur la création d'un accord parallèle aux AGE. Les membres du G10, dont la Suisse, souhaitaient en majorité maintenir l'indépendance de leur capacité de décision. Ils ne voulaient pas risquer de mettre en danger le rôle et le fonctionnement du G10 et, de ce fait, privilégiaient la création d'un accord parallèle. Les nouveaux participants, pour leur part, auraient préféré adhérer aux AGE. Finalement, on retint l'option qui consistait à maintenir les AGE inchangés et à canaliser de nouvelles ressources – y compris celles des AGE – vers un accord parallèle. C'est ainsi que les Nouveaux accords d'emprunt (NAE) virent le jour.

Pour l'essentiel, les NAE fonctionnent de façon analogue aux AGE. Ils constituent une ligne de crédit sur laquelle le Fonds peut tirer en cas de besoin. Le montant total de cette ligne de crédit s'élève à 34 milliards de DTS¹³. Dans le cadre de ces nouveaux accords, chaque participant a les mêmes droits et les mêmes devoirs, proportionnellement à sa part à l'ensemble des promesses de prêts¹⁴.

La Banque nationale a qualité d'institution participante aux NAE, comme pour les AGE. La part qui lui est dévolue s'élève à 1557 millions de DTS, soit 4,6% du total. De façon analogue aux AGE, la Confédération ne garantit pas les crédits alloués par la Banque nationale. Les NAE furent activés pour la première fois en 1998 lors de l'octroi d'un crédit du FMI au Brésil. La tranche de la BNS (455 millions de DTS) fut dans ce cas plus importante que sa part théorique (5% environ du total), étant donné que plusieurs pays ne purent participer à cette aide monétaire. La première activation intervint avant la fin du processus de décision interne entre l'Administration fédérale des finances et la Banque nationale. Elle ne donna toutefois lieu à aucun problème, car la

13 La part des AGE est comprise dans ce montant, elle ne s'additionne pas à celui-ci.

14 Les participants aux NAE étaient à l'origine, outre les membres du G10, l'Arabie Saoudite, l'Australie, l'Autorité monétaire de Hong Kong, l'Autriche, la Corée du Sud, le Danemark, l'Espagne, la Finlande, le Koweït, le Luxembourg, la Malaisie, la Norvège, Singapour et la Thaïlande. Ils furent rejoints par le Chili en 2003.

procédure en vigueur pour les AGE fut appliquée par analogie. Le renouvellement des NAE relève du Conseil fédéral. Ils furent prorogés une première fois en 2003.

6.1.8 Les contributions de la Banque nationale à des facilités du FMI destinées aux pays les plus pauvres

Depuis le milieu des années quatre-vingt, le FMI se trouve de plus en plus engagé dans les pays à bas revenu, auxquels il accorde des prêts à long terme à des conditions inférieures à celles du marché. A cet effet, il a créé des facilités spécifiques (6.2.7) qu'il gère sur une base fiduciaire. Le capital et la subvention d'intérêts de ces facilités ne sont pas financés par les ressources ordinaires du Fonds, mais par des ressources extraordinaires ou par des contributions bilatérales de certains pays membres.

La Banque nationale a contribué à la facilité d'ajustement structurel renforcée (1995: 151,7 millions de DTS), rebaptisée en 1999 facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance (FRPC), et à la FRPC intérimaire (2001: 250 millions de DTS). La participation de l'institut d'émission avait été expressément souhaitée par la Confédération. Compte tenu de la situation tendue des finances fédérales et de la volonté de consolider le statut de la Suisse au FMI, la Banque nationale avait estimé qu'il convenait de répondre positivement à une telle demande. Cependant, étant donné la nature des bénéficiaires, la durée et la rémunération des prêts que ces facilités étaient destinées à financer, elle posa un certain nombre de conditions à sa participation. Ne pouvant ni ne voulant financer l'aide au développement, elle souhaitait notamment que la Confédération garantisse le remboursement du capital mis à la disposition du Fonds et que sa contribution fût rémunérée à un taux de marché. La Banque nationale obtint satisfaction sur ces deux points.

6.1.9 Le nouveau cadre juridique et l'aide aux membres du groupe de vote de la Suisse au FMI

Un nouveau cadre juridique pour l'octroi de l'aide monétaire fut mis en place en 2004. Bien que l'ancien cadre eût été plusieurs fois modifié au cours des années précédentes, il demeurait inadéquat à plusieurs égards. Premièrement, l'octroi de prêts aux pays d'Europe centrale et orientale au début des années nonante avait nécessité une interprétation extensive de l'arrêté fédéral sur la collaboration de la Suisse à des mesures monétaires internationales. Deuxièmement, les participations de la Suisse à des facilités du Fonds en faveur des pays les plus pauvres manquant d'une base légale générique, elles étaient décidées à chaque fois sur la base d'arrêtés fédéraux ad hoc. Troisième-

ment, l'aide de la Suisse aux pays de son groupe de vote au FMI se heurtait à des difficultés notables et croissantes. C'est ainsi que la Banque nationale finança le paiement des quotes-parts de plusieurs de ces pays au capital du FMI à l'aide d'un crédit intrajournalier, se fondant pour cela sur une disposition juridique inadéquate¹⁵. En outre, le paiement au Fonds des arriérés de la Yougoslavie fut effectué grâce à un crédit de transition de la Banque nationale, garanti par la Confédération sur la base de l'arrêté fédéral sur la collaboration de la Suisse à des mesures monétaires internationales, et avec la seule participation de la Norvège pour satisfaire à la condition de multilatéralité. Enfin, en 2000, la Banque nationale se vit contrainte de refuser un crédit de transition au Tadjikistan en vue de l'obtention subséquente d'un crédit de l'Union européenne, car aucune des conditions prévues par ce même arrêté fédéral ne se trouvait remplie. Les relations monétaires internationales n'étaient pas menacées, le Tadjikistan est un pays en développement, et il s'agissait en l'occurrence d'un crédit bilatéral, non d'une opération multilatérale. En 2001, la Banque nationale répondit de façon analogue à une demande de crédit de transition présentée par la Yougoslavie. Ces refus, parfaitement justifiés du point de vue juridique, allaient à l'encontre des intérêts d'un pays membre du groupe de vote de la Suisse au sein du Fonds, et donc des intérêts de la Suisse en tant qu'acteur sur la scène monétaire internationale.

Pour répondre de manière adéquate à ces problématiques, le Parlement a adopté en 2004 une loi sur l'aide monétaire (LAMO), qui remplace l'arrêté fédéral sur la collaboration de la Suisse à des mesures monétaires internationales. Cette loi règle la participation de la Suisse à des aides financières visant à prévenir ou à corriger de graves perturbations du système monétaire international (aides systémiques). Elle régit aussi l'octroi de crédits à des pays avec lesquels la Suisse collabore très étroitement (notamment les membres du groupe de vote suisse au FMI) et la participation à des fonds spéciaux mis sur pied par le FMI, en particulier pour financer des crédits à taux d'intérêt réduits en faveur de pays à faible revenu. Elle prévoit que la Banque nationale finance les crédits entrant dans les aides systémiques et que ces crédits soient mis au bénéfice d'une garantie de remboursement de la part de la Confédération. Les crédits à court ou moyen terme en faveur de pays avec lesquels la Suisse collabore étroitement sont quant à eux financés par la Confédération. Enfin, la participation à des fonds spéciaux du FMI peut être prise en charge par la Banque nationale à la suite d'une demande du Conseil fédéral, la Confédération subventionnant les intérêts et garantissant le remboursement

15. Klauser (1987), p. 145.

de tels crédits¹⁶. Si sur les deux premiers points – aides systémiques et crédits à des pays avec lesquels la Suisse collabore étroitement – un accord concernant la répartition du travail intervint immédiatement entre le DFF et la Banque nationale, il n'en alla pas de même de la question relative à la participation à des fonds spéciaux du FMI. La Banque nationale souhaitait initialement profiter de cette mise à jour systématique de l'instrumentarium juridique relatif à l'aide monétaire pour se désengager du financement de tels fonds. Elle argua notamment que les questions de développement ne relevaient pas du tout de sa sphère de compétence. De son côté, le DFF rappela que la contribution effective de la Banque nationale se limitait à une immobilisation de capital, ce dernier étant rémunéré à un taux d'intérêt du marché et se trouvant assorti de la garantie de la Confédération. Le DFF invoqua aussi les précédents que constituaient les contributions de la Banque nationale à la FRPC et à la FRPC intérimaire¹⁷.

La Banque nationale aurait préféré se retirer du financement de fonds spéciaux, car la nouvelle loi sur la Banque nationale, entrée en vigueur en 2004, lui attribue une compétence élargie dans un domaine qui est, lui, directement de son ressort. En vertu de cette loi, la Banque nationale peut accorder des crédits munis de garanties (par exemple des swaps) et des crédits de transition dans la mesure où ceux-ci présentent de faibles risques¹⁸. Pour les crédits de transition, deux conditions doivent être remplies. Un établissement dont la solvabilité est irréprochable doit avoir confirmé, à la conclusion du contrat, qu'il assure la poursuite du financement à l'échéance du crédit, et la durée du crédit de transition ne peut excéder six mois. Ces crédits ne bénéficient pas de la garantie de la Confédération. Bien qu'ils puissent être pris sans un engagement politique de cette dernière, la collaboration entre la Banque nationale et la Confédération reste requise, car l'octroi d'un crédit de transition par la Banque nationale doit être conforme à la politique extérieure de la Suisse.

Ainsi, avec la LAMO, une dernière pièce a été ajoutée à l'édifice juridique sur lequel repose l'aide monétaire de la Suisse et de la Banque nationale. La LAMO complète utilement la loi sur la Banque nationale, les arrêtés fédéraux relatifs à l'adhésion aux Accords généraux d'emprunt et aux Nouveaux accords d'emprunt, ainsi que la loi fédérale concernant la participation aux institutions de Bretton Woods.

¹⁶ Message (2003), p. 4322.

¹⁷ BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (2003), 16 janvier, n° 25.

¹⁸ Message (2002), pp. 5751s.

6.2 La Suisse et le Fonds monétaire international

ROBERTO CIPPÀ

6.2.1 Introduction

Le 29 mai 1992, le conseiller fédéral Otto Stich signait au nom de la Suisse les statuts du Fonds monétaire international (FMI)¹⁹, faisant d'elle le 164^e membre de cette institution. Pendant près d'un demi-siècle, la Suisse s'était officiellement tenue en dehors des institutions de Bretton Woods bien que, convaincue que les intérêts d'un petit pays ne sont jamais aussi bien garantis qu'au sein d'un système international de coopération multilatérale, elle se reconnût dans leurs principaux objectifs. Ce qui l'avait retenue d'adhérer plus tôt au FMI ne tenait pas tant à un désaccord de fond sur le mandat ou l'activité de ce dernier qu'au souci de préserver certaines caractéristiques propres à ses structures économiques et financières²⁰ (2.3.3). Il avait fallu attendre 1982 pour que le Conseil fédéral estime qu'il y aurait à la qualité de membre à part entière plus d'avantages que d'inconvénients et qu'il était dans l'intérêt bien compris de la Suisse d'adhérer à la fois au FMI et à la Banque mondiale. Rien de concret ne fut toutefois entrepris avant un certain temps. La priorité était alors à l'adhésion de la Suisse à l'Organisation des Nations Unies (ONU). Cette démarche politique, dont le peuple rejeta massivement l'objet lors du vote de mars 1986, eut pour effet de reporter à la fin des années quatre-vingt le débat sur l'adhésion aux institutions de Bretton Woods. Ce n'est donc que le 5 juin 1990 que fut soumise à Washington la demande formelle d'adhésion de la Suisse au FMI et à la Banque mondiale.

La coopération entre la Suisse et les institutions de Bretton Woods, notamment le FMI, resta intense pendant toute la décennie qui précéda l'adhésion. Deux événements – l'adhésion aux Accords généraux d'emprunt (AGE) en 1984 (6.1.3) et la participation à la facilité d'ajustement structurel renforcée (FASR) du FMI en 1988 – provoquèrent en Suisse de très vives discussions politiques quant au rôle et à la fonction des institutions de Bretton Woods. Ils préparèrent l'opinion au vrai débat qui allait se dérouler en 1991.

L'adhésion aux AGE fut l'occasion du premier débat des Chambres fédérales sur le rôle et l'action du FMI. Elle fut finalement votée malgré l'opposition déterminée des deux extrêmes de l'échiquier politique, et la Suisse devint le onzième membre des AGE. Ce vote donna à bien des égards un avant-goût

19 *Articles of Agreement* (1993).

20 Kaeser (2004), pour un aperçu complet des raisons qui, de 1946 à 1982, ont milité pour ou contre l'adhésion aux institutions de Bretton Woods.

des difficultés auxquelles les autorités allaient devoir faire face lors du débat sur l'adhésion aux institutions de Bretton Woods, entreprise autrement plus difficile que l'adhésion aux AGE, dont l'issue était de la compétence exclusive du Parlement, sans possibilité de référendum. L'adhésion aux institutions de Bretton Woods s'annonçait décidément bien difficile. Cette raison, ainsi que la crainte qu'un rejet ne compromette des relations avec le FMI alors jugées bonnes – même si elles n'étaient pas satisfaisantes – firent que la Banque nationale partagea l'avis de ceux qui voyaient dans l'adhésion aux AGE une heureuse solution de rechange à l'adhésion au FMI. Il y avait encore une autre raison à cette position: la Banque nationale était la seule institution à représenter la Suisse au sein des AGE, alors que si la Suisse entrait au FMI, la BNS perdrait une grande partie de ce privilège au profit du Conseil fédéral. En acceptant, en 1988, d'accorder un montant de 200 millions de droits de tirage spéciaux (DTS) à la FASR, la Suisse signa vis-à-vis du Fonds son deuxième grand geste de collaboration au cours de la décennie précédant l'adhésion. Ce geste contribua de manière déterminante à surmonter le scepticisme que les organisations non gouvernementales (ONG) manifestaient à l'égard du FMI et à les rallier à la cause de l'adhésion.

6.2.2 *Le processus d'adhésion*

En 1989, trois années seulement après le non des urnes à l'ONU, la question de l'adhésion aux institutions de Bretton Woods figura de nouveau à l'ordre du jour de l'agenda politique. Connaissant la complexité du sujet et sachant que la bataille – tant interne qu'externe – serait rude, les autorités adoptèrent une approche très prudente. Les grandes manœuvres commencèrent au premier semestre de 1990. La Suisse chargea alors ses services diplomatiques de sonder ses partenaires du G10 ainsi que d'autres pays, afin d'établir si les conditions qu'elle posait à son adhésion au FMI et à la Banque mondiale seraient jugées recevables. La première de ces conditions était bien entendu l'octroi à la Suisse d'une quote-part suffisamment élevée pour lui permettre de représenter un groupe de pays et de faire élire un administrateur suisse au Conseil de chacune des deux institutions. La Banque nationale partageait le point de vue presque unanime selon lequel le jeu n'en vaudrait pas la chandelle pour la Suisse, sauf à être admise à siéger dans les organismes décisionnels des institutions de Bretton Woods. Si cette condition n'était pas remplie, il valait alors mieux s'en tenir au statu quo. Quand bien même les contacts diplomatiques ne permirent pas à la Suisse d'obtenir les assurances qu'elle avait espérées à propos de sa représentation, ils montraient en revanche clairement qu'elle jouissait toujours d'un très grand

crédit auprès de la communauté internationale et que l'entreprise avait de bonnes chances d'aboutir. Aussi le Conseil fédéral décida-t-il d'aller de l'avant. Le 5 juin 1990, il présenta une demande d'adhésion au FMI et à la Banque mondiale.

Pour que l'adhésion puisse se faire dans des conditions politiquement acceptables, il fallait que trois conditions soient remplies. Il s'agissait en premier lieu d'obtenir une quote-part d'admission élevée, puis mobiliser sur le plan interne les soutiens nécessaires, au Parlement d'abord, puis dans la population, pour le cas où serait demandé le référendum; enfin, ne pouvant raisonnablement espérer un siège pour elle toute seule au sein des deux Conseils d'administration, la Suisse devait impérativement réunir des pays disposés à former avec elle un groupe dont elle assumerait la direction.

6.2.3 *Les négociations en vue d'une quote-part initiale élevée*

En juin 1990, le FMI effectua une mission exploratoire en Suisse, qui visait à réunir les informations dont il avait besoin pour en calculer la quote-part initiale. La Suisse apparut d'emblée comme un cas atypique, auquel la méthode habituelle de calcul ne pouvait s'appliquer. La singularité de la position financière, monétaire et créancière qu'elle occupe dans le monde, jointe à la générosité dont elle avait souvent fait preuve à l'occasion d'initiatives multilatérales, militait en faveur d'une quote-part relativement élevée. Les négociations avec le comité du Conseil d'administration chargé des admissions, nommé en août 1990 pour examiner le cas de la Suisse, s'avèrent pourtant beaucoup plus difficiles que prévu. Il fallut – fait sans précédent – cinq réunions tumultueuses et toute l'habileté de l'administrateur français Jean-Pierre Landau, que la Suisse avait chargé de représenter ses intérêts devant le comité d'admission, pour parvenir finalement à un consensus. La résistance était surtout le fait de pays qui craignaient un remaniement majeur des sièges du Conseil au cas où la Suisse obtiendrait satisfaction. Les esprits ne se calmèrent qu'après que la Suisse eut donné publiquement l'assurance qu'elle ne briguerait jamais un siège au Conseil d'administration au détriment des membres les plus faibles, et moins encore au prix de l'éviction d'un groupe de pays en développement. Le 20 mars 1991, le Conseil d'administration du FMI fixait la quote-part de la Suisse à 1,7 milliard de DTS, ce qui correspondait à 1,73% du total des droits de vote. La Suisse considéra que ce quota, bien qu'inférieur à ce qu'elle avait espéré (2,1 milliards de DTS au début des négociations), permettait malgré tout d'envisager un siège au Conseil d'administration. D'un commun accord avec la Banque nationale, le Conseil fédéral décida de poursuivre les négociations.

6.2.4 *A la recherche d'un soutien interne*

La bataille de la quote-part livrée, une vaste campagne d'information fut lancée, destinée à rallier à l'intérieur du pays des soutiens au projet d'adhésion. De la documentation fut constituée pour les deux chambres du Parlement²¹. Fait étonnant, le Conseil des Etats adopta le projet à l'unanimité, y compris l'article 6 de la loi fédérale du 4 octobre 1991 concernant la participation de la Suisse aux institutions de Bretton Woods²². Fortement soutenu par les ONG, cet article stipulait que toute décision prise par la Suisse dans le cadre du FMI ou de la Banque mondiale devait s'inspirer des principes et des objectifs de sa politique de développement. Les débats au Conseil national furent toutefois plus laborieux. Comme prévu, des parlementaires de tendance nationaliste s'employèrent à défendre le statu quo, préférable selon eux à l'adhésion, jugée d'un prix excessif pour des avantages encore incertains. De leur côté, des parlementaires de gauche critiquèrent sévèrement le FMI pour les politiques qu'il poursuivait dans les pays à faible revenu et en appelèrent à un renforcement de l'effort bilatéral de la Suisse. L'issue de la discussion ne fit pourtant jamais de doute. Le Conseil national finit par adopter à la majorité des trois quarts de ses membres la base juridique qui lui était proposée pour l'adhésion de la Suisse au FMI²³.

Malgré l'étonnante ampleur du soutien qu'il avait recueilli devant les Chambres fédérales, le projet fut soumis à référendum. La bataille ne faisait que commencer. Il s'agissait à présent d'informer l'opinion, et la tâche s'annonçait difficile. Le récent camouflet du non à l'ONU était de mauvais augure pour la suite. Mais le référendum compliquait les choses pour deux autres raisons encore. Premièrement, la constitution d'un groupe de pays que la Suisse pût représenter – tâche difficile en soi, surtout pour un nouveau membre – se trouvait sérieusement compliquée par l'incertitude prolongée quant à l'issue du processus. Comment des pays se seraient-ils engagés à former un groupe tant que l'adhésion de celui d'entre eux qui était censé

21 Message (1991).

22 Loi fédérale concernant la participation de la Suisse aux institutions de Bretton Woods du 4 octobre 1991 (RO 1992 2567).

23 Complétant la loi fédérale de 1991, deux arrêtés furent en outre pris le 4 octobre 1991. L'arrêté fédéral concernant l'adhésion de la Suisse aux institutions de Bretton Woods (FF 1991 III 1569) approuvait l'adhésion et donnait au Conseil fédéral le feu vert pour aller de l'avant, tandis que l'arrêté fédéral ouvrant un crédit-cadre destiné à financer les prestations de subventionnement versées par la Suisse à la Banque internationale pour la reconstruction et le développement, à l'Association internationale de développement, à la Société financière internationale (FF 1991 IV 204) ouvrait un crédit de 4986 millions de francs suisses destiné au financement de la présence suisse au sein du groupe de la Banque mondiale. Quant au financement de la présence de la Suisse au Fonds, il était du ressort de la BNS.

les représenter ne serait pas acquise? Deuxièmement, le référendum engendrait des contraintes de calendrier de plus en plus pressantes. Il fallait absolument que la consultation populaire ait lieu début 1992, sans quoi, à supposer que le oui l'emporte, la Suisse risquait de manquer l'élection de 1992 au Conseil d'administration. Respecter ce délai était d'autant plus important que de nombreux pays de l'ex-Union soviétique auraient sans doute adhéré entre-temps au Fonds et que la Suisse tenait là une occasion inespérée de s'assurer le concours d'au moins quelques-uns d'entre eux. Il apparaissait de plus en plus clairement que c'était là la dernière chance qui s'offrait à elle de former un groupe.

Le 17 mai 1992, contre toute attente, 56% des votants et une forte majorité de cantons se prononcèrent en faveur de l'adhésion. Moins de quinze jours plus tard, la Suisse entra au FMI et à la Banque mondiale.

6.2.5 *La création d'un nouveau groupe de vote et d'un siège supplémentaire*

L'adhésion et une quote-part relativement élevée acquises, la Suisse semblait soudain avoir de bonnes chances de parvenir à constituer un groupe de vote. Elle n'était toutefois pas au bout de ses peines, comme les ultimes étapes du processus allaient le montrer. L'homogénéité des pays qui le forment était généralement considérée comme le principal gage d'efficacité d'un groupe. D'où l'idée, assez largement répandue, selon laquelle la solution idéale eût été de constituer un groupe formé de quelques petits Etats d'Europe centrale. Mais les négociateurs ne tardèrent pas à le constater: les groupes de vote constituent en fait des entités relativement stables, et il n'est pas d'usage au FMI de choisir ses pays comme l'on fait son marché. Il eût fallu, pour remplir le critère de l'homogénéité, adhérer à un groupe existant, possibilité qu'excluait le désir premier de la Suisse de représenter un groupe et de siéger dans les instances dirigeantes des institutions de Bretton Woods. Après de longues négociations, un groupe qui remplissait cette condition put finalement être constitué. Il était formé de la Pologne et de quatre pays de l'ex-Union soviétique ayant récemment accédé à l'indépendance: l'Azerbaïdjan, l'Ouzbékistan, la République kirghize et le Turkménistan.

Restait, pour la Suisse, l'obstacle du nombre de sièges du Conseil d'administration, qui n'était encore, en 1992, que de vingt-deux. Etant donné le jeu des alliances existant au sein de ce conseil, il eût fallu, pour octroyer un siège à la Suisse, priver du sien un groupe de pays en développement, solution qu'interdisaient les assurances données lors de la négociation de la quote-part et que n'auraient jamais acceptée par ailleurs les autres Etats membres du Fonds. L'option – prendre son mal en patience et attendre les élections de

1994 – n'était pas envisageable pour la Suisse. La seule solution possible était de créer un nouveau siège aux Conseils d'administration du FMI et de la Banque mondiale qui, s'ajoutant à celui qui avait été créé pour la Russie, en porterait le nombre à vingt-quatre. On ne sut jamais exactement comment la ferme opposition des Etats-Unis à cet élargissement put être surmontée, mais on cite souvent, comme facteur décisif, la détermination de la Suisse et le soutien résolu que lui apporta la Pologne.

Depuis 1992, le groupe de vote représenté par la Suisse s'est enrichi de deux nouveaux membres. Il a accueilli en 1993 le Tadjikistan, auquel des troubles politiques internes avaient fait rater l'élection de 1992, et, en 2000, la République fédérale de Yougoslavie²⁴. A fin 2006, le groupe de vote représenté par la Suisse détenait 2,80% de tous les droits de vote du FMI et se classait au 18^e rang des 24 sièges du Conseil d'administration.

6.2.6 *La Suisse en tant qu'Etat membre du FMI*

Après la neuvième révision des quotes-parts en novembre 1992, la quote-part initiale de la Suisse fut portée à 2,47 milliards de DTS. Depuis lors, les ressources du Fonds ont encore augmenté de 45% sous l'effet de la révision de 1999, onzième du genre. Dans l'intervalle, le nombre des membres a progressé régulièrement. A fin 2006, le FMI comptait 184 Etats membres et ses ressources atteignant 217 milliards de DTS. La part de la Suisse s'élevait à cette date à 3,46 milliards de DTS (soit environ 6,3 milliards de francs suisses) et représentait 1,6% des droits de vote, soit une légère baisse par rapport à la quote-part initiale. La Banque nationale a financé les trois quarts de la contribution initiale de la Suisse au capital du Fonds (ainsi que de toutes les suivantes) en francs suisses et le quart restant en dollars des Etats-Unis. Si la Suisse n'a jamais bénéficié elle-même des ressources du Fonds, ce dernier prélève régulièrement sur la quote-part helvétique des montants destinés à financer ses prêts. Il remplace alors ces montants par des sommes équivalentes en DTS. Bien que la valeur totale des quotes-parts des pays demeure constante, sa composition varie. Quand le FMI effectue des prélèvements sur la quote-part de la Suisse, ses fonds en francs suisses diminuent, alors que la part restante – la tranche de réserve – augmente. La tranche de réserve est une créance liquide sur le FMI rémunérée au taux d'intérêt du marché et sur laquelle des prélèvements peuvent être opérés à la demande. Elle fait partie des réserves

24 A l'époque, elle était formée de la Serbie et du Monténégro, qui sont devenus par la suite deux républiques indépendantes. Seule la République de Serbie appartenait au groupe de vote de la Suisse à la clôture de la rédaction du présent ouvrage.

monétaires de la Banque nationale. A fin 2006, la tranche de réserve s'élevait à quelque 555 millions de francs suisses, soit 8,7% environ de la quote-part de la Suisse.

La loi fédérale de 1991 concernant la participation de la Suisse aux institutions de Bretton Woods fait de la Banque nationale la dépositaire des avoirs que le FMI détient en francs suisses, ainsi que l'agent financier responsable des relations financières entre la Suisse et le Fonds. Elle stipule aussi que le Conseil fédéral doit collaborer avec la Banque nationale à l'application du statut de membre du FMI et à la désignation des représentants de la Suisse à cette institution. La convention du 16 septembre 1992 entre le Conseil fédéral et la Banque nationale précise les modalités de cette collaboration²⁵. Veillant par un subtil dosage à équilibrer au plus juste les compétences entre les deux parties – la BNS et le Département fédéral des finances (DFF) –, elle désigne le président de la Direction générale de la BNS comme le gouverneur de la Suisse auprès du FMI et le conseiller fédéral en charge du Département des finances comme le gouverneur suppléant. Le chef du DFF représente aussi la Suisse au Comité intérimaire du FMI (devenu Comité monétaire et financier international en 2000) et conduit la délégation suisse lors des rencontres annuelles du Fonds. Quant au poste d'administrateur, les candidats sont nommés par le Conseil fédéral, avec l'aval de la BNS. La convention de 1992 règle également l'exercice des responsabilités. Elle attribue au DFF celle de la plupart des questions de nature politique et à la Banque nationale celle des questions relevant de la politique monétaire de la Suisse ainsi que des problèmes spécifiquement monétaires en général. Elle stipule en outre que chaque déclaration, prise de position ou information adressée par la Suisse au sein du FMI requiert l'approbation du DFF et de la BNS. En cas de désaccord entre les deux institutions, le Conseil fédéral décide en dernier ressort, contrairement à la procédure suivie dans le cadre des AGE.

6.2.7 *Les priorités de la Suisse au sein du FMI*

Le désir d'être partie prenante aux décisions du FMI et d'exercer une influence sur sa politique ainsi que sur ses activités est la première des raisons pour lesquelles les autorités suisses furent favorables à l'adhésion. Pour atteindre cet objectif, il était crucial d'obtenir un siège au Conseil d'administration. Une présence de quelque quinze années au sein du FMI montre combien ceux qui souhaitaient ce siège avaient raison. Car si un pays dispose de différentes possibilités pour tenter d'influencer les décisions de l'institution, le fait qu'il

25 Convention (1992).

puisse nommer son propre administrateur lui en fournit le moyen le plus direct et le plus important.

D'après les statuts du Fonds, l'organe du FMI qui détient le plus important pouvoir décisionnaire est le Conseil des gouverneurs. S'il est vrai que ce dernier se prononce sur des questions fondamentales telles que les changements de statuts, les modifications de quotes-parts, les attributions de DTS et l'acceptation des nouveaux membres, il délègue au Conseil d'administration la plupart des décisions qui ont trait au fonctionnement ainsi qu'aux politiques du Fonds. Les administrateurs, ou leurs suppléants, assistent à toutes les réunions du Conseil et entretiennent des contacts privilégiés avec la direction et le personnel de l'institution. Leur poids en voix dépend de la quote-part cumulative du groupe de pays qu'ils représentent. Leur influence n'est cependant pas forcément proportionnelle au poids des voix. Le FMI est une institution au sein de laquelle la collaboration compte pour beaucoup et où les décisions sont généralement prises par consensus. Un administrateur habile, dont les arguments sont à la fois pertinents, convaincants et opportuns, peut exercer sur la formation du consensus une influence qui ne se compte pas en nombre de voix. L'art de l'alliance et le sens du compromis tiennent une place importante dans le processus décisionnel du Conseil d'administration. Prétendre faire cavalier seul revient souvent à se priver de toute possibilité de peser dans les débats. Représentant un groupe mixte, c'est-à-dire un groupe comprenant aussi bien des pays créanciers que des pays débiteurs, l'administrateur suisse peut exercer une influence particulièrement constructive. La diversité d'intérêts qui règne au sein de ces groupes est souvent le reflet, à une échelle réduite, de celle qui existe au niveau de l'ensemble de l'organisation. Les groupes mixtes ont plus d'une fois joué un rôle déterminant dans la recherche du consensus.

On pouvait craindre qu'un groupe aussi hétérogène que celui que conduit la Suisse se révèle ingérable. Il n'en a rien été, et le processus décisionnel du groupe a toujours bien fonctionné. Cela s'explique essentiellement par la souplesse et l'engagement dont la Suisse a fait preuve et par le soin qu'elle prend des intérêts de ses partenaires. Nombreux sont par ailleurs les membres du groupe qui, surtout préoccupés jusqu'ici de leur propre développement économique et des opportunités que pouvait leur valoir leur coopération avec le Fonds, ont assez largement fait confiance à la direction du groupe pour les questions de politique générale.

Promouvoir la stabilité financière internationale

La tâche première du Fonds est de promouvoir et sauvegarder la stabilité financière internationale. L'assister dans cette tâche est pour la Suisse une priorité de longue date. Un système financier international solide et résistant est indispensable à la croissance et à la prospérité générales. Il revêt pour un petit pays ouvert aux échanges, abritant une place financière majeure, une importance vitale qu'ont encore accentuée les mutations structurelles des dix dernières années ainsi que la brusque augmentation de taille, d'intégration et de sophistication qui en a résulté pour les marchés financiers internationaux. Dans sa détermination à faire de la stabilité un bien public global, le FMI a toujours privilégié la prévention et fait de la surveillance son principal outil. La mondialisation a créé un besoin accru de surveillance et obligé à réformer le cadre dans lequel elle s'exerce. Cette réforme a été engagée à la suite de la crise asiatique, dans le but de doter le système financier international d'une architecture nouvelle. La Suisse l'a appuyée avec force et soutenu toutes les initiatives lancées à cet effet. Le projet visait notamment à recentrer la surveillance du FMI sur les marchés financiers. De cette époque datent les programmes d'évaluation du secteur financier (PESF). Ces programmes sont des bilans de santé des secteurs financiers nationaux visant à en renforcer la surveillance, à en identifier les points faibles et à aider les pays concernés à prendre, à un stade précoce, les mesures appropriées. La Suisse, qui comptait parmi les promoteurs des PESF, a été l'un des premiers pays, en 2001, à s'y soumettre volontairement. La nouvelle architecture prévoyait en outre une transparence accrue et une diffusion plus large et fiable des données, permettant un fonctionnement plus harmonieux et plus discipliné des marchés. Partisan de la première heure de cette nouvelle orientation, la Suisse a souscrit à la norme spéciale de diffusion des données créée en 1996 par le FMI.

Une prévention énergique ne constitue toutefois pas une assurance contre les crises. Encore faut-il, lorsqu'une crise éclate, être capable de rétablir la stabilité. C'est là le second volet du mandat du FMI. Si le contexte international né de la mondialisation et de la libéralisation permet une meilleure redistribution de l'épargne mondiale et fournit à bon nombre de pays émergents les moyens d'un progrès économique spectaculaire, il rend aussi ces pays plus vulnérables aux sautes d'humeur des marchés, parfois dues à de simples effets de contagion. La crise tequila, qui frappa le Mexique en 1994, ne donna qu'un avant-goût, à échelle relativement restreinte, des épreuves qui attendaient les économies émergentes du Sud-Est asiatique et de l'Amérique latine. Le coût économique et social de ces nouvelles crises a lui aussi

augmenté dans des proportions alarmantes. L'ampleur et la nature de ces nouvelles crises dites du compte capital ont contraint le Fonds à accroître de manière rapide et massive ses aides financières, dont la mise à disposition a pris dès lors un caractère plus urgent que précédemment. Qu'il s'agisse de définir de nouveaux instruments d'intervention ou de contribuer à une meilleure adéquation entre les ressources du Fonds et les nouveaux besoins, la Suisse s'est associée étroitement à ces efforts, qui visaient à prendre la mesure du phénomène. Elle accepta, en 1999, un relèvement général de 45% des quotes-parts.

Si la Suisse ne s'est jamais fait prier pour contribuer à la solution des urgences financières (6.1.4), le renflouage de débiteurs internationaux, tel qu'il fut pratiqué pendant la crise asiatique, ne lui est jamais apparu comme le moyen le plus efficace, ou le seul possible, de porter remède aux crises financières. Selon elle, le recours à l'argent public doit demeurer l'exception, afin de réduire le risque financier, mais aussi de contenir le risque moral (*moral hazard*) et de discipliner le marché. Il lui semble en revanche nécessaire de faire participer le secteur privé à la résorption de ces crises financières, ce d'autant plus que les ressources du Fonds ne pourront pas s'adapter indéfiniment à l'explosion des flux de capitaux privés. Aussi a-t-elle soutenu au début des années 2000, pour les cas où une restructuration de la dette deviendrait inévitable, l'incorporation de «clauses d'action collective» (CAC) aux emprunts de débiteurs souverains, afin de rendre le processus décisionnel plus efficace. Elle eût préféré une approche plus réglementée, englobant tous les types de dettes, mais la proposition de créer un mécanisme de restructuration de la dette souveraine (*Sovereign Debt Restructuring Mechanism*) fut abandonnée en 2003, faute d'un soutien suffisant et en raison, notamment, de l'opposition des Etats-Unis. Parallèlement, la Banque nationale plaida avec force pour une stratégie qui soit de nature à préserver la solidité financière du FMI par une pratique prudente des prêts, tant en termes de volume que de diversification, et une politique rigoureuse en matière de réserves, comprenant une approche conservatrice des réserves d'or détenues par le FMI.

Soutenir les activités du Fonds dans les pays à faible revenu

La loi fédérale concernant la participation de la Suisse aux institutions de Bretton Woods stipule que la Suisse doit s'inspirer des principes et des objectifs de sa politique de développement pour toute prise de position établie dans le cadre du FMI. Cette exigence s'est traduite au fil des années par un soutien constant apporté aux activités que le Fonds conduit dans les pays à faible revenu, activités qui visent à obtenir une réduction importante et durable

de la pauvreté par des mesures fondées sur des politiques qui encouragent la croissance, génèrent des emplois et apportent une aide aux plus démunis. Selon la Suisse, cet objectif général du FMI peut être poursuivi uniquement en étroite collaboration avec d'autres partenaires, dont la Banque mondiale.

Etant donné la nature des ressources générales du Fonds (réserves monétaires), le FMI ne peut accorder que des prêts classiques, consentis aux conditions du marché. Ces prêts ne sont toutefois guère appropriés pour des aides aux pays à faible revenu, qui dépendent de financements concessionnels. Aussi, lorsqu'il fournit une aide financière à un pays à faible revenu, le FMI agit-il habituellement à titre fiduciaire, acheminant les contributions bilatérales (ou le produit de ventes d'or du Fonds) via différents fonds fiduciaires. Les premiers prêts concessionnels datent de 1976, après la première vente d'or du Fonds. Cette pratique s'est développée dans les années quatre-vingt et nonante, avec l'apparition de trois nouveaux instruments: la facilité d'ajustement structurel (FAS) en 1986, la facilité d'ajustement structurel renforcée (FASR) en 1987 et la facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance (FRPC) en 1999. Il faut ajouter à ces instruments l'initiative en faveur des pays pauvres très endettés, que le FMI et la Banque mondiale ont lancée en 1996 pour ramener la dette extérieure des pays les plus pauvres à un niveau supportable. La contribution de la Suisse aux initiatives de ce genre a été substantielle. La Banque nationale a contribué pour sa part à la FRPC. L'effort de la Suisse n'a pas été seulement financier. Depuis qu'elle fait partie des institutions de Bretton Woods, elle prend une part active à la conceptualisation des instruments ainsi qu'à leur réalisation et prône une croissance de qualité, compatible avec le développement durable sur les plans social et environnemental.

Tout en adhérant aux principes généraux de l'engagement de la Suisse en faveur des pays à faible revenu, la Banque nationale a toujours insisté pour que soit préservé le caractère monétaire du FMI qui, selon elle, doit se montrer sélectif et concentrer ses efforts sur ses tâches et ses compétences de base et aider les pays à créer des conditions macroéconomiques stables. Le FMI n'a pas mandat de financer le développement. Il ne devrait pas, estime-t-elle, s'engager dans des prêts concessionnels de longue durée. Il conviendrait, en revanche, d'accroître pour les plus pauvres de ses membres les conseils de politique économique et l'aide technique.

Défendre les intérêts des pays membres du groupe

Les membres du groupe conduit par la Suisse ont tous connu au cours des quinze dernières années les problèmes douloureux que pose le passage d'une économie planifiée à l'économie de marché. Les accompagner dans cette transition a été pour la Suisse une priorité. Cela s'est traduit par une série d'initiatives, certaines bilatérales, d'autres faisant partie du soutien et de l'encouragement que la Suisse apporte aux initiatives multilatérales. A la première catégorie appartiennent le prêt au Fonds de stabilisation pour la Pologne en 1989, transformé en 1995 en subvention à la restructuration du système bancaire polonais, divers crédits relais destinés à faciliter le processus d'adhésion de certains pays (6.1.9), ainsi que les importantes ressources que divers départements fédéraux et la Banque nationale mettent depuis 1989 à disposition de l'aide technique destinée au groupe. Pour ce qui est des initiatives multilatérales, la Suisse a fortement encouragé la création, en 1993, de la facilité de transformation systémique (FTS) du FMI. Particulièrement bien adapté aux premiers stades du passage à l'économie de marché, cet outil a permis d'accéder aux ressources du Fonds moyennant une conditionnalité relativement restreinte. En 1996, la Confédération a accepté de financer au sein du FMI un «sous-compte Suisse» destiné à soutenir divers projets d'aide technique. En avril 2004, une contribution cumulative de 11,4 millions de francs a été accordée, dont une partie importante a été consacrée à l'aide technique à l'Asie centrale. Enfin, la Suisse a compté en 1997 parmi les promoteurs du quatrième amendement des statuts du FMI, qui vise à permettre une allocation spéciale et exceptionnelle de DTS dont profiteraient plus particulièrement les pays – parmi lesquels tous ceux du groupe conduit par la Suisse – ayant adhéré au FMI après 1981, année de la dernière allocation générale de DTS. Pour entrer en vigueur, cet amendement devra toutefois être ratifié par une majorité suffisante de gouverneurs. La Banque nationale n'a soutenu que du bout des lèvres, et uniquement par solidarité vis-à-vis des autres pays du groupe de vote, l'idée de cette allocation spéciale et exceptionnelle. Selon elle, le critère auquel sont traditionnellement subordonnées les allocations de DTS, à savoir une pénurie mondiale de réserves monétaires internationales, ne s'est pas trouvé rempli dans ce cas.

Promouvoir la transparence et la responsabilité

La Suisse, en tant que membre du FMI, s'attache également à promouvoir la transparence et la responsabilité dans le cadre d'un projet plus vaste qui vise à renforcer la bonne gouvernance au niveau des politiques et des institutions des Etats membres aussi bien qu'à celui du FMI lui-même. Comme tout

organisme public, le FMI doit constamment rendre compte de ses actes. Bien que tenu, *stricto sensu*, de n'en répondre que vis-à-vis des autorités de ses Etats membres, il est pressé depuis quelques années de motiver davantage ses choix. Une part plus grande de l'opinion s'intéresse à son activité et souhaite mener avec lui un dialogue constructif sur plusieurs aspects de celle-ci. La Suisse s'en félicite. Elle ne cesse, depuis une dizaine d'années, d'encourager une transformation qui fasse du FMI une institution plus transparente et plus ouverte, mais aussi une institution plus réceptive à la critique et plus prompte à tirer les leçons du passé. La création, en 2001, du Bureau indépendant d'évaluation (BIE), chargé de contrôler les activités du Fonds, a constitué à cet égard un pas important.

6.3 L'aide technique

WERNER HERMANN

6.3.1 Définition et genèse

Si les banques centrales n'ont pas toutes exactement le même mandat, nombre d'entre elles doivent relever des défis similaires. C'est pourquoi elles cultivent les échanges de vues entre établissements et collègues et collaborent avec succès dans beaucoup de domaines depuis de nombreuses années. Il leur est naturel de demander conseil et soutien à celle d'entre elles qui possède d'une question l'expérience la plus grande. Donner un simple conseil, former une équipe de spécialistes à une tâche nouvelle, travailler ensemble sur un projet, cette assistance peut prendre des formes diverses. Elle s'impose lorsqu'il n'existe pas de source plus compétente ou plus sûre pour constituer un savoir spécifique. Le terme sous lequel les banques centrales ont pris l'habitude de s'y référer est celui d'aide technique.

La Banque nationale fournit depuis longtemps une aide technique sporadique. Ainsi, durant la Seconde Guerre mondiale, elle mit un expert des questions monétaires à la disposition de la banque centrale d'Iran. Au cours des années septante, elle assista l'institut d'émission irakien dans le domaine du numéraire. Enfin, au début des années quatre-vingt, elle conseilla plusieurs banques centrales africaines.

Le passage des pays d'Europe orientale à l'économie de marché plaça leurs instituts d'émission face à de nouveaux défis auxquels ils n'avaient encore jamais été confrontés et, du coup, leur intérêt pour l'aide technique augmenta en flèche. Peu après, l'effondrement de l'URSS conduisit à l'émergence de

toute une série d'Etats souverains pour lesquels la définition d'une monnaie nationale constituait un moyen d'affirmer leur autonomie. Cette démarche supposait toutefois de leur part la création d'une banque centrale obligée d'acquiescer au préalable les connaissances nécessaires à l'accomplissement de sa tâche, d'où un nouveau bond des demandes d'aide technique.

Etant donné que ces jeunes instituts d'émission adressaient souvent leurs demandes à plusieurs banques centrales occidentales à la fois, il y eut des doublons et des problèmes de compétence. Aussi les gouverneurs du Groupe des Dix (G10) et de l'Autriche décidèrent-ils en 1990 de coordonner leur aide technique dans le cadre de la Banque des Règlements Internationaux (BRI). Connaissant bien chacun des pays en transition, le Fonds monétaire international (FMI), qui participait également aux réunions de coordination, fut le pivot de l'organisation de l'aide technique.

6.3.2 *Les principes directeurs*

Au début, la Banque nationale examinait les demandes d'aide technique au coup par coup. En 1992, la Direction générale institua un service central qui, depuis, les traite et les coordonne selon des principes uniformes. A ce moment-là, il n'existait pas encore de critères explicites, mais il était clair par exemple que la BNS devait traiter uniquement les demandes émanant d'organismes officiels et ne pas prendre elle-même d'initiatives en la matière. La Direction générale entendait décourager ainsi les excès de zèle. Elle ne refusait pas d'affecter temporairement à l'aide technique des spécialistes hautement qualifiés exerçant des fonctions d'encadrement, mais elle tenait à s'assurer du bien-fondé de leur affectation.

Formant un groupe de vote avec la Pologne et quelques pays de l'ex-Union soviétique, la Suisse a adhéré, la même année, aux institutions de Bretton Woods. La Direction générale a alors demandé que soit élaboré un concept pour l'aide technique, dont les principes ont été adoptés au début de 1993. Selon ces principes, l'aide doit porter sur des questions dans lesquelles les collaborateurs de la Banque nationale sont particulièrement versés. Les demandes émanant du groupe de vote conduit par la Suisse et les projets menés d'entente avec l'administration fédérale sont prioritaires, et l'aide est adaptée aux besoins du destinataire. La Direction générale souhaitait en outre que la Banque nationale concentre ses efforts sur les demandes d'assistance concernant des projets du FMI ou de la Banque mondiale.

Au début, et bien que l'aide technique exige une certaine souplesse sur le plan des ressources en personnel, la Direction générale n'a pas créé de postes supplémentaires. Ce n'est que vers la fin des années nonante, son poids étant

devenu considérable pour certains collaborateurs, que l'aide technique a été inscrite dans leur cahier des charges. Comparé à celui d'autres banques centrales, l'engagement de la BNS est resté toutefois plutôt modeste. Estimée à une année-personne en moyenne pour la première moitié des années nonante, la valeur de l'aide technique fournie par la Banque nationale a passé, à partir de l'an 2000, à quatre à cinq années-personnes.

6.3.3 *Les domaines d'activité*

Les nouveaux instituts d'émission des ex-républiques soviétiques sont généralement nés des succursales de la banque centrale d'URSS. Si leurs collaborateurs maîtrisaient en partie les opérations en numéraire dévolues à ce type d'établissement, ils n'avaient en revanche qu'une notion insuffisante des tâches incombant à la centrale. Une fois leur monnaie nationale émise, la plupart de ces nouveaux instituts d'émission ont eu besoin d'être conseillés pour l'organisation de leur approvisionnement en numéraire et, plus tard, pour le placement de leurs réserves monétaires. Ainsi, dès la fin de 1992, une relation de conseil, intense et durable, s'est établie avec la banque centrale kirghize. D'autres instituts d'émission du groupe de vote suisse ont eu dans un premier temps de la peine à formuler leurs besoins, qui ne coïncidaient d'ailleurs pas toujours avec le soutien que la Banque nationale était en mesure de leur fournir. Ces difficultés tenaient souvent au fait que le cahier des charges de ces banques centrales était beaucoup plus étendu que celui de la BNS, de sorte qu'une bonne partie des demandes formulées n'entraient pas du tout dans le cadre de son mandat d'assistance. Autre problème rencontré à l'origine, celui des langues: rares étaient les collaborateurs de ces banques centrales qui connaissaient l'anglais, et personne, à la BNS, ne maîtrisait le russe.

L'aide que la Banque nationale, à la demande du FMI, fournit en 1993 à l'institut d'émission kirghize est un bon exemple du déroulement de ce genre de projet. La Direction générale délégua d'abord sur place le responsable des placements de devises. Sa mission consistait à créer un département chargé de gérer les liquidités de l'économie kirghize et de placer à l'étranger, selon des critères professionnels, les réserves monétaires à constituer. Une telle mission ne pouvait évidemment pas être remplie en quinze jours. Aussi un programme de formation fut-il lancé, au cours duquel des spécialistes des placements de devises firent des séjours réguliers au Kirghizistan, dans le but de familiariser leurs collègues locaux avec les fondements de la gestion des liquidités et du négoce des obligations d'Etat américaines, mais aussi de leur donner une formation sur le tas. Plusieurs collaborateurs de l'institut d'émission kirghize

firent en outre de brefs stages pratiques à la BNS. Cette dernière conduisit par la suite des projets similaires avec les banques centrales d'Azerbaïdjan, de Serbie et du Monténégro.

Dans d'autres cas, il ne s'agissait pas de former des collaborateurs, mais de soutenir une banque centrale dans ses négociations, soit en lui adjoignant un expert, soit en la faisant tout simplement profiter de la notoriété internationale de la BNS. Cette dernière assista par exemple l'institut d'émission du Tadjikistan en 2001, lors du rééchelonnement de sa dette, et aida ce pays à obtenir de l'UE, son principal créancier, qu'elle en efface une bonne partie.

Le trafic des paiements sans numéraire, dont la Banque nationale avait été un pionnier mondial en lançant en 1987 le *Swiss Interbank Clearing*, a constitué lui aussi un domaine important de l'aide technique.

6.3.4 Le Centre d'études de Gerzensee

A l'occasion de son 75^e anniversaire, la Banque nationale a créé la Fondation du Centre d'études de Gerzensee et fait l'acquisition de la propriété *Neues Schloss* à Gerzensee, un village situé au sud de Berne. Ce centre a été officiellement inauguré le 6 mai 1986, après d'importants travaux de rénovation et de transformation. Il est consacré à la formation des collaborateurs de banques centrales, au premier rang desquels figurent ceux des pays en développement. Grâce à la qualité de ses cours et de ses conférences, le Centre s'est acquis en peu de temps une grande renommée.

Des collaborateurs de plus de 150 banques centrales y ont suivi ces dernières années des séminaires de deux ou trois semaines sur la politique monétaire, l'économie financière et la surveillance des banques. Ces séminaires sont dirigés par des spécialistes suisses et étrangers, engagés pour l'occasion.

Depuis 1992, le Centre propose également un programme destiné aux doctorants en sciences économiques des universités suisses. La durée de la formation est d'une année. Dispensés par des professeurs appartenant aux meilleures universités des Etats-Unis et d'Europe, les cours représentent une valorisation considérable des études de doctorat suisses et confèrent à ceux et à celles qui les suivent des connaissances du plus haut niveau. Des cours d'une semaine sur divers sujets économiques complètent l'offre.

Le Centre d'études est également un lieu de rencontres. Il organise régulièrement, à l'intention d'un public de scientifiques et de cadres de banques centrales, des conférences internationales dont les comptes rendus sont fréquemment publiés dans des revues spécialisées.

Sources

Articles of Agreement (1993), Fonds monétaire international, Washington DC.

BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (diverses années), ABNS.

BNS, *Rapport de gestion* (diverses années), Bibliothèque de la BNS.

Convention (1992) entre le Conseil fédéral suisse et la Banque nationale suisse relative à l'application du statut de membre du Fonds monétaire international (FMI), 16 septembre, ABNS.

FF, Feuille fédérale (diverses années).

Message (1983) relatif à l'adhésion de la Suisse aux Accords généraux d'emprunt, 29 juin, FF 1983 II 1396–1427.

Message (1984) à l'appui de la prorogation et de la modification de l'arrêté fédéral sur la collaboration de la Suisse à des mesures monétaires internationales, 5 septembre, FF 1984 II 1511–1525.

Message (1991) concernant l'adhésion de la Suisse aux institutions de Bretton Woods, 15 mai, FF 1991 II 1121–1378.

Message (1994) concernant la participation de la Suisse à la facilité d'ajustement structurel renforcée et prolongée du Fonds monétaire international (FASR II), 29 juin, FF 1994 III 1381–1414.

Message (1997) relatif à l'adhésion de la Suisse aux Nouveaux accords d'emprunt, 14 mai, FF 1997 III 933–966.

Message (2002) concernant la révision de la loi sur la Banque nationale, 26 juin, FF 2002 5645–5856.

Message (2003) relatif à la loi fédérale sur l'aide monétaire internationale (loi sur l'aide monétaire, LAMO), 21 mai, FF 2003 4306–4327.

RO, Recueil officiel du droit fédéral (diverses années).

Bibliographie

Kaaser, D. (2004), *La longue marche vers Bretton Woods. Chronique des relations de la Suisse avec le Fonds monétaire international et la Banque mondiale*, Georg Editeur, Chêne-Bourg/Genève.

Klauser, P. (1987), «Schweizerische Rechtsgrundlagen der internationalen Währungshilfe», dans *Monnaie et conjoncture*, bulletin trimestriel de la BNS, 5 (2), pp. 143–154.

7 La stabilité du système financier dans l'optique de la Banque nationale

7.1 L'intérêt croissant de la Banque nationale pour la stabilité systémique

URS W. BIRCHLER

7.1.1 L'importance des banques pour la politique monétaire

L'intérêt accru de la Banque nationale pour les questions relatives à la stabilité du système bancaire et financier a fortement marqué la politique de l'institut d'émission au cours du quart de siècle passé. Les marchés financiers, et le secteur bancaire en particulier, ont toujours fait le lien entre l'économie réelle et l'approvisionnement en numéraire. Mais après l'effondrement du système de Bretton Woods en 1973 et le passage à la gestion de la masse monétaire, la Banque nationale a dû reconnaître que l'évolution du système bancaire pouvait entraver directement la politique monétaire.

Ainsi, la mise en place du *Swiss Interbank Clearing* (SIC) et la révision des dispositions légales régissant les liquidités, qui sont intervenues toutes deux en 1988, ont provoqué un recul, dont l'ampleur était difficilement prévisible, de la demande de monnaie de banque centrale. En outre, les crises bancaires qui ont défrayé la chronique à l'étranger, ou la débâcle du Crédit Suisse à Chiasso en 1977, sont venues rappeler, au terme de plusieurs décennies de prospérité des banques helvétiques, que le secteur bancaire pouvait porter en lui les germes de perturbations sérieuses.

Au début des années quatre-vingt, la Banque nationale s'est mise à observer plus attentivement l'évolution du secteur bancaire. Elle s'est également concentrée davantage sur les sources de perturbations microéconomiques qui pouvaient trouver leur origine dans le comportement des divers établissements. Mais la Banque nationale a d'abord continué de considérer que sa principale contribution à la stabilité du système bancaire résidait dans le maintien de la stabilité des prix, y compris à travers sa fonction de prêteur ultime qui permet, en cas de crise du système bancaire, d'alimenter tout ou partie de ce dernier en liquidités supplémentaires.

Durant les années qui ont suivi, l'internationalisation croissante des opérations bancaires et les développements sur les marchés financiers ont rendu la BNS plus sensible à la vulnérabilité des banques, voire à celle du système bancaire tout entier. La Banque nationale a pris conscience des dangers de contagion à l'échelle internationale qui pouvaient résulter de l'effondrement

d'une seule banque, et des risques de perturbation que la défaillance d'un pan entier du marché pouvait faire peser sur l'ensemble du système. En outre, les banques centrales, sous l'impulsion notamment de la Banque des Règlements Internationaux (BRI), ont pris une part plus large au débat international sur l'opportunité d'une réglementation adéquate des banques, des marchés financiers et des systèmes de paiement. Pour toutes ces raisons, la Banque nationale a entrepris au cours des vingt-cinq dernières années, et plus encore vers la fin de cette période, de jouer un rôle plus actif dans le domaine de la stabilité systémique – rôle qui lui est d'ailleurs dévolu depuis lors par la loi sur la BNS.

Cette mission consiste essentiellement à identifier à l'avance les développements susceptibles d'affecter le système bancaire dans son ensemble (un krach boursier par exemple) ou de se propager au sein de ce système (par le biais du marché interbancaire ou à la suite d'une crise de confiance) et à en combattre les conséquences. La Banque nationale a donc concentré son attention sur des menaces systémiques qui, souvent, sont difficilement décelables au niveau d'une banque isolée. A ses yeux, la stabilité de chacun des établissements bancaires constitue un préalable à la stabilité systémique, étant entendu que leur surveillance demeure de la compétence de la Commission fédérale des banques (CFB).

Les marchés financiers ont connu dans l'intervalle une mutation en profondeur (7.2) qui, à son tour, a entraîné des changements majeurs dans la nature des opérations bancaires (7.3). La Banque nationale a ainsi été amenée à reconsidérer son rôle de prêteur ultime (7.4), à endosser la surveillance d'importants systèmes de paiement et à faire en sorte que la loi sur la Banque nationale soit adaptée à la nouvelle donne (7.5).

7.1.2 Les problèmes des banques à l'étranger et en Suisse

Le premier signe avant-coureur de cette évolution fut, en juin 1974, la faillite de la banque allemande Herstatt, qui révéla de façon dramatique le danger d'une contagion internationale. A sa fermeture en effet, l'établissement en question comptait encore, sous différents fuseaux horaires, un nombre considérable de positions ouvertes en devises. Cette expérience conduisit à la création, en 1974, du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire, les banques centrales affichant ainsi expressément leur intérêt pour les questions de surveillance des banques; elle conduisit également à la mise au point de systèmes de paiement capables de limiter les engagements réciproques des banques au cours d'une même journée. C'est, enfin, à ce moment-là que les marchés financiers cherchèrent à se libérer du carcan de réglementations

remontant à la Seconde Guerre mondiale ou datant du régime des changes fixes. Aussi la Banque nationale se vit-elle confrontée de manière accrue à des questions relevant de la réglementation et de la stabilité du système bancaire.

Les problèmes de nature microéconomique demeuraient cependant circonscrits à l'étranger: ainsi, au début des années quatre-vingt, les soubresauts de la crise pétrolière sonnèrent le glas d'un bon nombre de banques espagnoles. Aux Etats-Unis, il en alla de même de toute une série de caisses d'épargne et de prêts; les interventions du législateur dans les mécanismes du marché, à savoir l'instauration d'un plafond pour les taux d'intérêt servis sur les dépôts et d'une garantie étendue sur ceux-ci, avaient provoqué une accumulation de risques cachés. Lorsque la situation économique se détériora et que les taux des dépôts furent libérés, les pertes sur crédits et le renchérissement des refinancements qui en avaient résulté firent vaciller des pans entiers du système bancaire américain. Vers la fin des années quatre-vingt, les pays scandinaves, à commencer par la Norvège et la Suède, subirent à leur tour une grave crise bancaire après l'éclatement de la bulle spéculative sur les marchés de l'immobilier.

Les années nonante, enfin, ont illustré tout le spectre des crises bancaires possibles et imaginables: la déconfiture de la *Bank of Credit and Commerce International* (BCCI), domiciliée au Royaume-Uni (1991), puis celle de la *Bank Barings* (1995) ont découlé de problèmes internes rencontrés par des banques isolées. La longue décennie de fléchissement du secteur bancaire japonais avait mis en évidence l'exemple contraire, à savoir celui d'un problème étendu à l'ensemble du système. Les systèmes bancaires de nombreuses économies émergentes du Sud-Est asiatique et d'Amérique du Sud ont été eux aussi durement touchés: il s'agissait là, dans la plupart des cas, d'événements liés à des problèmes de balance des paiements. Enfin, bon nombre de banques des anciens pays à commerce d'Etat d'Europe de l'Est se sont révélées non viables dans des conditions de marché.

Au début des années nonante, le système bancaire suisse lui-même s'est trouvé mis à l'épreuve: la concurrence entre banques s'étant accentuée, elle a, dans le contexte de la suppression des cartels et d'autres dispositions peu favorables à la concurrence, exacerbé la sensibilité des établissements à un repli de la conjoncture. Les problèmes rencontrés par les banques émanaient surtout de l'immobilier qui, au terme d'une hausse sans précédent des prix, avait conduit toute une série d'établissements, et notamment de banques régionales, au bord de la faillite. Cette crise, restée qualifiée – par une simplification un peu facile – de crise des banques régionales, fut la première épreuve

sérieuse que le système bancaire suisse ait eu à affronter depuis la crise bancaire, autrement plus sévère, des années trente. Le secteur bancaire a fini par surmonter en grande partie de lui-même ce mauvais pas. Il en a néanmoins résulté une plus forte concentration sur le marché bancaire helvétique.

7.1.3 Une mission nouvelle: la stabilité systémique

Les problèmes qui ont secoué les banques à l'étranger et en Suisse ont incité la Banque nationale à jouer un rôle plus actif dans la stabilité du système bancaire. Au début des années quatre-vingt, la Direction générale a créé sur le plan interne une unité d'organisation chargée d'étudier les questions relatives aux banques et à la réglementation. C'est à ce moment-là aussi que la Banque nationale a commencé à étendre ses statistiques à ces questions. Il était devenu évident qu'en dépit d'une conduite des affaires réputée solide, les banques suisses n'étaient pas forcément à l'abri de crises. Quand, en particulier, des fluctuations de l'environnement macroéconomique coïncidaient avec le démantèlement d'obstacles à la concurrence, les banques – les expériences vécues dans le pays et à l'étranger l'avaient suffisamment démontré – pouvaient rapidement se retrouver aux prises avec des difficultés. Grâce à la surveillance exercée par la CFB, les problèmes qui survenaient en Suisse avaient pu être identifiés avant qu'ils ne gagnent l'ensemble du système. Il n'en était pas moins apparu qu'en dépit des contrôles certaines banques pouvaient se retrouver insolvables.

C'est également au début des années quatre-vingt que, pour toutes ces raisons, la Banque nationale a institutionnalisé sa coopération avec la CFB, responsable de la surveillance des établissements bancaires. Depuis décembre 1985, la Direction générale de la BNS et les dirigeants de la CFB se rencontrent deux fois par an pour discuter de questions de fond. Au fil des ans, les contacts sont devenus plus étroits, y compris au niveau technique. La Banque nationale fournit en effet à la CFB des chiffres et des analyses qu'elle extrait de sa statistique bancaire. Elle contribue également aux tâches de la CFB sur le plan matériel: elle a notamment mis au point une méthode permettant de mesurer les risques de variation des taux d'intérêt encourus par les banques. D'autre part, la Banque nationale s'est associée aux travaux destinés à évaluer la faculté de résistance (*stress testing*) des banques.

Si la gestion des crises assurée par la communauté des banques suisses a fait ses preuves, les instruments prévus par la loi sur les banques se sont par contre révélés peu adéquats en présence de difficultés sérieuses. La Banque nationale en a conclu que les autorités ne devaient plus, dès lors, s'en remettre à la capacité des banques à se prêter collectivement assistance, ni se contenter

de l'arsenal législatif en vigueur. Elle s'est donc engagée en faveur d'une révision des dispositions y relatives de la loi sur les banques.

Il était devenu tout aussi évident que la Banque nationale n'avait plus les moyens de jouer efficacement son rôle de prêteur ultime. D'un côté, les dispositions légales en vigueur étaient trop restrictives et manquaient de souplesse (9.6.5). De l'autre, on mesurait, à de nombreux exemples, combien il était difficile de juger de la solvabilité d'une banque en cas de crise et même de distinguer l'insolvabilité d'un simple cas d'illiquidité. La Banque nationale a toutefois continué de voir dans la solvabilité la condition *sine qua non* d'une aide sous forme d'injection de liquidités. Elle a toujours refusé d'envisager des mesures qui iraient au-delà, ne serait-ce qu'en raison de l'effet d'annonce et des incitations qui pourraient en découler. C'est pourquoi elle a décidé de porter, à titre préventif, une grande attention à la stabilité du système financier, entendant par stabilité systémique l'aptitude des systèmes de paiement et des banques à assumer leur rôle de vecteur macroéconomique dans le déroulement des paiements et dans la médiation entre créanciers et débiteurs, et ce, même en des temps difficiles ou en cas de perturbations externes.

Les expériences des années nonante ont incité la Banque nationale à reconsidérer son statut de prêteur ultime. Lors de la révision de la loi sur la Banque nationale, elle a obtenu qu'il soit fait expressément mention de sa contribution à la stabilité du système bancaire, mais aussi que soient redéfinies ses tâches et précisés les instruments à sa disposition dans ce domaine. En vue de la mise en œuvre de la nouvelle loi sur la Banque nationale, elle a donc étendu ses moyens de surveillance des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres.

7.2 L'évolution des marchés financiers

VINCENT CRETOL

7.2.1 L'intérêt de la Banque nationale pour les marchés financiers

En raison de son intérêt croissant pour la stabilité du système financier, la Banque nationale suit de près l'évolution des marchés financiers. Mais cet intérêt se justifie également pour d'autres motifs. En premier lieu, les soubresauts des marchés financiers provoquent parfois des perturbations qui nécessitent une adaptation de la politique monétaire. Ensuite, l'approvisionnement en liquidités s'effectue par le biais d'opérations sur les marchés, et la Banque nationale doit s'assurer que les marchés sur lesquels elle intervient

fonctionnent de manière ordonnée. Enfin, son activité de gestionnaire de patrimoine exige de la Banque nationale qu'elle maîtrise les instruments financiers dans lesquels elle investit ses actifs.

Au cours des vingt-cinq dernières années, les marchés financiers ont connu un développement impressionnant. Le stock des instruments traditionnels de collecte et d'affectation de l'épargne a fortement augmenté. Le recours aux instruments dérivés s'est banalisé et son horizon s'est élargi. En outre, de nouveaux intermédiaires financiers ont pris de l'importance. Naguère limités aux espaces nationaux et segmentés, les marchés financiers se sont globalisés.

7.2.2 *L'évolution des instruments traditionnels d'épargne et d'investissement*

La première fonction des marchés financiers est de permettre la rencontre de l'épargne et de l'investissement. La circulation du capital des prêteurs vers les emprunteurs s'opère essentiellement par l'intermédiaire de trois canaux: l'acquisition de titres de propriété négociables (actions), celle de reconnaissances de dette négociables (obligations) et l'intermédiation bancaire. Par ce dernier moyen, les banques replacent les dépôts qui leur ont été confiés en assumant le risque de non-remboursement des crédits octroyés. Une étude a montré que le stock mondial de ces instruments avait décuplé entre 1980 et 2004 pour atteindre 118 000 milliards de dollars des Etats-Unis¹, soit l'équivalent de trois fois le PIB mondial, contre une fois seulement en 1980.

Entre ces deux dates, la capitalisation globale des actions d'entreprises négociées sur les principales places boursières a passé de 2800 milliards à 33 000 milliards de dollars. Sa part au stock financier mondial s'est ainsi légèrement accrue, pour s'élever à 28%. Elle a néanmoins connu des variations importantes, atteignant 38% au maximum en 1999, juste avant l'éclatement de la bulle spéculative qui s'était formée sur les valeurs technologiques. La capitalisation boursière a principalement progressé en raison de l'augmentation de la valeur des sociétés déjà cotées. Cette évolution s'explique par la croissance des profits et par une évaluation plus favorable des perspectives, laquelle s'est traduite par une amélioration des ratios cours/bénéfices. Les programmes de privatisation d'entreprises publiques en Europe et les nombreuses entrées en bourse de sociétés privées aux Etats-Unis ont également contribué à l'augmentation de la capitalisation boursière. En revanche, les programmes de rachat d'actions, lancés surtout à partir des années nonante, eurent tendance à freiner cette évolution. En Suisse, la capitalisation boursière

1 McKinsey (2005).

s'est également inscrite en forte hausse, passant de 76 milliards de francs à 780 milliards de francs.

L'évolution du marché obligataire n'eut rien à envier à celle de la Bourse: le montant global des obligations en portefeuille atteignait environ 58 000 milliards de dollars en 2004, contre moins de 4 000 milliards de dollars en 1980². A partir des années nonante, le segment le plus dynamique et innovateur du marché a été celui des obligations d'entreprises. Il connut une croissance voisine de 10% par an et représentait près de 30% du marché obligataire total en 2004. Amorcé aux Etats-Unis, le processus de titrisation des crédits bancaires – essentiellement dans les domaines des crédits hypothécaires et des crédits de consommation courante – se propagea aux autres marchés des pays développés et contribua à l'augmentation des émissions d'obligations privées. Un autre segment très dynamique fut celui des obligations internationales et en particulier celui des obligations émises sur l'euro-marché. Les obligations internationales représentaient près de 20% du marché obligataire en 2004, contre 12% en 1990. Le marché obligataire est toutefois resté dominé par l'activité des débiteurs souverains, auxquels est revenue plus de la moitié de l'encours. Les déficits budgétaires accumulés ont contraint les gouvernements à accroître leur endettement. Ainsi, la dette brute des sept pays industriels les plus importants du G7 a passé de 44% du PIB en 1980 à 82% en 2004. Cette évolution préoccupante eut cependant un effet positif: celui de favoriser la liquidité du marché, liquidité qui bénéficia également de la standardisation des émissions et du recours accru à des instruments négociables pour financer la dette publique.

Le marché obligataire en francs suisses a progressé à un rythme inférieur à la moyenne, passant de 95 milliards de francs en 1980 à 530 milliards en 2004. A cette date, il représentait moins de 1% du marché mondial. Dans les années quatre-vingt, ce marché bénéficia de la présence accrue d'émetteurs étrangers, en particulier japonais. La progression des années nonante fut stimulée par l'évolution de l'endettement de la Confédération, qui augmenta de 89 milliards entre 1990 et 2004 pour atteindre 127 milliards de francs.

Une partie de la croissance du marché obligataire se fit au détriment de l'évolution des dépôts bancaires, qui passèrent tout de même – toujours selon l'étude citée plus haut – de 5 400 milliards en 1980 à 35 400 milliards de dollars en 2004. Globalement, les dépôts bancaires représentaient à cette date toujours près de 30% du stock mondial, contre 45% en 1980. Cette proportion était plus élevée au Japon et en Europe qu'aux Etats-Unis.

2 BRI, Rapport trimestriel (diverses années). Merrill Lynch (2004).

7.2.3 *L'expansion des marchés de produits dérivés*

La seconde fonction des marchés financiers consiste à faciliter la gestion de certains risques. Au cours des dernières années, elle a gagné en importance grâce à l'essor des produits financiers dérivés. L'invention de ces instruments n'est pas nouvelle, puisqu'on en trouve déjà des traces sur les marchés agricoles au XVIII^e siècle. Mais la plus forte volatilité qui a découlé du passage aux changes flottants a engendré une vive progression de la demande pour ce genre de produits sur les marchés financiers. Les progrès de la théorie financière et de l'informatique permettant à l'offre de satisfaire cette demande, les conditions d'un fort développement du marché des produits dérivés se sont ainsi trouvées réunies.

Les produits dérivés constituent des promesses de paiement, fixes ou contingentes, basées sur l'évolution d'un actif sous-jacent. Les plus courants d'entre eux sont les contrats à terme, les options et les swaps. En règle générale, les produits dérivés sont négociés par des intermédiaires financiers et non pas directement entre utilisateurs finaux. Ils sont principalement de deux types: les instruments négociés sur des plate-formes d'échange organisées et les instruments négociés de gré à gré par une institution financière particulière. Les avantages des premiers résident dans leur meilleure liquidité et un plus faible risque de crédit, ceux des seconds dans la possibilité d'être élaborés sur mesure et d'obéir à une réglementation moins contraignante.

Les statistiques de la Banque des Règlements Internationaux (BRI) reflètent la vigueur de l'expansion des produits dérivés depuis 1986. L'encours notionnel des actifs sous-jacents à ces instruments (futures et options sur taux d'intérêt, devises et indices boursiers négociés sur les marchés organisés) a augmenté à un rythme annuel de 25% pour atteindre 47 000 milliards de dollars à la fin de 2004. A cette somme, il convient d'ajouter le montant des dérivés négociés de gré à gré, soit plus de 248 000 milliards de dollars. La valeur brute de marché de ces produits dérivés ne représentait toutefois qu'une fraction de ce montant (9100 milliards de dollars), et le risque de crédit en résultant était limité à 2000 milliards de dollars, grâce aux conventions de netting entre participants et à l'utilisation accrue de collatéral.

Confinés d'abord à la gestion des risques de marché (cours de change, taux d'intérêt, cours boursiers, prix des matières premières), les produits dérivés ont progressivement gagné de nouveaux horizons. Depuis le milieu des années nonante, ils sont également utilisés pour gérer le risque de crédit. Leurs revenus dépendent de l'évolution des marges d'intérêt pour les débiteurs de moindre qualité, de la probabilité d'une faillite ou de la dégradation de la qualité d'un débiteur. En juin 2004, ils représentaient 3% de l'ensemble des

produits dérivés. De nouveaux types de produits dérivés basés, par exemple, sur des indicateurs économiques, des indices démographiques (*longevity bonds*) ou même des statistiques météorologiques ont été lancés plus récemment. Leurs possibilités de développement paraissent sans limites. Il suffit pour cela qu'une demande non négligeable existe pour un produit standard, que la valeur de l'actif sous-jacent ne soit pas manipulable et qu'elle présente des propriétés statistiques modélisables.

Les risques potentiels découlant de la croissance des produits dérivés ont fait l'objet de nombreuses analyses de la part des banques centrales. Ces travaux, auxquels la Banque nationale participa, sont arrivés à la conclusion que les produits dérivés étaient fondamentalement bénéfiques, puisqu'ils permettent à leurs utilisateurs une meilleure gestion des risques. Toutefois, les analyses ont identifié également certaines lacunes. Ainsi s'est-on efforcé de limiter les risques de règlement et de contrepartie inhérents aux produits dérivés et d'en tenir compte dans le calcul des besoins en capital découlant de l'exposition au risque de marché des institutions bancaires³.

7.2.4 L'émergence des investisseurs institutionnels

Si l'intermédiation bancaire au sens étroit (dépôts et crédits) a perdu de son importance au cours des vingt-cinq dernières années, d'autres intermédiaires ont joué un rôle accru dans la collecte et le placement de l'épargne. Il s'agit en particulier des compagnies d'assurance, des fonds de pension et des sociétés d'investissement. Aujourd'hui, ces investisseurs institutionnels exercent une influence considérable sur les marchés. En 2001, ils géraient 35 000 milliards de dollars d'actifs, contre 14 000 milliards en 1990⁴. En Suisse, les investisseurs institutionnels disposaient en 2001 également pour plus de 1 000 milliards de francs d'actifs sous gestion. La part des caisses de pension indépendantes s'élevait alors à 49%, celle des compagnies d'assurance, à 37% et celle des sociétés d'investissement, à 14%.

La croissance et le développement des investisseurs institutionnels ont eu un effet marqué sur la taille, la microstructure et la capacité d'innovation des marchés financiers. Ainsi, leurs exigences plus pointues en matière de contrôle des risques ont favorisé le développement de l'ingénierie financière. En outre, les impulsions données par les investisseurs institutionnels ont contribué de manière déterminante à l'amélioration de la qualité des informations financières, ainsi qu'à la liquidité et à la sécurité des systèmes de négoce et de

3 BRI (1992b, 1994 et 1995).

4 OCDE (1998 et 2003).

règlement des titres. Les investisseurs institutionnels ont également mis en pratique de manière systématique les enseignements de la théorie financière en matière de gestion de fonds.

Une catégorie particulière d'investisseurs institutionnels à avoir exercé une influence grandissante sur les marchés financiers est celle des fonds d'arbitrage (*hedge funds*). Ces fonds sont des véhicules privés de placement qui suivent différentes stratégies d'investissement dans le but de dégager un taux élevé de rendement absolu. Les actifs gérés par les fonds d'arbitrage ont passé de moins de 40 milliards en 1990 à plus de 1000 milliards de dollars en juin 2005. Les gestionnaires de ces fonds disposent d'une grande liberté de manœuvre et leur rémunération est étroitement liée à leur performance. Le recours à l'effet de levier est également une caractéristique centrale des fonds d'arbitrage, auxquels on a souvent reproché d'exercer une influence déstabilisatrice sur les marchés. Lors de la crise du fonds LTCM en 1998, la Réserve fédérale de New York dut intervenir pour permettre une liquidation ordonnée de ce fonds. A cette occasion, il est apparu qu'un effet de levier exagéré pouvait constituer un risque potentiel pour le système financier. Après cette expérience, de nombreuses instances, dont les banques centrales, analysèrent l'influence des fonds d'arbitrage sur les marchés et évaluèrent le besoin d'une réglementation supplémentaire. La Banque nationale participa également à ces travaux. Elle était de l'avis qu'en règle générale les fonds d'arbitrage rendent les marchés financiers plus liquides, plus efficaces et plus flexibles, mais qu'il était possible que certains segments de cette industrie accentuent parfois des tendances déjà existantes ou provoquent des discontinuités, voire des renversements brutaux, dans l'évolution des prix. Concernant les risques sur le plan de la stabilité du système financier, la Banque nationale arriva à la conclusion que le danger restait faible, dans la mesure où les principales relations d'affaires des fonds d'arbitrage, en général des banques globales d'investissement, pratiquent une politique prudente et disciplinée de gestion des risques⁵.

7.2.5 La globalisation croissante des marchés financiers

Les vingt-cinq dernières années ont connu un net renforcement de la globalisation des marchés financiers. Cette tendance a obéi à la même logique économique que celle qui a prévalu sur les marchés des biens et des services. Des marchés financiers globalisés permettent de diriger l'épargne individuelle là où elle est la plus productive. Ils autorisent en particulier les économies nationales à dissocier les décisions d'épargne et d'investissement. Les

5 Hildebrand (2005). BNS (2005a), p. 23.

marchés financiers s'étaient ouverts progressivement à partir des années soixante, mais au début des années quatre-vingt ils demeuraient fortement segmentés. A cette époque, le stock global d'actifs placés à l'étranger correspondait à quelque 25% du PIB mondial. Cette proportion était nettement supérieure à celle de 1960 (6%). Toutefois, elle ne dépassait guère le niveau estimé de 1914, année qui avait marqué le pic de la période de globalisation du début du XX^e siècle. Depuis 1980, la proportion des actifs placés à l'étranger a continué de progresser pour atteindre 90% du PIB en 2000⁶. Les chiffres pour la Suisse, petite économie ouverte et place financière par excellence, sont encore plus impressionnants. En 2003, les actifs investis à l'étranger représentaient 550% du PIB, contre 175% en 1983. L'influence des investisseurs étrangers s'est renforcée sur tous les marchés. Sur le marché américain, par exemple, la part des détenteurs étrangers d'actions a été multipliée par trois entre 1975 et 2003 et celle des détenteurs étrangers d'obligations d'entreprises par 25. De même, les détenteurs américains de portefeuilles d'actions investissaient 12% en titres étrangers en 2000, contre 1% vingt ans plus tôt. Proportion accrue, mais néanmoins bien plus faible que celle qui aurait résulté d'une optimisation motivée uniquement par des considérations de risque et de rendement. Le biais en faveur des placements indigènes restait donc important.

Parmi les facteurs qui favorisèrent la globalisation des marchés, on peut citer notamment les progrès technologiques enregistrés dans les domaines de la transmission et du traitement des informations, l'émergence des investisseurs institutionnels et, en Europe, la réalisation du Marché intérieur et de l'Union monétaire. La diminution des entraves légales à la circulation des capitaux joua également un rôle fondamental. Dans les pays développés, il fallut tout de même attendre le début des années nonante pour voir sauter les dernières barrières entravant la liberté de circulation du capital. A cet égard, la Suisse fit longtemps œuvre de pionnier en Europe. Dans les pays émergents, le mouvement a été plus lent: le niveau de libéralisation qui y fut atteint en 2000 correspond à celui auquel les pays développés étaient parvenus vingt ans plus tôt⁷. Mais depuis la crise financière asiatique de 1998, il a été jugé préférable que certaines conditions de stabilité financière interne soient réunies avant que l'on ne procède à une libération complète des mouvements de capitaux.

On pourrait penser que le moteur principal des mouvements internationaux de capitaux réside dans les écarts des niveaux d'épargne et d'investissement

6 Obstfeld et Taylor (2004).

7 Miniane (2004).

nationaux et dans les opportunités qui en découlent. Mais l'évolution des flux bruts et nets de capitaux entre les pays en donne une tout autre image. Ce sont en effet les positions brutes des pays développés envers d'autres pays développés qui ont le plus fortement augmenté, alors que les positions nettes sont demeurées modestes. A cet égard, la Suisse, avec sa fortune extérieure nette correspondant à 140% de son PIB, constitue plutôt une exception. Cette dichotomie entre positions brutes et nettes tendrait à accréditer la thèse selon laquelle les mouvements internationaux de capitaux résultent d'abord de la volonté des investisseurs des pays développés de diversifier leurs actifs hors des frontières nationales. La prépondérance des flux financiers entre pays développés a eu pour corollaire le fait que la participation des pays émergents aux marchés financiers est restée inférieure à leur importance économique. Alors que ces pays représentaient 25% du PIB mondial à la fin de 2003, leur part à la capitalisation boursière mondiale n'était que de 13% et celle au stock obligataire mondial, de moins de 6%.

7.2.6 Les conséquences pour la stabilité des marchés financiers

La croissance de l'activité financière, la multiplication des instruments dérivés, l'émergence de nouveaux intermédiaires financiers et la globalisation accrue des flux financiers ont-elles rendu les marchés financiers plus instables au cours des vingt dernières années? Fondamentalement, ces évolutions tendraient plutôt à améliorer l'efficacité des marchés. Les ménages et les entreprises disposent en effet d'une gamme plus variée de services financiers. Ils sont en mesure de s'assurer contre des risques face auxquels ils demeuraient autrefois sans protection. En outre, ils peuvent accéder plus rapidement à l'information et celle-ci est de meilleure qualité. De même, la liquidité accrue du marché permet d'absorber sans fluctuation de cours des opérations plus importantes. Tout serait-il donc pour le mieux dans le meilleur des mondes? Les crises financières survenues au cours des vingt-cinq dernières années incitent à une certaine prudence. Depuis 1980, on a dénombré deux krachs boursiers (1987 et 2000), une crise aiguë du Système monétaire européen (1992), ainsi que six crises majeures dans les pays émergents. De son côté, le FMI a identifié 64 crises bancaires et 79 crises de change de moindre importance entre 1970 et 1998. Comment concilier ces crises avec l'amélioration de l'efficacité des marchés financiers?

Il faut tout d'abord noter que les crises financières ne sont pas toujours le reflet d'un mauvais fonctionnement des marchés financiers. Le prix d'un instrument financier équivaut à la valeur actuelle de ses flux de paiements futurs. Cette valeur va par conséquent dépendre de nombreux paramètres,

qui peuvent varier en fonction des anticipations des agents économiques. Il n'est dès lors pas étonnant que des événements inattendus puissent provoquer une correction brutale du prix de certains actifs et, partant, entraîner dans les cas les plus extrêmes une crise financière. De même, le phénomène de contagion des crises financières s'explique très souvent par des raisons fondamentales (sensibilité aux mêmes chocs, dépendance économique) et n'est pas forcément le signe d'une réaction exagérée des marchés financiers. La plus grande interdépendance qui caractérise les marchés financiers n'est donc que le reflet de la plus grande intégration des économies nationales.

La recrudescence de crises pourrait également n'être qu'un phénomène transitoire, propre à une période de développement de nouveaux marchés⁸. Le bon fonctionnement du système financier dépend d'une circulation sans entrave de l'information et d'une bonne discipline du marché. Des agents économiques doivent se familiariser avec des instruments complexes dont l'apprentissage ne s'effectue pas sans que l'on «casse de la vaisselle». La promotion de la stabilité financière par les autorités de surveillance doit donc encourager l'autodiscipline du marché et veiller à ce que les crises, inévitables, soient résolues sans risques systémiques.

On ne peut pour autant exclure que la libéralisation des marchés des capitaux ait accentué les cycles de hausse et de baisse des prix des actifs financiers. Ces cycles ont fréquemment pour origine une vague d'optimisme qui sous-estime les risques, une distribution trop généreuse des crédits, une hausse démesurée des prix des actifs, un surinvestissement de la part des entreprises et une surconsommation des ménages. Lorsque les anticipations prennent un tour plus réaliste, les déséquilibres se corrigent, au prix souvent d'une récession économique. Depuis la fin des années nonante, de tels cycles semblent avoir touché les marchés boursiers, immobiliers et obligataires. La tâche des banques centrales en a été rendue plus compliquée, car il est généralement difficile d'identifier à temps des déséquilibres potentiels, et le remède à apporter peut se trouver en contradiction avec l'objectif prioritaire de la stabilisation des prix. Quand bien même elle ne doit pas viser à stabiliser directement les prix des actifs financiers, la Banque nationale estime qu'il est nécessaire de tenir compte de leur évolution, dans la mesure où celle-ci pourrait avoir des répercussions sur l'inflation future⁹.

8 Crockett et Cohen (2001).

9 Roth (2002).

7.3 L'évolution du secteur bancaire

URS W. BIRCHLER

7.3.1 *Les banques suisses: une composante de l'économie internationale*

Dans le sillage de la mondialisation des marchés financiers, l'interdépendance des banques suisses et des marchés internationaux n'a fait que croître au cours des vingt-cinq dernières années. Elle a révélé aussi les limites possibles de la place financière suisse.

La Suisse est restée une plaque tournante internationale pour les capitaux, comme en témoigne le fait que les exportations brutes de capitaux (fonds recueillis par des débiteurs étrangers) ont toujours dépassé d'un multiple les exportations nettes (excédent de la balance des transactions courantes). Or, tandis que les exportations augmentaient constamment en chiffres absolus, la part du franc suisse au volume global des emprunts à l'échelle internationale a nettement diminué. Sans compter que les activités d'émission ont émigré en partie à l'étranger (Londres), en dépit des efforts longtemps déployés par la Banque nationale pour contrer cet exode en libéralisant son régime d'autorisation des exportations de capitaux, mais aussi en tentant, en application du principe de l'ancrage, d'empêcher l'émission à l'étranger d'emprunts en francs suisses (4.7).

Durant cette période, les banques étrangères ont renforcé leur présence en Suisse: le nombre de leurs comptoirs – filiales juridiquement indépendantes et succursales, sans les sociétés financières – a progressé, passant de 120 à 326. Dans le même temps, les banques suisses ont accru la leur à l'étranger. En 2005, un employé de banque sur six, un sur quatre dans les grandes banques, travaillait à l'étranger. Si la concurrence internationale a apporté aux banques helvétiques une diversification de leurs sources de revenus, elle les a aussi obligées à accroître sans relâche leur efficience, deux éléments qui, à la longue, favorisent leur stabilité. Une présence sur les marchés financiers étrangers comporte des risques à court terme. Certaines années, les banques suisses ont subi des pertes dans des domaines d'activité très disputés, comme la banque d'affaires (*investment banking*). D'autre part, les risques juridiques se sont accentués, à l'exemple des infractions commises par les banques à l'encontre des réglementations nationales applicables aux entrées en Bourse ou aux rachats d'entreprises.

Durant le quart de siècle passé, on a assisté également à une internationalisation croissante des banques suisses en termes d'avoirs et d'engagements envers l'étranger. La part des avoirs en comptes étrangers au total de leurs bilans a passé de 38% à 65%, et celle de leurs engagements envers l'étranger,

de 32% à 59%. A noter que ces chiffres n'incluent pas les fonds fiduciaires, qui proviennent pour l'essentiel de l'étranger et sont placés intégralement à l'étranger. Exonérés de l'impôt à la source, ils ont constitué en période de haut niveau des taux d'intérêt à court terme une solution de rechange attrayante aux dépôts à terme soumis, eux, à cet impôt. Alors que le volume des fonds fiduciaires s'élevait en moyenne à un sixième de la somme des bilans, il en a représenté plus d'un quart pendant la phase de hausse des taux du début des années nonante.

Les avoirs à l'étranger des banques sont restés concentrés en majeure partie sur les pays industriels: de ce fait, dans la seconde moitié des années nonante, les banques suisses se sont montrées résistantes aux crises traversées par les économies du Sud-Est asiatique et d'Amérique latine, qui ne représentaient respectivement que 3% et 1% de leurs placements à l'étranger.

7.3.2 *La crise sur le marché intérieur...*

La première moitié des années nonante a été pour les banques suisses la période la plus difficile du quart de siècle passé, sinon la pire qu'elles aient connue depuis les années trente¹⁰. Les problèmes qui ont fini par déclencher la crise sont la résultante d'une longue gestation. D'une part, les banques avaient, des années durant, restreint la concurrence sur le marché intérieur par le biais de nombreuses ententes cartellaires conclues sous l'égide de l'Association suisse des banquiers (ASB). Vers la fin des années quatre-vingt, ces conventions furent dissoutes soit volontairement, soit sous la pression de la Commission des cartels, soit encore après une décision du Département fédéral de l'économie publique s'appuyant sur un arrêt du Tribunal fédéral¹¹. Les banques à faible rentabilité, qui avaient pu subsister grâce à elles, se sont alors heurtées à des difficultés.

D'autre part, la surchauffe de la conjoncture et le bas niveau des taux d'intérêt durant la seconde moitié des années quatre-vingt avaient provoqué une flambée des prix de l'immobilier. C'est ainsi que les prix des maisons familiales avaient doublé entre 1980 et 1990. Ce boom était tout à la fois la cause et la conséquence d'une forte expansion des crédits bancaires: si le niveau élevé des prix permettait aux débiteurs d'emprunter davantage, ce surcroît de crédits ne faisait qu'alimenter la demande de biens immobiliers et la spirale des prix. Entre 1988 et 1991, le volume des crédits a progressé chaque année d'un pourcentage à deux chiffres. La Banque nationale ayant choisi de durcir sa

10 BRI (2004), pour comparer la crise de la Suisse à celles d'autres pays industriels, pp. 43–48.

11 ATF 117 Ib 481 (25 octobre 1991).

politique monétaire (4.3.2), les prix de l'immobilier reculèrent de près de 20% en 1991, ce qui eut pour effet de stopper la progression des crédits bancaires.

Très souvent, les banques n'ont pu répercuter leurs coûts élevés de refinancement sur leurs débiteurs, même si ce dernier était conforme aux échéances. Nombre de débiteurs, et en particulier ceux qui avaient accédé à la propriété durant les dernières phases du boom, se sont retrouvés pris en tenaille entre la hausse des taux d'intérêt et la baisse des revenus induite par la conjoncture, d'où une proportion fortement accrue de crédits douteux dans les comptes des banques. Selon des estimations de la Commission fédérale des banques (CFB), les établissements suisses ont dû amortir au total 8,5% de leur volume de crédits entre 1991 et 1996. Au cours de cette période, les grandes banques ont essuyé des pertes équivalant à 10% de leurs encours de crédits, mais ont pu les compenser par les revenus provenant d'autres activités, des opérations avec l'étranger notamment. Les banques cantonales et régionales ont pour leur part été contraintes d'amortir quelque 5% de leurs crédits. Mais les plus touchées ont été les banques régionales, largement tributaires des opérations de crédit sur le marché intérieur. Organisées en coopératives et spécialisées dans les hypothèques de premier rang en zone rurale, les banques Raiffeisen s'en sont sorties, elles, presque indemnes.

Voilà pourquoi cet épisode est entré dans l'histoire comme la crise des banques régionales. La première à s'effondrer fut la Caisse d'épargne et de prêts de Thoun (ci-après S+L Thun), établissement régional de taille moyenne affichant un total du bilan de plus d'un milliard de francs. Faisant face à des problèmes de refinancement et soupçonnée de surendettement, la banque fut fermée par la CFB en octobre 1991, avec une rapidité qui surprit l'opinion publique. Cette mesure engendra une situation insolite en Suisse. Il se trouve en effet que l'établissement avait sollicité peu auparavant un sursis bancaire auprès de la juridiction cantonale compétente. Ce sursis lui avait été accordé, ce qui eut pour conséquence qu'il revint à la fois à un liquidateur commis par le tribunal et à un autre, désigné par la CFB, de prendre les mesures nécessaires. Finalement, c'est au Tribunal fédéral qu'il appartient de clarifier les rapports entre les deux¹². Le versement d'une première tranche d'avoirs entraîna des queues devant les guichets de la banque. Ces images, qui rappelaient étrangement les années trente, furent diffusées par les chaînes de télévision du monde entier.

Dans les mois qui suivirent, un grand nombre d'autres banques régionales se heurtèrent à des difficultés. A la différence des grandes banques et des

12 ATF 117 III 83 (18 décembre 1991) et ATF 119 III 37 (20 janvier 1993).

banques cantonales importantes, elles ne disposaient guère d'autres sources de revenus, qui leur auraient permis d'éponger les pertes subies dans des opérations hypothécaires et le financement de projets immobiliers. Les plus menacées étaient les banques dont le boom de l'immobilier avait accéléré la croissance. Ces banques avaient choisi leurs clients sans grand discernement et étaient obligées de refinancer leurs crédits au moyen des dépôts à terme, par définition onéreux, en lieu et place de fonds d'épargne, assez bon marché. Ainsi, plus de la moitié des quelque 180 banques régionales disparurent entre 1991 et 1996. Mais la S+L Thun demeura le seul cas d'insolvabilité véritable ayant entraîné des pertes pour les créanciers. La plupart des autres établissements menacés furent rachetés par de grandes banques ou des banques cantonales.

7.3.3 ... et comment elle a été surmontée

Si ces problèmes ont pu être surmontés, c'est grâce aussi à une gestion appropriée de la crise: devant la détérioration croissante de la situation des banques régionales après la fermeture de la S+L Thun, un Comité spécial Banques régionales se constitua sous la houlette de la CFB, au sein duquel siégeaient, outre les représentants de banques importantes, des membres de l'ASB et de la BNS.

Au début, la CFB et la BNS affichèrent des points de vue opposés: responsable de la surveillance des établissements bancaires, la CFB craignait que le nombre croissant de cas problématiques ne provoque une perte de confiance dans le système bancaire, celle-ci risquant alors de causer un embrasement général. Elle était de ce fait favorable à une aide aux banques régionales de la part de la BNS ou de la Confédération. La Banque nationale, au contraire, estimait que l'on n'avait pas affaire à une crise systémique, les banques régionales pesant à peine 8,3% dans la somme des bilans de l'ensemble du système bancaire suisse à la fin de 1991. Etant donné que la plupart des banques régionales étaient encore saines, les établissements véritablement menacés représentaient moins de 3% du système bancaire. De surcroît, la Banque nationale redoutait qu'une intervention des pouvoirs publics ne crée un précédent dangereux. Elle chercha donc à sortir de l'impasse par des solutions relevant de l'économie de marché, tout en précisant que les banques solvables pourraient compter sur une aide sous forme de liquidités.

Diverses amorces de solutions concrètes furent discutées au sein du Comité spécial. Dès 1991, les banques proposèrent de créer une institution supplétive destinée à venir en aide aux banques menacées, avec l'obligation pour la Confédération et les cantons de participer au capital risque. Un autre

modèle envisagé consistait à concevoir une société de liquidation qui aurait repris les banques solvables, mais difficilement viables à long terme. Elle aurait été financée par les banques, moyennant, dans ce cas aussi, des garanties de la Confédération.

Par principe, la Banque nationale rejetait tout plan amenant les pouvoirs publics à s'associer financièrement aux risques courus par les banques. Elle privilégiait cependant une solution rapide et claire, car la confiance du public dans les banques régionales était fragile. Depuis la fermeture de la S+L Thun en effet, les banques régionales subissaient, selon les statistiques de la BNS, une hémorragie de fonds de la clientèle. En sa qualité de prêteur ultime (*lender of last resort*), la Banque nationale était en principe disposée à accorder sous forme de liquidités une aide extraordinaire à des banques solvables. C'est ainsi qu'au milieu de 1992 elle a alloué 30 millions de francs au fonds de crise constitué par l'ASB. Elle a par ailleurs présenté un plan en trois étapes permettant d'opérer un tri clair parmi les cas qui pouvaient se présenter:

- application des dispositions régissant les fonds propres sur la base d'évaluations actuelles,
- fermeture des banques incapables de satisfaire aux dispositions régissant les fonds propres dans un délai donné,
- garantie de liquidités pour toutes les banques satisfaisant à ces dispositions.

Le Comité spécial a traité lui aussi des problèmes de liquidités. Il a examiné les possibilités d'aide en liquidités compatibles avec la définition légale restrictive, alors en vigueur, des titres éligibles à la banque centrale. L'option principale, à savoir l'octroi d'un crédit par le biais de la Banque des lettres de gage d'établissements suisses de crédit hypothécaire, aurait répondu aux exigences de la loi sur la Banque nationale, mais se révélait difficilement compatible avec la mission de cet établissement. C'est pourquoi, conjointement avec le Département fédéral des finances (DFF), le Comité étudia la question de savoir si et comment l'instrument légal de la prorogation des échéances pourrait être activé. En janvier 1993, la crise atteignit son paroxysme: la publication des résultats des banques pour l'exercice 1992 était imminente, et l'on attendait de mauvais chiffres pour plusieurs d'entre elles. Un nouveau motif de perte de confiance dans les banques régionales – décisif peut-être – était donc à craindre.

Le Comité spécial parvint pourtant à trouver avec l'aide des banques des solutions aux différents problèmes, ce qui fit renaître peu à peu la confiance du public dans les banques régionales. La CFB facilita le rachat des banques menacées en réduisant temporairement la dotation en fonds propres applicable

aux immeubles qui leur appartenaient, y compris à ceux qui étaient repris de débiteurs en faillite. Par la suite, il n'y eut ni société supplétive, ni société de liquidation. De plus, le plan en trois étapes de la Banque nationale ne fut pas mis en œuvre, et la prorogation des échéances se révéla inutile.

7.3.4 *La consolidation et la concentration*

Le secteur bancaire a donc pu surmonter de lui-même, pour une grande part, les problèmes des banques régionales. Celles qui étaient saines ont resserré leurs liens en tissant des liens plus étroits au sein de leur association et en en réformant les structures. Le holding des banques régionales suisses (RBA-Holding), fondé en 1994, a reçu l'adhésion des deux tiers des établissements de cette catégorie. D'autres banques régionales, menacées, ont été rachetées ou ont fusionné, les entités ainsi créées ne se révélant pas toujours viables à l'exemple de la *Neue Emme Bank* ou de la Banque du Seeland. En définitive, la plupart des banques régionales menacées ont été absorbées par les grandes banques, plus rarement par les banques cantonales. Le Comité spécial a fourni une contribution déterminante à cet égard, en favorisant un échange rapide d'informations et en aidant à la recherche de solutions réalisables.

La Banque Vaudoise de Crédit (BVC), deuxième banque régionale au moment de la crise, restera dans les annales comme une exception. En décembre 1993, constatant son surendettement, le canton de Vaud lui avait octroyé une garantie qui l'avait sauvée d'une fermeture imminente par la CFB et l'avait intégrée à la Banque Cantonale Vaudoise. Un mois à peine auparavant, la CFB, se fondant sur les rapports de révision dont elle disposait, n'avait exprimé aucune objection à la poursuite des activités de la BVC. Ce cas a révélé à la Banque nationale, en sa qualité de prêteur ultime, combien il pouvait être difficile de juger à brève échéance de la solvabilité et, partant, de la crédibilité d'une banque menacée.

La crise n'a pas épargné non plus les banques cantonales. Quelques-unes d'entre elles se sont heurtées à des difficultés ou ont dû être assainies aux frais du contribuable. Au début des années nonante, la Banque cantonale bernoise, après sa fusion en 1991 avec la Caisse hypothécaire du canton de Berne, devait subir la perte la plus lourde (3 milliards de francs). Dans les cantons de Genève et de Vaud, qui entretenaient chacun deux établissements cantonaux avant que ceux-ci ne soient regroupés, les banques issues de la fusion se retrouvèrent à leur tour dans une situation précaire. Affaiblie elle aussi sur le plan financier, la Banque cantonale de Soleure fut reprise en 1995 par la Société de Banque Suisse à coups de subventions cantonales, puis intégra la Bâloise Assurances sous le nom de SoBa. Au début de 1997, l'Union de

Banques Suisses reprit la Banque cantonale d'Appenzell Rhodes-Extérieures. Le nombre des banques cantonales est ainsi revenu de 29 en 1990 à 24 en 1998.

Les instruments légaux tels que le sursis bancaire et la prorogation des échéances se sont révélés inadéquats durant la crise¹³. Il en a résulté une révision de la loi sur les banques dans les domaines de l'assainissement, de la liquidation et de la protection des déposants (chapitres XI à XIII), qui n'est cependant entrée en vigueur qu'au milieu de 2004. Cette révision visait d'une part à réduire la longueur des procédures et à consacrer la souveraineté de la CFB en cas de crise. D'autre part, il s'agissait de faciliter l'assainissement d'une banque menacée, mesure qui n'était pas prévue auparavant. La procédure de liquidation elle-même a été redéfinie. Enfin, la loi a mieux coordonné la protection des déposants en cas d'assainissement ou de liquidation (privilège en cas de faillite pour les 30 000 premiers francs par créancier) avec l'avance prévue dans le cadre de la Convention de l'ASB relative à la protection des déposants.

La Banque nationale, qui s'était d'emblée associée à cette révision, partageait l'objectif de cette dernière d'assurer une meilleure protection des petits créanciers. Mais elle s'engagea surtout en faveur de la réglementation de l'assainissement, qui permet en cas d'urgence d'épurer rapidement – et même en cours d'exploitation – le bilan d'une banque. Les nouvelles dispositions légales laissent à la CFB une grande liberté dans la formulation du plan d'assainissement; elles lui permettent même, en toute dernière extrémité, la conversion impérative de fonds de tiers en capitaux propres¹⁴. Un assainissement rapide, sans intervention des pouvoirs publics, en est ainsi facilité. La CFB disposant de ce fait d'une panoplie efficace d'instruments pour rétablir la solvabilité d'une banque, l'institut d'émission est mieux à même de tenir son rôle de prêteur ultime vis-à-vis de banques qui ne sont pas surendettées.

Bien que les grandes banques aient joué un rôle stabilisateur dans cette crise, elles ont dû vaincre bien des difficultés, sans compter les pertes résultant de leurs propres financements immobiliers, et ont peiné dans la recherche de la structure et de la taille adéquates. Le Crédit Suisse se réorganisa à plusieurs reprises. Il commença par constituer une société holding, le CS Holding (devenu plus tard le Credit Suisse Group), auquel il intégra deux des cinq grandes banques encore existantes: la Banque Leu, acquise en 1990, jusqu'alors indépendante, et la Banque Populaire Suisse, rachetée en 1993, qui faisait face à des problèmes analogues à ceux des banques régionales, mais

¹³ Zulauf (1998a).

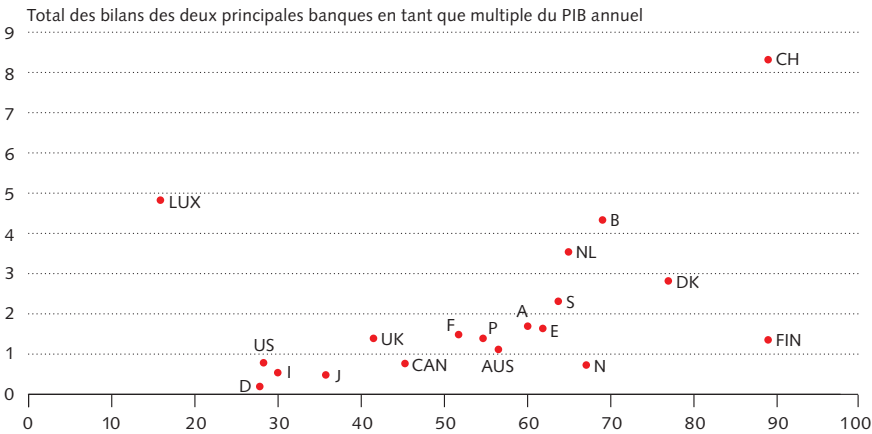
¹⁴ Zulauf (1998b). Birchler et Egli (2003).

avait de surcroît accumulé les pertes dans le négoce des métaux précieux. Ultérieurement, la Banque Populaire fut complètement absorbée par le Crédit Suisse. En 1994, le CS Holding reprit la *Neue Aargauer Bank*, qui était alors la plus grande banque régionale de Suisse. Puis ce fut le tour des Assurances Winterthur en 1997, cette transaction s'inscrivant dans la tendance de l'époque à fondre affaires bancaires et assurances au sein de groupes dits de banc-assurance. Après l'éclatement de la bulle Internet en 2000, de nombreuses compagnies dont la Winterthur essuyèrent des pertes dans le secteur de la prévoyance. Le Credit Suisse First Boston, la banque d'affaires du Credit Suisse Group, avait pour sa part enregistré coup sur coup deux résultats négatifs, ce qui amena le groupe à faire état d'une perte considérable au titre de l'exercice 2000. L'inquiétude se propagea alors en cercles concentriques, confirmant s'il était besoin que la mission de prêteur ultime de la BNS ne relevait pas de la pure théorie.

L'Union de Banques Suisses a fusionné au milieu de 1998 avec la troisième grande banque qui subsistait encore, la Société de Banque Suisse, pour s'affirmer sous le nom d'UBS comme la plus grande banque – et de loin – du pays. La fusion avait été précédée d'une lutte prolongée pour le contrôle de l'Union de Banques Suisses, dans laquelle le groupe BZ, issu de la BZ Bank fondée en 1985 et détenant une participation majeure dans l'Union de Banques Suisses, joua un rôle déterminant. Ce groupe ne parvint toutefois pas à s'imposer – en raison notamment de restrictions aux droits de vote –, alors que des différends juridiques réduisaient temporairement la liberté d'action des dirigeants de l'Union de Banques Suisses.

Au cours des vingt-cinq dernières années, l'importance des deux grandes banques, axées de plus en plus sur les affaires internationales, s'est accrue dans des proportions considérables par rapport au secteur bancaire et à l'économie suisse dans leur ensemble. Le total des bilans des deux plus grandes banques représentait en 1982 le tiers de celui de l'ensemble du secteur bancaire, soit à peu près l'équivalent du produit intérieur brut (PIB), et donc de la valeur ajoutée de l'économie helvétique en une année. En 2005, ces deux établissements détenaient ensemble 90% du total des bilans de toutes les banques, c'est-à-dire huit fois la valeur ajoutée annuelle du pays. Comme le montre le graphique 7.1, les chiffres concernant la Suisse divergent très nettement de ceux des autres pays industriels. La Suisse se trouve donc tout particulièrement confrontée au défi consistant à préserver ce bien extrêmement précieux qu'est la stabilité du système bancaire. Rétablir cette stabilité en cas de crise dépasserait de loin les possibilités des pouvoirs publics. La stabilité systémique a par conséquent pris une très grande importance pour la Banque nationale.

Graphique 7.1
Importance économique des deux principales banques dans 19 pays industriels
(total des bilans à fin 2002)



Total des bilans des deux principales banques, en pour-cent de la somme des bilans de toutes les banques

Sources: Rime (2005). OCDE (2002). OFS (2005). BNS (2005b).

7.3.5 *Le banquier: conseiller, prêteur ou gestionnaire du risque?*

Le métier même de banquier a profondément changé au cours des vingt-cinq années écoulées. L'une des activités traditionnelles des banques suisses à vocation internationale est la gestion de patrimoines pour le compte de clients privés (*private banking*). Cette activité a continué à se développer, demeurant la principale source de revenus des banques, mais cessant d'être la chasse gardée des établissements bancaires helvétiques pour devenir un marché âprement disputé à l'échelle internationale. Intéressés en priorité à accroître la valeur de leurs actifs, les investisseurs institutionnels en ont évincé peu à peu les particuliers épris de discrétion. Par conséquent, le secret bancaire suisse a perdu de son importance en tant que critère de choix d'implantation, et les banques suisses ont tenté de rester compétitives en professionnalisant encore davantage la gestion de patrimoine. Pour mieux servir leurs clients, elles ont en outre ouvert des comptoirs à l'étranger. Enfin, elles se sont de plus en plus écartées de la tradition du banquier privé indéfiniment responsable sur ses propres biens ou ont élargi le cercle des propriétaires d'établissements jusqu'alors en mains familiales.

Autre évolution marquante de ces vingt-cinq dernières années, le négoce de produits financiers sur mesure à l'intention des entreprises et des gros investisseurs a pris une importance croissante, à tout le moins pour ce qui

concerne les banques à vocation internationale. En font partie également les affaires liées aux introductions en Bourse (IPO). Finalement, les banques sont devenues des gestionnaires professionnels du risque. En tant que tels, elles recourent de plus en plus à des méthodes quantitatives qui font appel aux mathématiques et à la statistique et qui sont désormais prises en compte par les autorités de surveillance. Dès 1995, les recommandations du Comité de Bâle pour le contrôle bancaire, adoptées également par la Suisse, ont permis aux banques de calculer leurs risques de marché sur la base de modélisations internes.

7.3.6 *Le défi de la réglementation*

Alors même que la vague de déréglementation continuait à déferler sur les marchés financiers après 1982, mettant fin aux traditionnelles interventions de l'Etat et aux ententes privées contraires aux lois de la libre concurrence, la recherche de règles de surveillance adéquates (dites prudentielles) s'est intensifiée. La Banque nationale, en raison de sa coopération étroite avec la CFB, s'y est associée.

Le contrôle bancaire a tendu à élargir toujours davantage l'éventail des intérêts dignes de protection. Alors que les premières lois bancaires – essentiellement cantonales – mettaient les petits épargnants au centre des efforts de protection (à l'exemple du privilège en cas de faillite, restreint aux dépôts d'épargne jusqu'en 1993), la surveillance a fini par s'étendre à tous les créanciers, allant même jusqu'à intégrer le maintien de l'exploitation de la banque. Par conséquent, les dispositions régissant les fonds propres sont devenues au cours des dernières décennies le principal pilier de la réglementation bancaire, tout en changeant de fondement: jusqu'en 1975, la dotation réglementaire en fonds propres était liée à la somme des engagements d'une banque. Initialement, il s'agissait donc plutôt d'un matelas de sécurité censé protéger les créanciers en cas de faillite de la banque. Mais, dès le milieu des années septante, elle fut définie dans l'ordonnance sur les banques – et contrairement à la lettre de la loi sur les banques – sous forme d'un pourcentage des différentes catégories d'actifs. Un changement d'approche était en effet intervenu en matière de fonds propres, ceux-ci devant désormais refléter les risques en cours, ne serait-ce que pour éviter de fausses incitations. Adopté en 2005 par les pays industriels, le nouvel Accord de Bâle sur les fonds propres («Bâle II») s'est inscrit dans la poursuite logique de cette réflexion.

L'élargissement de l'éventail des intérêts dignes de protection n'est pas limité à la seule surveillance des banques. La loi de 1995 sur les bourses a étendu cette protection aux investisseurs, ce qui a même soulevé la question

de l'opportunité d'une réglementation applicable aux gérants de fortune, voire aux conseillers en placement. Une autre discussion a porté sur l'organisation de la surveillance des divers intervenants sur les marchés financiers; la Banque nationale s'y est également associée.

L'internationalisation des opérations bancaires a fait apparaître la nécessité pour les banques centrales et les autorités de surveillance de coopérer étroitement entre elles. L'organe commun le plus influent de ce dernier quart de siècle aura été le Comité de Bâle, fondé en 1974 par les gouverneurs des banques centrales du Groupe des Dix (G10) et connu longtemps sous le nom de «Comité Cooke». Parallèlement, deux autres comités ont été constitués: le *Committee for the Global Financial System* (initialement *Eurocurrency Standing Committee*) et le *Committee for Payments and Settlement Systems*. Ces trois organes siègent sous l'égide de la Banque des Règlements Internationaux (BRI), à Bâle. Le Comité de Bâle œuvre conjointement avec l'Organisation internationale des commissions de valeurs (OICV; *International Organization of Securities Commissions*, IOSCO) et l'Association internationale des contrôleurs d'assurance (AICA; *International Association of Insurance Supervisors*, IAIS) et entretient des contacts avec les experts en normes comptables (*International Accounting Standards Board*, IASB). La Banque nationale, qui a été représentée dans les trois comités du G10 dès leur origine, a participé activement à leurs travaux.

Le Comité de Bâle a publié en 1983 un concordat sur la coopération internationale en cas de crise des organes de surveillance des banques. Ce document précisait pour la première fois quelle était la surveillance consolidée à exercer par les autorités du pays d'origine et quelles étaient les obligations des autorités du pays d'accueil en matière de surveillance des comptoirs d'un groupe bancaire qui y sont établis. Le concordat vise donc à garantir qu'aucune banque ne puisse échapper à la surveillance consolidée.

Dans les années quatre-vingt, les banques à vocation internationale opéraient avec une dotation en fonds propres de plus en plus réduite. Les banques japonaises, en particulier, connaissaient une expansion fulgurante, au point d'occuper huit des dix premières places au classement mondial des plus grandes banques. Aussi le Comité de Bâle publia-t-il en 1988 le *Capital Accord* qui recommandait que les fonds propres des banques actives sur le plan international correspondent à au moins 8% des actifs pondérés en fonction des risques. Reconnue non seulement dans les pays industriels mais aussi dans le monde entier, cette recommandation fut plus ou moins suivie d'effets. Elle fut complétée plus tard par des dispositions relatives aux opérations hors bilan et aux risques de marché.

En 2004 enfin, le Comité de Bâle a adopté au terme de plusieurs années de travaux le nouvel Accord sur les fonds propres évoqué plus haut, dont le dispositif prudentiel principal s'appuie sur trois piliers (exigences de fonds propres, transposition dans le droit national et discipline de marché par la transparence). Ces recommandations ménagent des possibilités d'options. Les banques peuvent notamment choisir entre une méthode dite standard, qui est une évolution de l'Accord de 1988, et une méthode reposant sur une notation interne des débiteurs, propre à chaque établissement (approche *Internal Ratings Based*, ou IRB). Les banques qui appliquent des méthodes sophistiquées de mesure du risque sont récompensées par des ratios de fonds propres moins contraignants. La Banque nationale a participé à Bâle II conjointement avec la CFB. Tout en saluant le principe d'exigences de fonds propres mieux ajustées au risque, ces deux autorités ont mis en garde contre l'éventualité d'une diminution de la dotation en fonds propres dans les opérations bancaires internationales. Elles n'ont pu toutefois imposer leur requête visant à intégrer explicitement les risques de variation des taux d'intérêt dans le ratio de fonds propres.

Les crises bancaires qui ont affecté plusieurs pays émergents ont incité le Comité de Bâle à formuler en 1997, en étroite collaboration avec les autorités de surveillance de pays non membres du G10, des principes fondamentaux pour un contrôle bancaire efficace. Le Comité répondait ainsi à un vœu exprimé par le Fonds monétaire international (FMI), soucieux de voir ses propres recommandations, centrées plutôt sur les politiques monétaire et fiscale, flanquées de mesures assurant la stabilité des marchés financiers. C'est d'ailleurs pour la même raison que le FMI a lancé son *Financial Sector Assessment Program*, auquel la Suisse a été en 2001 l'un des premiers pays à participer. Enfin, de manière à mieux coordonner les actions de ces divers organismes, le G7 a créé en 1999 le *Financial Stability Forum* (FSF), au sein duquel sont représentés le FMI, la Banque mondiale et le Comité de Bâle. La BRI en assure la présidence. La Suisse, en tant qu'important bailleur de fonds sur la scène internationale, n'a été admise qu'en 2007 au FSF, la préférence allant d'abord aux grands pays débiteurs.

En dépit de tous ces efforts, des questions importantes demeurent ouvertes en matière de compétence internationale en cas de crise. Ainsi, lors de la faillite d'une banque entretenant des comptoirs dans plusieurs pays, la question se pose de savoir quelle est la compétence des tribunaux nationaux, quel est le droit applicable en cas d'assainissement ou en prélude à une fermeture, lors d'une fermeture proprement dite et au cours d'une liquidation. Il y aurait lieu également de clarifier la manière dont se répartissent les actifs entre les différentes catégories de créanciers. Entre les juridictions qui considèrent toutes

les parties d'une entreprise comme formant une entité unique (approche *single entity*) et celles qui distinguent les avoirs et engagements nationaux des autres éléments d'une banque (approche *separate entity*), les conflits sont presque programmés en cas de crise et constituent autant d'obstacles à une solution efficace des problèmes. Alors que, avec la révision déjà évoquée du droit en matière d'insolvabilité bancaire, la Suisse dispose d'un instrument moderne sur le plan national, aucun consensus n'a pu être trouvé à l'échelle internationale sur l'attribution des compétences et des actifs en cas de crise. Cette tâche, difficile mais d'une grande importance, n'a toujours pas été résolue à ce jour.

7.4 La Banque nationale en tant que prêteur ultime

DANIEL HELLER ET HANS KUHN

7.4.1 Introduction

Parmi les fonctions classiquement dévolues aux banques, on compte ce qu'il est convenu d'appeler la transformation des échéances, qui consiste pour elles à accepter des fonds à court terme et à les prêter à long terme. Ces différences d'échéances entre avoirs et engagements peuvent conduire une banque à faire face à des problèmes de liquidités lorsque les déposants retirent leurs fonds plus rapidement que prévu. C'est notamment le cas lorsque ses clients perdent confiance en elle.

Dans une telle situation de crise, il appartient traditionnellement à la banque centrale de venir en aide aux banques en leur procurant des liquidités en suffisance. Elle joue ainsi le rôle de prêteur ultime, plus connu sous le terme anglais de *lender of last resort*¹⁵. Par ces injections d'argent frais, la banque centrale tente d'empêcher des fermetures inutiles d'établissements bancaires et de prévenir des mouvements de panique et autres réactions en chaîne indésirables. Si la banque centrale est investie de cette fonction, c'est qu'elle est la seule institution à pouvoir créer indéfiniment de la monnaie dite de banque centrale, ou monnaie centrale.

Au XIX^e siècle déjà, Henry Thornton et Walter Bagehot ont défini les principaux paramètres du modèle classique d'un *lender of last resort*¹⁶. Bagehot a établi les cinq principes qu'un institut d'émission est censé appliquer en cas

15 Depuis quelques années, il est d'usage de parler d'*emergency liquidity assistance* et plus de *lender of last resort*.

16 Thornton (1802) et Bagehot (1873). Voir aussi chapitre 1.8.

de crise de liquidités et qui constituent aujourd'hui encore les piliers de la politique de prêteur ultime que poursuivent de nombreuses banques centrales:

- le prêteur ultime doit se montrer généreux dans l'octroi de crédits,
- il doit faire part de cette générosité à l'avance et en termes clairs,
- seul un preneur solvable peut bénéficier d'une aide sous forme de liquidités,
- l'octroi du crédit suppose la remise de garanties suffisantes,
- le crédit doit être rémunéré au taux d'intérêt en usage avant la crise.

7.4.2 Une ambiguïté constructive

L'aléa moral ou *moral hazard* est un problème bien connu dans le domaine de l'assurance. On entend par là l'influence que la conclusion d'une police d'assurance peut exercer sur le comportement. Sachant qu'il n'aura pas à supporter la totalité des coûts si un sinistre survient, l'assuré peut être tenté de se montrer moins prudent. De même, le recours possible à un prêteur ultime a pour effet qu'un établissement bancaire aura tendance à prendre un risque d'illiquidité accru dès qu'il aura la certitude de pouvoir s'en remettre, au besoin, à sa banque centrale pour obtenir une aide sous forme de liquidités.

De ce fait, les banques centrales ont longtemps laissé les opérateurs du marché dans l'incertitude quant au parti à prendre en cas de crise, en s'abstenant de dévoiler leur stratégie à l'avance¹⁷. Elles ont donné le nom de *constructive ambiguity* à cette stratégie qui est en pleine contradiction avec le deuxième principe de Bagehot. L'expression, empruntée au langage diplomatique, signifie que les parties à la négociation recourent parfois, sur des points particulièrement controversés, à des formulations équivoques pour parvenir à régler au moins quelques volets de la discussion globale.

Dans l'intervalle, les banques centrales ont eu tendance à minimiser l'aléa moral lié à l'aide sous forme de liquidités et, partant, se sont également distancées de l'ambiguïté constructive. La conviction s'est donc imposée parmi elles qu'une transparence accrue quant aux conditions d'une aide extraordinaire sous forme de liquidités constituait la stratégie économiquement la plus judicieuse.

7.4.3 La politique de la Banque nationale sous l'ancienne loi sur la BNS

Au cours de ce dernier quart de siècle, la Banque nationale s'est exprimée à plusieurs reprises sur le sens qu'elle donnait à son rôle de prêteur ultime. En 1987, le vice-président de la Direction générale, Markus Lusser, précisa qu'il était dans les attributions de la BNS de contribuer à la stabilité du système

¹⁷ George (1993), p. 9.

financier¹⁸. Durant la crise des banques régionales au début des années nonante, Lusser présenta les grandes lignes de la politique de prêteur ultime de la BNS, basées sur trois principes¹⁹. Selon le premier, la Banque nationale n'accorde d'aide extraordinaire sous forme de liquidités qu'en échange des garanties prescrites par la loi. Etant donné que la loi de 1953 sur la Banque nationale (aLBN) liait les garanties éligibles à la banque centrale à un certain nombre de critères²⁰, la marge de manœuvre de la BNS était restreinte. Si un établissement en quête de liquidités n'avait pu réunir suffisamment de garanties de ce type, la Banque nationale ne pouvait accorder une aide urgente qu'en se fondant sur une base juridique particulière (ordonnance urgente du Conseil fédéral). Le deuxième principe disposait que la Banque nationale n'accordait d'aide sous forme de liquidités qu'à des banques solvables. De la sorte, elle ne voulait pas, en cas de faillite d'une banque, s'exposer au reproche d'avoir, par le jeu des garanties, réduit la masse en faillite au détriment des créanciers. De plus, elle ne souhaitait pas que les liquidités fournies au titre de l'aide contribuent à maintenir en place des structures obsolètes. Enfin, en vertu du dernier principe, aucun établissement ne pouvait faire valoir un droit général à une aide extraordinaire sous forme de liquidités. Autrement dit, la Banque nationale se réservait explicitement le droit de décider au cas par cas.

La politique décrite par Markus Lusser recoupait les recommandations de Bagehot sur deux points, à savoir les préalables de solvabilité et de garantie. Il n'y était pas fait mention du taux d'intérêt applicable. Dans le droit fil de la politique d'ambiguïté constructive de l'époque, la Banque nationale ne disait rien non plus sur la manière dont elle entendait jouer concrètement son rôle de prêteur ultime.

7.4.4 *Le prêteur ultime selon la nouvelle loi*

Entre 2002 et 2004, la Banque nationale soumit sa stratégie de prêteur ultime à un examen approfondi. La politique qu'elle avait suivie jusque-là l'indisposait en effet de plus en plus dans la mesure, notamment, où elle avait de bonnes raisons de penser que les attentes du marché ne coïncidaient pas avec ses propres conceptions, ni avec le cadre juridique de son action. La BNS jugeait ce décalage délicat. Elle conclut qu'une correction s'imposait, considérant que l'aléa moral était assez négligeable dès lors que la banque centrale n'envisageait de fournir son aide qu'en échange de garanties appropriées,

18 Lusser (1987), p. 9.

19 Lusser (1993), pp. 14ss.

20 Art. 14 aLBN, nature et objet des opérations de portée juridique, débiteur et durée de la créance.

quitte à l'accorder à l'avance. Certes, elle ne pouvait exclure que les banques, conscientes de l'existence d'un prêteur ultime, ne soient tentées de maintenir leurs liquidités à un bas niveau et donc de prendre des risques accrus. Mais, d'une part, les dispositions régissant la liquidité de caisse fixaient un minimum d'actifs réalisables et, d'autre part, ce risque devait être mis en balance avec le coût d'une fermeture inutile ainsi qu'avec la destruction de valeurs en découlant. A cela s'ajoutait le fait qu'un institut d'émission génère des liquidités à des coûts marginaux très bas dans la mesure où il a la faculté de convertir en monnaie centrale, sans problème et de façon illimitée, les garanties déposées.

La Banque nationale persistait à penser que les banques résoudraient l'essentiel de leurs éventuels problèmes de liquidités par le biais du marché. Mais elle était également consciente du risque de défaillance ou d'appréciation erronée du marché. Le risque de défaillance tient au fait que les créanciers sont moins bien informés de la solvabilité d'un établissement que l'autorité de surveillance et l'établissement lui-même (asymétrie d'information). Quand, notamment, certaines rumeurs favorisent des comportements grégaires, les créanciers cherchent à retirer immédiatement leurs avoirs. En l'espèce, la plupart des garanties de dépôts n'offrent qu'une protection limitée, car une banque a une bonne part de ses engagements non pas envers des déposants privés, mais envers d'autres banques.

En changeant de stratégie, la Banque nationale visait à gagner en transparence et, partant, à mieux surmonter les crises de liquidités à venir. Elle a donc informé le public des grandes lignes de sa nouvelle stratégie²¹, qui reposait sur deux modifications essentielles. Premièrement, la Banque nationale ne voulait plus, contrairement à la pratique antérieure, accorder une aide potentielle sous forme de liquidités à toutes les banques, mais uniquement dans les cas où la pénurie de liquidités serait motivée par un risque systémique. Elle avançait comme argument que les coûts externes d'une crise de liquidités sont particulièrement importants en présence d'un risque systémique. Deuxièmement, le législateur a élargi considérablement, dans la nouvelle LBN, l'éventail des garanties éligibles à la Banque nationale. Cette dernière a énoncé, dans le détail, les critères suivants:

Caractère subsidiaire de l'aide extraordinaire sous forme de liquidités

La Banque nationale n'accorde d'aide extraordinaire sous forme de liquidités que si la banque ou le groupe de banques n'est plus en mesure de se refinancer sur le marché.

21 BNS, directives sur instruments de politique monétaire (2004). Blattner (2005), pp. 5s.

Etablissements d'importance systémique

La Banque nationale a établi comme préalable à l'octroi d'une aide extraordinaire sous forme de liquidités que la banque ou le groupe de banques revête une importance pour la stabilité du système financier et qu'il soit impératif de prévenir sa défaillance. Elle a concrétisé cette condition dans ses directives générales sur les instruments de politique monétaire, qui disposent qu'une banque ou un groupe de banques revêt une importance pour le système financier suisse si ses difficultés de paiement entravent gravement le fonctionnement du système financier suisse ou des éléments essentiels de celui-ci et ont de surcroît des répercussions négatives sur l'économie réelle²².

Aide sous forme de liquidités et non pas une aide à la solvabilité

La Banque nationale n'est fondée à accorder qu'une aide sous forme de liquidités, et non pas une aide à la solvabilité. Les aides à la solvabilité impliquant la mobilisation sans retour de fonds publics, elles n'entrent pas dans le cadre de la mission de conduite de la politique monétaire confiée à la BNS (art. 99, al. 2, Cst.). Ces aides doivent s'appuyer sur la compétence générale de la Confédération en matière de politique économique, notamment sur les articles 100 et 103 de la Constitution fédérale concernant la politique conjoncturelle et la politique structurelle.

Etant donné qu'il peut être difficile, en cas de crise, de distinguer un problème de solvabilité d'un problème de liquidités, la Banque nationale, avant d'accorder une aide extraordinaire sous forme de liquidités, sollicite l'avis définitif de la Commission fédérale des banques (CFB), l'autorité de surveillance des banques, lorsqu'il s'agit de porter un jugement sur la solvabilité de l'établissement concerné et sur son aptitude à satisfaire aux autres conditions d'agrément. La confirmation de solvabilité donnée par la CFB ne dispense pas la Banque nationale de s'assurer que les conditions d'octroi d'une aide sous forme de liquidités sont réunies. S'il n'est pas possible d'obtenir d'attestation de solvabilité de la part de la CFB, il y a lieu de prendre préalablement ou simultanément des mesures d'assainissement, qui ne relèvent pas de la compétence de la Banque nationale.

Garanties

L'ancienne loi sur la BNS limitait les garanties éligibles à la banque centrale en fonction de certains critères. La nouvelle loi maintient l'exigence de

22 BNS, directives sur instruments de politique monétaire (2004), chiffre 4.

garanties, mais se borne à disposer que les prêts doivent être assortis de garanties suffisantes (art. 9, al. 1, let. e, LBN). Les conditions générales et les directives générales sur la politique de placement de la BNS (art. 9, al. 2, LBN) précisent ce qu'il faut entendre par là. Les opérations ordinaires de politique monétaire mettent en jeu – ce qui était déjà la pratique précédemment – des instruments négociables très liquides. En revanche, les exigences quant aux garanties admises dans le cadre d'une aide extraordinaire sous forme de liquidités vont moins loin. En effet, il n'est pas nécessaire que ces garanties soient liquides ou négociables. Si la Banque nationale n'a le droit d'octroyer une aide sous forme de liquidités qu'en échange de garanties, c'est pour éviter d'être abusée au point d'accorder une aide à la solvabilité. Autrement dit, dans la fonction de prêteur ultime, l'exigence de garanties constitue avant tout un instrument destiné à délimiter les compétences en matière d'aide: l'aide sous forme de liquidités relève de la Banque nationale, l'aide à la solvabilité de la Confédération ou d'autres créanciers.

Les créances hypothécaires, en tant que garanties peu liquides et difficilement négociables, occupent une place de choix, car elles constituent un poste considérable du bilan de nombreuses banques. La haute valeur de gage qui leur est associée en fait de parfaites garanties, et la faible liquidité qui les caractérise rend la cession de titres hypothécaires à la BNS en échange de monnaie centrale particulièrement efficace en cas de crise. La mise en gage d'un portefeuille de titres hypothécaires permet en effet à la Banque nationale d'être assez vite en mesure de débloquer des liquidités importantes.

Sur les plans juridique et opérationnel toutefois, l'acceptation de titres ayant trait à des créances garanties par des immeubles se heurte à des formalités assez lourdes. Pour des hypothèques ou des cédules hypothécaires, elle n'est possible dans des délais utiles que si la banque qui demande une aide en liquidités conserve les titres de manière centralisée. Elle implique en outre l'accord du débiteur, que la banque est tenue de solliciter au préalable, conformément à une clause dans ce sens qui doit figurer dans ses contrats de prêt (clause dite de titrisation).

Etant donné que l'exigence de garanties liée à l'aide sous forme de liquidités découle d'une délimitation des compétences fédérales ancrées dans la constitution, un droit d'urgence éventuel (loi fédérale urgente, ordonnance de police urgente) ne saurait créer en l'espèce matière à dérogation. Il est également exclu que la Banque nationale puisse être contrainte à consentir un prêt sans aucune garantie (crédit en blanc).

La Banque nationale considère qu'en cas de crise il reste peu de temps pour convenir d'une aide extraordinaire sous forme de liquidités et mettre

en œuvre la procédure. Il est donc essentiel que les banques ou groupes de banques d'importance systémique se préparent le mieux possible à une telle éventualité.

Sans l'abandon du principe d'ambiguïté constructive et sans l'adoption d'un principe prônant plutôt la «clarté constructive», exigeant notamment que soient clarifiées les conditions d'octroi d'une aide extraordinaire sous forme de liquidités, les banques ne seraient pas en mesure, en cas de crise, d'évaluer correctement les risques pesant sur leurs liquidités, ni de prendre en temps utile les précautions administratives requises.

7.5 La surveillance des systèmes de paiement

ANDY STURM

7.5.1 Introduction

Les profondes mutations auxquelles les marchés financiers ont été soumis durant le dernier quart de siècle, et notamment l'énorme croissance des flux nationaux et transfrontaliers de paiements et de transactions financières, ont amené les banques centrales à élargir leur horizon et à se préoccuper de plus en plus de la sécurité des systèmes de paiement. Pour la Banque nationale, la nécessité d'approfondir les possibilités de contrôler les risques inhérents au trafic des paiements s'inscrivait dans le droit fil de sa politique, et cela pour trois raisons. D'abord, il a toujours été dans ses attributions de faciliter les opérations de paiement. Ensuite, la Banque nationale est tributaire de systèmes de paiement sûrs et efficaces pour appliquer sa politique monétaire et alimenter les banques en liquidités. Enfin, le règlement des paiements sans numéraire est exposé à des risques spécifiques qui, dans des situations extrêmes, peuvent entraîner de graves perturbations pour tout le système financier et en menacer la stabilité.

Afin de préserver les intérêts en jeu dans le domaine de la stabilité financière, la surveillance des systèmes de paiement a peu à peu pris rang au nombre des tâches propres à une banque centrale. Dans ce contexte, la Banque nationale assume une mission qui consiste à observer et analyser les systèmes existants ou prévus, puis à les apprécier quant à leurs incidences sur la stabilité financière. Si nécessaire, elle use de son influence pour faire en sorte que les ajustements ou changements qui s'imposent soient entrepris. Ainsi, sa surveillance embrasse aussi bien les normes et réglementations prudentielles que les instruments avec lesquels une banque centrale

tente de préserver ou d'encourager la sécurité et l'efficacité des systèmes de paiement²³.

7.5.2 *Les risques inhérents aux systèmes de paiement*

Le trafic des paiements sans numéraire est lié à un certain nombre de risques. Du point de vue du participant à un système de paiement, on peut en distinguer trois types: les risques de crédit, les risques de liquidités et les risques opérationnels. Le risque de crédit réside dans le fait que la contrepartie ne s'acquitte pas de ses obligations, et cela ni à la date de valeur, ni à une date ultérieure. Ce risque porte aussi sur la possibilité de trouver un substitut à l'opération qui n'a pas été exécutée (risque de coût de remplacement). Le risque de liquidités est le risque que le participant à un système de paiement se trouve, en raison de difficultés temporaires de trésorerie, dans l'impossibilité de s'acquitter à temps et en totalité de ses obligations. Ce faisant, il détériore la position de liquidités de sa contrepartie, laquelle se trouve contrainte de combler à brève échéance le montant manquant et de puiser à d'autres sources, ce qui entraîne pour elle des frais de recherche et des charges d'intérêts. On entend par risque opérationnel, enfin, l'éventualité que des paiements ne puissent être exécutés comme prévu. Le problème peut apparaître chez un participant ou chez l'exploitant du système et avoir diverses causes, telles qu'un aménagement déficient des processus internes ou des installations techniques, des erreurs de manipulation de la part de collaborateurs, ou encore résulter de causes extérieures, telles qu'une panne de courant par suite d'intempéries ou des déprédations compromettant le cours normal de l'exploitation.

Les risques inhérents à un système de paiement dépendent dans une large mesure de sa conception, comme l'illustre très bien la comparaison entre le *Swiss Interbank Clearing* (SIC) et le système qui l'a précédé, le clearing bancaire (5.2.1). Dans le clearing bancaire, les ordres de paiement étaient accumulés pendant toute une journée (*netting*) et les positions nettes réglées à la fin de la journée en question (finalité des paiements en fin de journée). S'il se produisait qu'une banque ne satisfasse pas à ses obligations, les exploitants du système devaient annuler l'ensemble des paiements destinés à la banque défaillante et des ordres de paiement en émanant (*unwinding*), et tout le cycle de traitement et de compensation des positions nettes devait être recommencé sans la banque défaillante. Non seulement une telle procédure était très coûteuse, mais encore elle recelait le risque que d'autres banques, demeurées en

23 Padoa-Schioppa (2004).

vain dans l'attente des paiements de la banque défaillante, deviennent à leur tour insolvables. Le SIC, par contre, est un système de règlement brut en temps réel qui, sous réserve de couverture, exécute les ordres de paiement individuellement et de façon irrévocable (finalité intrajournalière). Il écarte ainsi tout risque de crédit. Cependant, son exploitation requiert en principe davantage de liquidités qu'un système qui accumule et compense multilatéralement les ordres de paiement, d'où un risque accru de liquidités. L'expérience du SIC n'en a pas moins démontré qu'il était possible, par des mesures adéquates, de réduire nettement les risques de liquidités (5.2.3).

Les risques de crédit, de liquidités et les risques opérationnels sont en principe inhérents à tous les systèmes de paiement. Mais ils n'ont pas partout la même portée. Dans sa fonction de surveillance, la Banque nationale concentre son attention sur les systèmes de paiement dont le volume est à ce point important qu'ils pourraient menacer la stabilité du système financier. C'est le cas lorsque les problèmes de crédit ou de liquidités d'une banque risquent de se propager comme une traînée de poudre, via le système de paiement, à d'autres établissements (risque systémique). Dans une telle situation, le système de paiement sert en quelque sorte de canal de transmission aux risques systémiques. Mais il peut aussi déclencher lui-même des risques systémiques quand des problèmes techniques, notamment chez l'exploitant du système, retardent ou paralysent totalement le règlement des ordres de paiement. Une telle situation risque également de confronter les participants au système à de graves difficultés de crédit ou de liquidités, de sorte qu'ils ne puissent plus – et vraisemblablement tout le système financier avec eux – assumer leur fonction. On a alors également affaire à une crise systémique.

Le coût d'une crise systémique peut être considérable. Sur le plan macro-économique, le problème réside principalement dans le fait que ce coût ne pèse pas uniquement sur le responsable de la crise systémique, mais en grande partie également sur des tiers (externalités négatives). Lorsqu'un système de paiement important compromet la stabilité de tout le système financier, à la suite d'une défaillance technique notamment, les banques participantes et leurs clients en sont affectés au même titre que l'exploitant du système en question. Certes, ce dernier peut, par des mesures techniques et organisationnelles, aménager son système de manière à rendre une crise systémique peu probable. Mais, dans son calcul d'investissement, il ne tiendra pas compte, ou insuffisamment, des coûts que les tiers auront à supporter si une crise éclate. Si l'ampleur des mesures de sécurité à prévoir est laissée à l'appréciation du seul exploitant, on peut craindre que les risques systémiques ne soient plus élevés que ce qui se justifierait d'un point de vue économique

général. Aussi l'objectif que poursuit la Banque nationale au travers de la surveillance des systèmes de paiement est-il de réduire les risques systémiques en conséquence.

7.5.3 La surveillance en mutation

La surveillance des systèmes de paiement est généralement considérée comme une mission incombant à la banque centrale. Les instituts d'émission de bon nombre de pays disposent d'une base légale explicite pour exercer cette fonction. De plus, les banques centrales sont assez unanimes sur les objectifs que la surveillance est censée poursuivre et sur sa mise en œuvre pratique²⁴. Il n'en a pas toujours été ainsi. Si la Banque nationale et d'autres banques centrales se sont de tout temps préoccupées des questions relevant du trafic des paiements sans numéraire, elles en étaient encore dans les années septante à chercher surtout à maîtriser les évolutions fulgurantes qui se manifestaient dans le traitement électronique des données et à évaluer les perspectives nouvelles qui en découlaient. Jusqu'au début des années quatre-vingt, la plupart d'entre elles n'ont voué qu'une attention très marginale aux risques systémiques liés aux opérations de paiement. Une surveillance visant à assurer la stabilité financière n'existait dans le meilleur des cas qu'à l'état embryonnaire.

Ce n'est qu'au cours de la première moitié des années quatre-vingt que les banques centrales ont commencé à se préoccuper vraiment des risques de règlement. Elles y ont été poussées par la formidable croissance qu'enregistraient à l'époque les flux de paiements nationaux et internationaux, consécutive à la libéralisation et à la déréglementation naissantes des marchés financiers. Une autre raison tenait au fait qu'elles voulaient éviter une réédition de l'affaire Herstatt (7.1.2). C'est pourquoi les gouverneurs des banques centrales du Groupe des Dix (G10) ont institué en 1980 le *Group of Experts on Payment Systems* qui, par la suite, a analysé les conséquences du développement des systèmes de paiement dans les pays du G10, s'attelant en particulier à la question de savoir comment, par le jeu de règles et de procédures adéquates, il serait possible de réduire les risques de règlement. Les enseignements tirés de ces discussions ont influé en partie sur l'architecture du SIC, mis au point à l'époque par les banques suisses.

Bien que la Suisse ait mis en place, dès 1987, l'un des premiers systèmes de règlement brut en temps réel – le SIC –, les systèmes de *netting* sont restés de règle dans de nombreux pays pendant une bonne partie des années nonante. Les banques centrales ont cependant insisté sur la nécessité de les améliorer

24 BRI (2005).

par diverses mesures – limites de crédit, fonds de garantie – afin de réduire surtout le risque d'annulation. En 1990, les banques centrales du G10 se sont accordées sur des normes minimales pour l'exploitation de systèmes de *netting* bilatéraux et multilatéraux²⁵. Un système de *netting* devrait être aménagé de telle sorte qu'il puisse par exemple supporter au moins la défaillance du participant le plus important. Par la même occasion, elles ont jeté les bases d'une coopération en matière de surveillance des systèmes transnationaux.

En 1990 toujours, les banques centrales du G10 ont institué le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, ou CSPR (*Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS*), qui fait office depuis lors de forum permanent de discussion sur l'observation et l'analyse des événements nationaux et internationaux dans le domaine des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres. Le CSPR a commencé par préciser le fonctionnement de ses débats de fond, puis il a défini les modalités d'exercice et de développement de la fonction de surveillance des banques centrales. Il a publié divers rapports sur les systèmes de paiement pour gros montants et sur les systèmes de règlement des opérations sur titres, ainsi que sur les mécanismes de compensation et de règlement pour les produits dérivés négociés en Bourse et les instruments relevant du trafic des paiements de masse. Les analyses que contiennent ces rapports ont largement influencé l'évolution des infrastructures des marchés financiers nationaux et internationaux, comme le montrent les deux exemples suivants.

Au début des années nonante, le CSPR a analysé un certain nombre de mécanismes permettant, par l'application du principe «livraison contre paiement», d'éliminer les risques liés au règlement des opérations sur titres²⁶. En Suisse, il en a découlé un soutien aux efforts déployés en vue de connecter le SIC au SECOM, système de règlement des opérations sur titres, et la Bourse suisse SWX à la *Swiss Value Chain*. Ainsi, depuis 1995, il est possible en Suisse de régler les opérations sur titres individuellement et de façon entièrement automatisée selon le principe «livraison contre paiement».

Au cours de la seconde moitié des années nonante, les banques centrales ont entrepris une fois de plus, sous l'égide du CSPR, de réduire les risques de règlement dans les opérations de change²⁷. Depuis la faillite de la Banque Herstatt, le règlement des opérations de change avait peu évolué, malgré la forte croissance de leur volume et les inquiétudes des banques centrales quant

25 BRI (1990).

26 BRI (1992a).

27 BRI (1996).

aux risques de règlement liés à ces opérations. Dans le cadre d'une stratégie à plusieurs niveaux, les banques centrales ont demandé au secteur bancaire de concevoir des procédures permettant de limiter ces risques. Un consortium de banques opérant à l'échelle internationale, et comprenant les deux grandes banques suisses, a alors créé le système *Continuous Linked Settlement* (CLS). Depuis sa mise en exploitation en 2002, le système CLS règle les opérations de change dans les principales monnaies selon le principe «paiement contre paiement», ce qui permet de réduire les risques de règlement. La Banque nationale a soutenu la création du système CLS et s'est employée à ce que les opérations de change contre francs suisses puissent d'emblée être réglées par ce système.

Nombre d'enseignements que la Banque nationale a pu tirer de sa participation aux travaux du CSPR ont profité à sa propre activité de surveillance. Toutefois, longtemps, la Banque nationale a analysé les questions d'actualité de façon isolée et plutôt ad hoc. Il lui manquait le cadre conceptuel qui lui aurait permis de porter une appréciation globale sur les différentes sortes de risques. Cette situation a changé quand, à l'orée du nouveau millénaire, les banques centrales ont entrepris de formuler des recommandations normatives. Les dix principes fondamentaux applicables aux systèmes de paiement, que le CSPR a publiés en 2001, ont apporté à la Banque nationale une aide essentielle pour la poursuite de son activité de surveillance²⁸. Accédant au rang de norme internationale et rapidement reconnus comme tels sur le plan mondial, ils ont formé une ossature complète et consistante à partir de laquelle il a été possible d'apprécier et d'évaluer des systèmes de paiement qui contribuent de manière importante à la stabilité du système financier.

7.5.4 Les bases juridiques et la mise en œuvre en Suisse

Sous le régime de l'ancienne loi sur la BNS, la Banque nationale se réclamait en termes très généraux de sa mission consistant à faciliter les opérations de paiement lorsqu'il s'agissait pour elle d'agir sur l'évolution et l'aménagement de systèmes de paiement (art. 2, al. 1, aLNB). Mais ses possibilités en la matière étaient limitées: pour influencer sur un système de paiement ou son exploitant, la Banque nationale en était réduite à recourir à la méthode de la persuasion morale (*moral suasion*)²⁹.

La Banque nationale a profité de la révision de la Constitution fédérale et de la loi sur la BNS pour ancrer ses pouvoirs de surveillance dans le droit et

²⁸ BRI (1996).

²⁹ Heller et Sturm (2003).

mettre ainsi davantage en évidence l'objectif de protection qui y est associé, à savoir la stabilité du système financier. La révision de la loi a tenu compte de ce souci à double titre. Premièrement, la Banque nationale a désormais pour tâche non seulement de faciliter, mais aussi d'assurer le bon fonctionnement des systèmes de paiement sans numéraire (art. 5, al. 2, let. c, LBN). Deuxièmement, la nouvelle LBN a concrétisé cette tâche en fixant les principes de la surveillance, dont les dispositions d'exécution figurent dans l'ordonnance relative à la loi sur la Banque nationale (OBN).

La LBN confère à la Banque nationale la mission de surveiller, outre les systèmes de paiement, les systèmes de compensation et de règlement des opérations sur instruments financiers, notamment de valeurs mobilières (systèmes de règlement des opérations sur titres). Deux facteurs parlaient en effet en faveur d'une extension de l'activité de surveillance. D'une part, les systèmes de règlement des opérations sur titres présentent des risques analogues à ceux des systèmes de paiement, de sorte que des synergies apparaissent dès l'instant où la même autorité surveille les deux types de système. D'autre part, les principaux systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres en service en Suisse sont intégrés à la *Swiss Value Chain*. Ce lien crée donc des interdépendances qui rendent parfaitement logique une surveillance unique.

L'activité de surveillance de la Banque nationale vise à préserver la stabilité du système financier. A cette fin, la BNS est habilitée à formuler des exigences minimales pour l'exploitation de systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres, dans la mesure où ceux-ci pourraient mettre en danger la stabilité du système financier helvétique. Selon ce principe, les systèmes de paiement de moindre importance, tels que ceux que proposent les organismes de cartes de crédit, ne font l'objet d'aucune surveillance dès lors qu'ils ne peuvent constituer une menace pour le système financier. Lors de l'élaboration des exigences minimales (art. 22 à 34 OBN), la Banque nationale s'est largement inspirée des normes internationales en vigueur³⁰, tout en les formulant de façon plus concrète dans certains domaines.

Afin de déterminer si un système est important pour la stabilité du système financier, l'ordonnance énumère toute une série de critères, en particulier la nature et le volume des opérations qui y font l'objet de compensations ou de règlements, ou encore ses connexions avec d'autres systèmes. Sur la base de ces paramètres, la Banque nationale est arrivée en 2004 à la conclusion que, pour la Suisse, seuls quatre systèmes devaient être soumis à surveillance.

30 BRI (2001a et 2001b).

Il s'agit, en premier lieu, des trois systèmes intégrés à la *Swiss Value Chain*: le système de paiement SIC, le système de règlement des opérations sur titres SECOM de la SIS SegInterSettle AG et x-clear qui, exploité par la SIS x-clear AG, intervient comme contrepartie centrale dans le négoce boursier. Les exploitants de ces systèmes doivent satisfaire aux exigences minimales de la Banque nationale. En outre, portant sur plusieurs monnaies, le système CLS de règlement des opérations revêt lui aussi une grande importance du point de vue systémique. Mais, étant donné que son exploitant, la *CLS Bank International*, qui a son siège à New York, fait l'objet d'une surveillance appropriée de la part de la Réserve fédérale américaine, la Banque nationale a dispensé CLS de l'observation des exigences minimales.

Pour s'assurer que les exploitants du SIC, du SECOM et de x-clear respectent les exigences minimales, la Banque nationale se procure continuellement des informations actualisées sur les trois systèmes. Elle puise ses sources dans divers documents et statistiques internes des exploitants ou dans les rapports des services internes de révision et des sociétés d'audit. D'autre part, elle rencontre régulièrement ces exploitants pour traiter de questions relevant de la surveillance. Quand, sur la base de ces informations, la Banque nationale constate qu'un exploitant ne remplit pas les critères prescrits, elle lui communique les résultats de ses investigations et lui donne l'occasion de prendre position. Si la réponse n'est pas satisfaisante, la Banque nationale énonce une recommandation invitant l'exploitant à rétablir une situation conforme à la légalité. En cas de désaccord, l'exploitant peut exiger que la BNS rende une décision susceptible de recours. C'est d'ailleurs ce qu'elle fait spontanément lorsque l'exploitant ne suit pas sa recommandation. La Banque nationale peut de surcroît donner son avis sur certains faits ou développements dès lors qu'elle entrevoit des possibilités d'amélioration allant au-delà des exigences minimales.

SIS SegInterSettle AG et la SIS x-clear AG disposent d'une licence bancaire, ce qui les soumet d'office à la surveillance de la Commission fédérale des banques (CFB). Afin d'éviter les doubles emplois et de prévenir des lacunes, la Banque nationale et la CFB coordonnent leurs activités, en particulier au niveau de la collecte d'informations. Après l'entrée en vigueur de la nouvelle LBN, elles sont convenues que la Banque nationale, pour juger des exigences minimales relevant de la loi sur les banques, s'appuierait sur des informations recueillies par la CFB ou les organes de révision prévus par la loi sur les banques. Un autre volet de cette collaboration réside dans l'obligation faite à la BNS de consulter la Commission avant d'édicter une recommandation ou de rendre une décision.

Il est possible que des infrastructures dont les exploitants sont établis en Suisse représentent un danger pour la stabilité de systèmes financiers étrangers et, inversement, que des systèmes étrangers affectent la stabilité du système financier helvétique. Aussi la loi autorise-t-elle la BNS à coopérer avec des autorités de surveillance et de contrôle étrangères. Pour ce qui est de CLS, la Banque nationale est intégrée dans un organisme de surveillance conjointement avec d'autres banques centrales dont les monnaies entrent dans les règlements assurés par ce système. La Réserve fédérale américaine, qui fait office d'autorité de surveillance au premier degré, consulte régulièrement la BNS et d'autres instituts d'émission participants sur des questions spécifiques à CLS qui revêtent une importance majeure au regard de la stabilité financière. Dans l'ensemble, la nouvelle LBN a donc créé les conditions requises pour que la Banque nationale puisse surveiller avec efficacité et efficience les systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres qui peuvent influencer sur le système financier suisse et, au besoin, collaborer avec d'autres autorités nationales et étrangères.

Sources

ATF, arrêt du Tribunal fédéral suisse (diverses années).

BNS, directives sur instruments de politique monétaire (2004), *Directives générales de la Banque nationale suisse (BNS) sur ses instruments de politique monétaire*, du 25 mars, <http://www.snb.ch>, puis La BNS et Fondements juridiques.

Bibliographie

Bagehot, W. (1873), *Lombard Street: A Description of the Money Market*, Henry S. King, Londres.

Birchler, U. W. et D. Egli (2003), «Ein neues Bankinsolvenzrecht für die Schweiz», dans *Revue suisse d'économie politique et de statistique*, 139 (2), pp. 125–154.

Blattner, N. (2005), «The Role of Switzerland as an International Financial Center», exposé présenté devant l'*International Council of Securities Associations*, 26 avril, Lugano; Bibliothèque de la BNS, Zurich.

BNS (2005a), *Rapport sur la stabilité systémique*, Zurich.

BNS (2005b), *Les banques en Suisse 2004*, Zurich.

BRI (1990), *Rapport du Comité sur les systèmes de compensation interbancaires des banques centrales des pays du Groupe des Dix* (rapport Lamfalussy), Bâle.

BRI (1992a), *Livraison contre paiement dans les systèmes de règlement de titres*, rapport du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement des banques centrales des pays du Groupe des Dix, Bâle.

BRI (1992b), *Recent developments in international interbank relations*, rapport d'un groupe de travail constitué par les banques centrales des pays du Groupe des Dix (rapport Promisel), Bâle.

BRI (1994), *Macroeconomic and monetary policy issues raised by the growth of derivatives markets*, rapport d'un groupe de travail constitué par le Comité permanent des euromonnaies des banques centrales des pays du Groupe des Dix (rapport Hannoun), Bâle.

BRI (1995), *Issues of measurement related to market size and macroprudential risks in derivatives markets*, rapport d'un groupe de travail constitué par les banques centrales des pays du Groupe des Dix (rapport Brockmeijer), Bâle.

BRI (1996), *Risque de règlement dans les opérations de change*, rapport du Comité sur les systèmes de paiement et de règlement des banques centrales des pays du Groupe des Dix, Bâle.

BRI (2001a), *Principes fondamentaux pour les systèmes de paiement d'importance systémique*, rapport du groupe de travail Principes et pratiques dans les systèmes de paiement, Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, Bâle.

BRI (2001b), *Recommandations pour les systèmes de règlement de titres*, rapport du groupe de travail sur les systèmes de règlement de titres, institué conjointement par le Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (CSPR) et le Comité technique de l'Organisation internationale des commission de valeurs (OICV), Bâle.

BRI (2004), «Bank Failures in Mature Economies», Comité sur le contrôle bancaire, dans *BIS Working Papers*, 13, Bâle.

BRI (2005), *Central bank oversight of payment and settlement systems*, Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, Bâle.

BRI, Rapport trimestriel (diverses années), «International banking and financial market developments», Statistical Annex, Securities markets et Derivatives markets, dans *BIS Quarterly Review*, Bâle.

- Crockett, A. et B. Cohen (2001), «Financial Market and Systemic Risk in an Era of innovation», dans *International Finance*, 4 (1), pp. 127–144.
- George, E. A. J. (1993), «The pursuit of financial stability», exposé présenté dans le cadre de The second Bank of England/LSE lecture à la London School of Economics (18 novembre) et imprimé (1994) dans le *Bank of England Quarterly Bulletin*, 34 (1), pp. 60–66.
- Heller, D. et A. Sturm (2003), «Le rôle de la Banque nationale dans le trafic des paiements sans numéraire», dans *Bulletin trimestriel* de la BNS, 21(1), pp. 44–56.
- Hildebrand, P. M. (2005), «Développements récents dans le secteur des fonds d'arbitrage» dans *Bulletin trimestriel* de la BNS, 23 (1), pp. 42–57.
- Lusser, M. (1987), «Der Wandel auf den Finanzmärkten – Herausforderungen für Banken, Notenbanken und Bankenaufsicht», exposé présenté devant l'Assemblée générale de l'Association des banques étrangères en Suisse, 19 juin, Berne; Bibliothèque de la BNS, Zurich.
- Lusser, M. (1993), «Regionalbanken und die Schweizerische Nationalbank – Eine Standortbestimmung», exposé présenté à Bienne, 16 février; Bibliothèque de la BNS, Zurich.
- McKinsey (2005), «\$118 Trillion and Counting: Taking Stock of the World's Capital Markets», McKinsey Global Institute, San Francisco.
- Merrill Lynch (2004), *Size & Structure of the World Bond Market: 2004*, Global Fixed Income Research Team, mai, [s.l., s.n.].
- Miniane, J. (2004), «A New Set of Measures on Capital Account Restrictions», *IMF Staff Papers*, vol. 51, pp. 276–308, FMI, Washington DC.
- Obstfeld M. et A. Taylor (2004), *Global Capital Markets – Integration, Crisis and Growth*, Cambridge University Press, Cambridge.
- OCDE (1998 et 2003), *Institutional Investors: Statistical Yearbook*, Paris.
- OCDE (2002), *Bank Profitability*, Financial Statements of Banks, Paris.
- OFS (2005), *Le système de comptabilité nationale – Résultats 1998–2003*, Neuchâtel.
- Padoa-Schioppa, T. (2004), «Shaping the Payment System: A Central Bank's Role», exposé présenté dans le cadre de la *Bank of Korea's Conference on Payment Systems*, 13 mai, à Séoul; Bibliothèque de la BNS, Zurich.
- Rime, B. (2005), «Too Big too Fail», dans *Financial Regulator*, 10 (3), pp. 47–51.
- Roth, J.-P. (2002), «Immobilienpreise und Geldpolitik», exposé présenté dans le cadre de la Conférence des présidents de l'Association suisse des propriétaires fonciers, 30 novembre; Bibliothèque de la BNS, Zurich.
- Thornton, H. (1802), *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*, Hatchard, Londres.
- Zulauf, U. (1998a), «Recht und Realität der Sanierung und Liquidation von Banken in der Schweiz», dans C.-A. Margelisch et C. Winzeler (éd.), *Freiheit und Ordnung im Kapitalmarkt-recht*, Festschrift für Jean-Paul Chapuis, pp. 217–251, Schulthess, Zurich.
- Zulauf, U. (1998b), «Zur Revision der schweizerischen Rechtsvorschriften über Bankensanierung und Bankenliquidation», dans P. Nobel (éd.), *Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz*, 7, pp. 25–59, Stämpfli, Berne.

8 La gestion des actifs

8.1 Le rôle des actifs et leur évolution

M. SOPHIE FABER ET DEWET MOSER

8.1.1 Introduction

La fonction première de la Banque nationale est d'approvisionner l'économie en monnaie centrale, ce qu'elle fait en achetant des actifs – or, devises ou titres – aux banques commerciales et en leur bonifiant en contrepartie des avoirs sur leurs comptes de virement. Le montant des actifs de la BNS est donc fonction du volume de monnaie centrale et des fonds propres, tandis que leur composition dépend des opérations réalisées avec les banques. Dans l'optique de la politique monétaire, la typologie des transactions utilisées par la Banque nationale pour gérer la monnaie centrale est une question secondaire. La nature des actifs acquis dépend du contexte institutionnel et des conditions dans lesquelles la banque centrale remplit son mandat, en particulier du régime de change en vigueur, des opérations autorisées par la loi et de l'évolution des marchés financiers.

Au temps du rattachement du franc à l'or et sous le système des changes fixes, la monnaie centrale devait être couverte essentiellement par les réserves monétaires – or et devises. Pour pouvoir défendre la parité-or ou le cours de change, la Banque nationale devait être en mesure de satisfaire en toutes circonstances une demande excédentaire d'or ou de devises en se défaisant d'une partie de ses réserves monétaires. A l'inverse, elle accroissait ses réserves monétaires en cas de demande excessive de francs. Le volume et la composition des actifs de la BNS découlaient donc directement de la mise en œuvre de la politique monétaire. Jusque dans les années soixante, les actifs de la Banque nationale se composaient principalement des réserves d'or, puis plus tard des réserves de devises.

Depuis le passage au régime des changes flottants en 1973, la mise en œuvre de la politique monétaire ne nécessite théoriquement plus la détention de réserves monétaires, puisque l'offre et la demande de francs sont censées être régulées par les cours de change. Néanmoins, il ne fut nullement question à cette époque de démanteler les réserves monétaires, qui constituaient la principale couverture de la monnaie centrale. De plus, la Banque nationale y recourut pour intervenir sur les marchés des changes, notamment pour influencer la relation de change entre le dollar et le franc. Depuis les années

quatre-vingt, les réserves monétaires assument de plus en plus la fonction d'instrument de prévention et de maîtrise des crises.

La forte progression des réserves de devises durant les années septante et l'abandon des changes fixes ont permis à la Banque nationale de structurer peu à peu ses actifs d'une manière indépendante des nécessités courantes de la politique monétaire. Un certain nombre de questions demandaient cependant à être résolues, à savoir la composition et la gestion puis, à partir des années nonante, le niveau adéquat de ces actifs, en particulier celui des réserves monétaires. Cette problématique a été amplement débattue au cours du dernier quart de siècle. Le processus a débouché en plusieurs étapes sur la formulation, puis l'ancrage dans la loi, d'une politique de placement (8.3) et d'une politique de provisions de la BNS. Le sujet étant étroitement lié à la distribution du bénéfice de la BNS (8.4), le débat a également pris une dimension de politique intérieure, qui a influencé son déroulement. Jusqu'à la fin des années nonante, le rattachement du franc à l'or (9.1.3) et d'autres prescriptions légales limitèrent toutefois sensiblement la gestion des actifs de la Banque nationale.

8.1.2 *L'évolution des actifs*

Les premières années qui suivirent la création de la Banque nationale furent marquées par le besoin d'accumuler des réserves d'or et d'argent. La BNS devait en effet assurer la couverture métallique prescrite par la loi et être en mesure de rembourser en tout temps, en or ou en argent, les billets émis¹. La plus grande partie de l'encaisse métallique se composait toutefois d'or. Le dollar et la livre sterling ayant réintégré le régime de l'étalon-or après la Première Guerre mondiale, les réserves de devises commencèrent, durant les années vingt, à peser d'un certain poids dans le bilan de la BNS. L'or demeurait cependant l'actif le plus important, a fortiori après l'inscription de la convertibilité-or du franc dans la loi, en avril 1930². A la fin de cette année, l'encaisse-or représentait environ 50% et les devises 25% de la somme du bilan de la BNS, qui s'élevait alors à 1,4 milliard de francs. La part des actifs suisses, qui correspondait à peu près à la moitié de la somme du bilan à la fin de la Première Guerre mondiale³, diminua rapidement à partir de

1 BNS (1982), p. 22.

2 A partir de cette date, la BNS ne put comptabiliser plus que l'or dans l'encaisse métallique garantissant les billets en circulation.

3 Durant la guerre, la BNS escompta une grande quantité de rescriptions de la Confédération et prêta ainsi main forte au financement du déficit public. De ce fait, la part des actifs suisses atteignit un sommet. Voir chapitre 1.4 et Ruoss (1992), p. 92.

1930 pour rester pratiquement insignifiante jusqu'à la fin des années nonante.

La valeur de l'encaisse-or exprimée en francs fut multipliée par huit entre 1930 et 1950, tandis que les réserves de devises ne commencèrent à croître durablement qu'au cours des années soixante. La politique monétaire alors très expansionniste des Etats-Unis força la Banque nationale à effectuer des achats massifs de dollars jusqu'en 1973 (2.3.4 et graphique 2.5). Après l'introduction du flottement des monnaies, la Banque nationale tenta encore de freiner la revalorisation du franc par des achats de devises notamment, si bien qu'en 1976 la moyenne annuelle des réserves de devises dépassa pour la première fois la valeur des réserves d'or calculée au cours légal. A partir de 1974, les réserves de devises augmentèrent aussi sous l'effet des swaps dollars contre francs que la Banque nationale avait commencé à utiliser pour gérer la masse monétaire et qui allaient devenir le principal instrument de la politique monétaire durant les vingt années suivantes (4.6.4). Dans les swaps dollars contre francs, les devises étaient couvertes contre le risque de change, et le rendement était équivalent à celui des actifs suisses. Leur montant variait, en fonction des nécessités de la politique monétaire, entre 10 milliards et 20 milliards de francs au maximum. Lorsque les pensions de titres ont remplacé les swaps de devises, en 1998, le portefeuille de titres suisses a regagné de l'importance, pour la première fois depuis les années vingt. Depuis lors, les pensions de titres représentent environ un quart des actifs de la BNS.

Les réserves de devises non couvertes contre le risque de change ont continué d'augmenter au cours des années quatre-vingt et nonante. Entre 1980 et 1999, elles se sont accrues en moyenne de 7,5% par an, grâce en bonne partie aux taux d'intérêt élevés servis sur les placements en monnaies étrangères, qui ont largement compensé la dépréciation du dollar durant cette période. En revanche, les interventions sur les marchés des changes, devenues sporadiques et de faible ampleur, n'ont plus eu de réelle influence sur le volume des réserves de devises. A la fin de 1999, avant le début des ventes d'or, la Banque nationale détenait 47 milliards de francs sous forme de réserves de devises. Ce montant s'est temporairement accru de 16 milliards de francs jusqu'au printemps 2005 à la suite des ventes d'or. Sans ce produit, le montant des réserves de devises aurait plafonné à partir de l'année 2000, du fait de l'augmentation des distributions de bénéfices.

Contrairement aux réserves de devises, l'encaisse-or de la BNS est restée pratiquement inchangée à partir de 1971, soit après la suppression de la convertibilité du dollar en or. A la parité officielle de l'époque, elle se montait à 11,9 milliards de francs. Lorsque le nouvel article constitutionnel sur la

monnaie est entré en vigueur, en 2000, la Banque nationale a évalué son encaisse-or au prix du marché, et sa valeur a alors grimpé à 39,3 milliards de francs. Depuis, le montant de l'encaisse-or figurant au bilan a connu de fortes fluctuations en raison de la volatilité du prix du métal jaune. Grâce aux ventes d'or réalisées entre mai 2000 et avril 2005, la Banque nationale a pu réduire ses réserves d'or physique de moitié, jusqu'à 1300 tonnes environ (8.2.4). En avril 2005, les ventes d'or étant achevées, l'encaisse-or s'élevait à 21 milliards de francs.

8.1.3 *La structure des actifs: placements en monnaies étrangères contre placements en francs*

Après l'effondrement du système des changes fixes et une fois passées les turbulences sur les marchés des changes, les interventions sur ces marchés sont devenues moins impératives, la Banque nationale n'étant plus contrainte de détenir des réserves de devises pour conduire sa politique monétaire. Vers la fin des années septante, elle se posa donc pour la première fois la question de principe de savoir quels actifs elle devrait acquérir pour créer des liquidités et quelle structure d'actifs elle devrait viser à long terme. La Direction générale avait constaté à cette époque que ses réserves monétaires étaient élevées en comparaison internationale et que les risques de pertes sur les réserves libellées en dollars étaient considérables. Elle ne voyait donc aucune nécessité de continuer à accumuler ce type de réserves⁴. En revanche, la part des actifs libellés en francs était faible. Hormis son portefeuille de titres suisses, qui était constitué en grande partie d'effets escomptés et représentait moins de 10% de ses actifs en 1980, la Banque nationale détenait encore un portefeuille peu étoffé d'obligations en francs, car jusqu'à la fin des années septante elle était fréquemment intervenue sur le marché obligataire, afin d'exercer une influence sur le rendement des emprunts de la Confédération (10.4.7). En plus des avantages et des inconvénients, dans l'optique de la politique monétaire, d'une proportion plus marquée d'actifs suisses, la Direction générale avait aussi évoqué la question du rendement. En 1976, elle avait confié au professeur Jürg Niehans le soin de mener une expertise sur cette question⁵. Il en ressortit que, à court terme surtout, les opérations sur actifs domestiques et celles sur devises n'influençaient pas les taux d'intérêt et les cours de change de la même manière, de sorte que la possibilité d'effectuer les deux types d'opérations aurait pour effet d'accroître la marge de manœuvre

4 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1978), 29 juin, n° 446.

5 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1978), 6 avril, n° 242.

de la Banque nationale. L'expertise examina aussi la question du rendement et mit en lumière les aspects fiscaux et macroéconomiques de chaque catégorie de transactions. Des calculs montraient que, durant les années précédentes, les revenus des placements en francs auraient été plus élevés que ceux des placements en dollars.

L'argument de la marge de manœuvre monétaire fut finalement déterminant aux yeux de la Direction générale. Il convenait donc d'étoffer le portefeuille des titres libellés en francs, afin que la Banque nationale puisse intervenir sur le marché pour de gros montants, non seulement en tant qu'acheteuse, mais aussi comme vendeuse d'actifs domestiques. Un portefeuille d'obligations en francs plus important exercerait en outre un effet bienvenu de diversification selon la monnaie. La Direction générale jugeait souhaitable d'atteindre à long terme un équilibre entre l'or, les devises et les titres suisses. C'est pourquoi elle décida au printemps 1981 d'augmenter annuellement son portefeuille d'obligations suisses à hauteur d'un tiers de l'accroissement de la masse monétaire. Ce faisant, elle savait que son engagement sur le marché obligataire en francs ne serait pas sans problème: il ne fallait pas en effet que ses achats influencent le niveau des rendements et la structure des échéances. De plus, il ne fallait en aucun cas donner l'impression que la banque centrale participe au financement du déficit de la Confédération ou qu'elle mène une politique structurelle privilégiant certains cantons ou certains établissements bancaires⁶. Enfin, la Banque nationale ne devait pas gérer son portefeuille de manière active, étant donné qu'elle aurait pu exploiter à son avantage des informations confidentielles sur l'évolution des taux d'intérêt⁷.

Au cours des dix années suivantes, le portefeuille obligataire en francs de la BNS a passé de 1 à 3 milliards de francs, sans acquérir pour autant une grande importance sur le plan de la politique monétaire. Car il n'y eut à aucun moment besoin de résorber d'importantes liquidités, en raison notamment du recul des interventions stérilisées sur les marchés des changes, c'est-à-dire des interventions dont les effets sur la masse monétaire étaient neutralisés par des opérations inverses sur des titres libellés en francs. La liquidité du marché obligataire helvétique demeurait également faible, ce qui limitait les possibilités d'achat et de vente de la BNS. Cette situation était due en partie au droit de timbre, qui renchérisait les opérations sur titres suisses. En comparaison, le marché des swaps dollars contre francs était extrêmement liquide et les coûts de transaction y étaient bas. Sous l'angle de la politique de placement,

6 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1981), 5 mars, n° 143.

7 BNS, achats d'obligations (1991).

les avis étaient partagés quant à l'opportunité d'un portefeuille obligataire en francs. A rendement égal, ils présentaient certes un risque moindre que les placements en monnaies étrangères. Mais en l'absence d'une étude approfondie sur la structure des actifs de la BNS, il n'était pas possible de tirer des conclusions définitives sur l'utilité d'un portefeuille en francs. En 1992, la Direction générale institua un groupe de travail chargé de proposer une structure d'actifs qui soit optimale du point de vue de la politique de placement (8.3.3). Les années suivantes, la Banque nationale n'accumula qu'un faible volume de titres libellés en francs, mais, sous l'effet du passage à l'évaluation au prix du marché, leur valeur s'accrut tout de même de 1,5 milliard de francs en 1996.

Lorsqu'elle commença en 1998 à recourir aux pensions de titres comme instrument de sa politique monétaire, la Banque nationale prévoyait d'utiliser les obligations en francs pour les pensions de titres destinées à résorber des liquidités et pour les appels de marges⁸. Concernant ces derniers, elle n'avait toutefois besoin que d'un volume de 1 milliard de francs. Et il lui fut rarement nécessaire de conclure des pensions de titres afin de résorber des liquidités. Au surplus, la Banque nationale pouvait parvenir au même résultat avec les titres déposés par les banques. Etant donné le volume élevé des pensions de titres, la diversification croissante des placements en monnaies étrangères et la faible liquidité du marché obligataire suisse, l'utilité des obligations en francs pour la politique de placement de la BNS perdit de son importance. Enfin, la prise en compte des principes de bonne gouvernance fit apparaître plus clairement le risque de conflit d'intérêts lié à la détention d'un portefeuille en francs⁹, et la Banque nationale commença à le réduire en 2004.

8.1.4 Revenus en hausse et constitution de provisions

Jusqu'au début des années soixante, les revenus que la Banque nationale tira de ses actifs demeurèrent modestes. Durant les deux premières décennies d'activité de la Banque, les opérations d'escompte fournirent la plus grande contribution à son résultat, davantage que les opérations d'intérêts et les opérations sur devises et sur or. Jusqu'en 1930, le produit brut dégagé annuellement par la BNS s'établissait en moyenne à plus de 11 millions de francs. L'importance relative des opérations sur l'or et les devises augmenta lorsque la Suisse adopta la parité-or, mais étant donné que la majeure partie des actifs était constituée d'un stock d'or non rémunéré, le niveau des revenus ne varia

⁸ BNS, groupe de travail Gestion des actifs (2000).

⁹ Message (2002), pp. 5687s.

guère. En 1950, le résultat de la BNS n'était encore que de 15,3 millions de francs, pour des actifs d'environ 6,5 milliards. L'augmentation des revenus devint sensible lorsque le volume des placements de devises – rémunérés – commença à croître au cours de la seconde moitié des années soixante.

La progression des réserves de devises n'entraîna cependant pas seulement une amélioration des produits. Avec le flottement des monnaies et la volatilité des cours de change, les revenus se mirent également à fluctuer dans une mesure beaucoup plus forte. Les gains et les pertes de change dépassèrent plus d'une fois, et de loin, le produit annuel des intérêts. D'ailleurs, les pertes importantes enregistrées en 1973 et en 1977/1978 donnèrent lieu à diverses interventions parlementaires¹⁰. La Banque nationale considéra toutefois qu'il n'y avait pas lieu de s'inquiéter des pertes subies tant qu'elle n'était pas contrainte de vendre des devises à des cours bas. A l'époque, elle était de l'avis que l'évaluation de ses positions en devises au cours du jour comporterait toujours une dose d'arbitraire, en raison des fortes fluctuations qu'enregistraient les cours de change. En 1973, la Direction générale défendit le point de vue selon lequel une évaluation «correcte» de ses réserves de devises ne serait possible qu'après l'établissement d'une nouvelle relation de change entre le dollar et le franc. Elle s'attendait alors à ce que le flottement des monnaies ne dure pas¹¹. A fin 1977, considérant que la monnaie américaine était fortement sous-évaluée, la Banque nationale évalua ses positions non couvertes en dollars à un cours délibérément surfait. De la sorte, la perte inscrite au bilan se trouva quelque peu atténuée. Dans sa réponse à une question parlementaire, le Conseil fédéral écrivit, d'entente avec la Banque nationale, qu'il s'agissait là d'une décision relevant de la politique monétaire et que cette évaluation reflétait l'opinion de la BNS quant à l'évolution future des relations de change. La Banque nationale considérait que les fluctuations extrêmes des cours de change se corrigeraient d'elles-mêmes et que, à long terme, les produits d'intérêts plus élevés obtenus sur les placements en monnaies étrangères compenseraient les pertes de change, ce qui fut effectivement le cas par la suite.

Entre le début de 1985 et la fin de 1987, la faiblesse extrême du billet vert entraîna des pertes de change à hauteur de 10,8 milliards de francs. Ces pertes purent être compensées par la dissolution de provisions, mais l'opinion publique s'en inquiéta tout de même et commença à juger d'un œil critique la

10 Interpellations Fischer des 26 juin et 18 septembre 1973, BO CN (1973), pp. 1402s et pp. 1541ss. Questions ordinaires Jaeger et Schmid des 17 et 19 avril 1978, BO CN (1978), p. 1454 et pp. 1454s.

11 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1973), 25 octobre, n° 759.

proportion élevée des placements en dollars détenus par la BNS¹². A fin 1986, 87% des devises non couvertes contre les risques de change étaient placées en dollars, 9% en marks allemands et 4% en yens japonais. La Banque nationale envisagea alors de diversifier ses réserves de devises, non pour accroître ses revenus, mais pour les consolider, puisqu'elle tablait sur un équilibre à long terme des rendements des différentes monnaies. Une meilleure diversification permettrait aussi d'élargir ses possibilités d'intervention sur les marchés des changes et de renforcer la capacité de ses réserves à résister aux crises¹³. Cette volonté de diversification se heurta toutefois à certains aspects techniques propres au marché ainsi qu'aux limites posées par la législation: n'étant autorisée à détenir que des titres de courte durée et vu les volumes traités, la Banque nationale se trouvait *de facto* contrainte d'effectuer une grande partie de ses placements sur le marché monétaire américain, très liquide. De plus, la plupart des banques centrales étaient opposées à ce que leur devise soit utilisée comme réserve monétaire¹⁴.

Malgré les pertes élevées accusées certaines années, les placements d'actifs ont rapporté à la Banque nationale quelque 2,5 milliards de francs en moyenne par année entre 1980 et 1999, compte tenu des fluctuations de valeur dues à l'évolution des cours de change. Ces produits ont résulté à hauteur de 90% des placements en monnaies étrangères. Sur l'ensemble de la période, les gains et les pertes de change se sont pratiquement équilibrés. Les variations de la valeur de l'encaisse-or ne sont pas prises en considération dans ces chiffres, puisque celle-ci a été jusqu'en mai 2000 portée au bilan à la parité officielle.

Etant donné que, depuis 1932, la Banque nationale n'avait plus distribué de bénéfices, hormis le dividende et la part revenant aux cantons, les produits des placements ont relevé la somme du bilan. En 1971, la Banque nationale dut inscrire pour la première fois une provision pour risque de change au passif de son bilan. Cette année-là en effet, elle avait subi des pertes de réévaluation que la Confédération avait prises en charge sous forme d'une reconnaissance de dette ne portant pas intérêt et obligeant la BNS à l'amortir d'ici 1976¹⁵ (2.3.5). A l'échéance, la Banque nationale procéda à la dissolution de l'intégralité des provisions accumulées depuis 1971. En raison de sa mauvaise situation bénéficiaire, la Banque nationale ne put recommencer à constituer

12 Heure des questions CN juin 1984: conseiller national Meier, BO CN (1984), p. 807. Question ordinaire de Meier du 20 juin 1988, BO CN (1988), p. 1537.

13 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1987), 23 avril, n° 201.

14 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1984), 4 octobre, n° 445, et (1989), 13 avril, n° 165.

15 BNS, 64^e rapport de gestion 1971, p. 55.

des provisions qu'en 1980. Par la suite, celles-ci connurent cependant une croissance fulgurante: à fin 1990, elles s'élevaient déjà à 17,1 milliards de francs. Des pressions commencèrent alors à s'exercer sur la Banque nationale pour qu'elle distribue une partie de ses revenus aux pouvoirs publics. La première convention sur la distribution du bénéfice de la BNS conclue entre la Banque nationale et le Département fédéral des finances (DFF) entra en vigueur en 1991 (8.4.3). Elle limitait la constitution de provisions et se répercutait donc directement sur la croissance du bilan. Vu que l'évolution des actifs servant à mettre en œuvre la politique monétaire – swaps de devises et plus tard pensions de titres – était dictée par les besoins de la BNS en la matière, la convention limitait surtout le développement des réserves monétaires. La question du niveau adéquat des réserves monétaires fut donc étudiée de façon approfondie au moment de la préparation de cette première convention sur la distribution du bénéfice¹⁶.

8.1.5 La fonction et le volume des réserves monétaires

Les réserves monétaires servent avant tout à prévenir les crises. En 1983, un groupe de travail interne présentait les réserves monétaires comme «ayant pour fonction principale [...] de protéger une partie du patrimoine national contre une perte de pouvoir d'achat envers l'étranger»¹⁷. Les réserves monétaires doivent pouvoir être mobilisées en cas de crise ou de guerre pour payer les importations nécessaires. Un autre argument émergea dans les années nonante: les réserves monétaires doivent servir à renforcer la confiance dans la place financière suisse. Cet argument reposait premièrement sur l'idée que, dans sa fonction de prêteur ultime (*lender of last resort*), la Banque nationale devait être en mesure de couvrir les éventuels engagements en monnaies étrangères du secteur bancaire, et deuxièmement sur la conviction que d'importantes réserves monétaires agissaient préventivement contre une crise de confiance du secteur financier¹⁸.

Un argument classique avancé en faveur de la détention de réserves monétaires, et qui date de l'époque des cours de change fixes, postule que ces réserves doivent permettre à la BNS d'influencer le cours du franc par le biais d'interventions sur les marchés des changes. Toutefois, durant les années quatre-vingt et nonante, la Banque nationale n'est que rarement intervenue sur le marché, et ses interventions ont toujours porté sur des montants

16 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1990), 30 août, n° 346.

17 BNS, groupe de travail Politique de placement (1983).

18 BNS, groupe de travail Structure des actifs (1996).

relativement faibles. Elle n'a le plus souvent procédé à des interventions stérilisées qu'en accord avec les autres banques centrales du Groupe des Dix (G10), et l'a fait davantage par esprit de solidarité que dans son propre intérêt. En 1978 déjà, alors que le billet vert fléchissait considérablement, la Direction générale avait estimé qu'il n'était pas possible d'influencer véritablement la tendance d'une monnaie sans modifier le cours de la politique monétaire¹⁹. Les interventions stérilisées pouvaient tout au plus donner un signal. Au milieu des années quatre-vingt, la Banque nationale s'était d'ailleurs souvent abstenue de participer aux interventions concertées des banques centrales, ce qui provoqua parfois une certaine irritation²⁰. Les autres instituts d'émission se montraient pourtant eux aussi de plus en plus sceptiques quant à l'efficacité des interventions stérilisées. Par la suite, on ne dénombra plus que deux interventions indépendantes et de grande ampleur de la Banque nationale sur le marché des changes: en décembre 1989, elle vendit 545 millions de dollars des Etats-Unis et, en mars 1992, elle mit sur le marché en deux étapes 685 millions de dollars et 730 millions de marks allemands, afin de soutenir un franc alors en perte de vitesse. Elle n'est plus intervenue depuis le milieu de 1994. Dans ces conditions, comme l'avait souligné en 1994 un groupe de travail interne, la détention d'importantes réserves de devises placées en dollars à court terme ne pouvait plus être justifiée par la nécessité d'intervenir sur les marchés. De fait, tant que la Suisse n'envisageait pas de se rattacher à un système de changes fixes, une modeste réserve d'intervention serait suffisante²¹.

Partie intégrante du patrimoine national, les réserves monétaires devaient dégager un rendement approprié. La Direction générale s'était déjà penchée sur la question durant les années septante, alors que de grosses pertes sur les placements en dollars avaient dû être épongées. A l'époque cependant, les mesures qui auraient permis d'améliorer le rendement étaient limitées. Au cours des années nonante, les travaux visant à optimiser la structure des actifs de la Banque nationale jetèrent les bases d'une gestion plus performante. L'objectif de rendement devait prévaloir pour la part des réserves monétaires qui n'était pas détenue en tant que réserve de crise²². En septembre 1996, lors d'une journée d'études, la Direction générale se déclara prête elle aussi à accorder plus de poids à la question du rendement²³.

19 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1978), 5 janvier, n° 26.

20 Au sujet de cette discussion: BNS, interventions sur les marchés des changes (1983). BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1985), 3 octobre, n° 421.

21 BNS, groupe de travail Structure des actifs (1994 et 1996).

22 *Ibidem*.

23 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1996), 19 septembre, n° 370.

Pendant longtemps, on n'a pas su très bien comment la Banque nationale devait s'y prendre pour déterminer le niveau des réserves monétaires nécessaires. Il est vrai que cette grandeur ne se définit pas scientifiquement. Le besoin de réserves dépend des caractéristiques propres à chaque pays concerné, notamment de sa taille, de l'étendue de ses relations avec l'étranger, et des raisons pour lesquelles il détient des réserves (16.4.1 et tableau 16.3). C'est ainsi que, dans la littérature scientifique, les réserves monétaires d'un pays sont généralement mises en relation avec les importations, la masse monétaire et les engagements à court terme du pays en monnaies étrangères²⁴. Reste qu'il n'est pratiquement pas possible de déterminer à l'avance le besoin effectif de réserves, en cas par exemple d'intervention ou de crise, sans parler du montant des réserves nécessaires pour asseoir la confiance dans la monnaie du pays. Dans le débat sur la distribution du bénéfice de la BNS, la Direction générale avait fait remarquer qu'il n'existait pas de montant objectivement optimal des réserves et que, par conséquent, cette décision demeurerait essentiellement une question d'appréciation. En définitive, la convention sur la distribution du bénéfice conclue en 1991 a prévu une croissance implicite des réserves monétaires à hauteur de la croissance nominale de l'économie, sur la base de l'état des réserves à fin 1990.

En 1996, un groupe de travail composé de représentants de la BNS et du DFF s'était penché notamment sur la problématique du volume des réserves monétaires et avait réexaminé les conditions de la convention sur la distribution du bénéfice. Il s'était appuyé pour cela sur une comparaison avec d'autres pays de taille comparable, comme la Suède, la Belgique, les Pays-Bas et l'Autriche. Considérant l'ampleur des relations économiques de la Suisse avec l'étranger et l'importance de sa place financière, le groupe de travail avait jugé que les réserves monétaires étaient adéquates. L'encaisse-or avait cependant été exclue de cette réflexion, car les réserves d'or étaient toujours évaluées à la parité officielle – définie par la loi – et le droit en vigueur empêchait les ventes d'or. Le groupe de travail fit cependant remarquer qu'en cas d'abandon du rattachement du franc à l'or dans le cadre de la révision annoncée de l'article constitutionnel sur la monnaie, il faudrait reprendre la réflexion sur le volume nécessaire des réserves monétaires²⁵.

Sur le plan interne, la Banque nationale réfléchissait depuis un certain temps déjà à la question de l'or. La Direction générale envisageait, avec des sentiments mitigés, une éventuelle démonétisation de l'or. L'abandon du

24 Par exemple Grubel (1971) ou Roger (1993).

25 BNS, groupe de travail Politique de placement et distribution du bénéfice (1996).

rattachement du franc à l'or et l'évaluation des réserves d'or à la valeur de marché se traduiraient par un bond significatif des réserves monétaires et, par conséquent, des provisions effectivement disponibles. La Suisse disposerait alors de réserves sensiblement plus élevées que celles de pays de taille comparable. La Direction générale craignait que la réévaluation des réserves d'or ne l'oblige à augmenter inéluctablement les distributions de bénéfices aux pouvoirs publics, au détriment des réserves de devises. Au vu de l'ampleur des fluctuations annuelles du cours de l'or, cela lui semblait dangereux²⁶. En revanche, on n'excluait pas à l'interne, pour des motifs de placement, l'éventualité d'une réduction du stock d'or. En 1994, un groupe de travail se déclara ouvertement en faveur d'une conversion d'une partie de l'or de la BNS en d'autres véhicules de placements, estimant que l'opération n'affaiblirait pas la confiance dans le franc et dans la Banque nationale. Selon lui, la question de la confiance pouvait être réglée par le biais d'une obligation légale faite à la Banque nationale de garantir la stabilité des prix²⁷.

Au cours des années nonante, la question de la fonction et du volume des réserves monétaires n'a pas occupé seulement la BNS, elle a aussi été débattue dans les milieux spécialisés et au Parlement. Les motifs justifiant la détention de réserves, en particulier sous forme d'or, furent de plus en plus remis en question, en raison sans doute de l'absence de crises graves de nature économique ou politique et de la moindre importance des interventions sur les marchés des change. Deux aspects focalisaient le débat. En premier lieu, le niveau élevé de l'encaisse-or de la BNS et son évaluation à la parité officielle étaient l'objet de critiques. De nombreux intervenants jugeaient que la fonction de couverture des billets en circulation était tombée en désuétude, d'autant que l'obligation de rembourser les billets de banque en or avait été suspendue en 1954. La confiance dans le franc ne tenait pas à la couverture-or, mais à la politique monétaire de la BNS, axée sur la stabilité²⁸. De plus, l'encaisse-or de la Suisse était très élevée en comparaison de celle d'autres pays. De fait, la plupart des interventions parlementaires à l'appui d'une réévaluation de l'or de la Banque nationale prévoyaient aussi la vente d'une partie du stock, le produit de cette vente devant être affecté soit à l'augmentation des actifs rémunérés, soit à un but d'utilité publique, par exemple pour

26 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1996), 9 mai, n° 172, 23 mai, n° 194, et 28 novembre, n° 493.

27 BNS, groupe de travail Structure des actifs (1994).

28 Initiative parlementaire Hafner du 21 juin 1990, BO CN (1991), pp. 1910ss. Postulat de la commission du CN chargée de l'examen préliminaire du 19 novembre 1990, BO CN (1991), p. 1915. Motion Spielmann du 16 décembre 1993, BO CN (1995), pp. 564s. Postulat du groupe Adi/PEP du 17 juin 1994, BO CN (1996), pp. 561ss.

rembourser la dette de la Confédération. Ces propositions se prévalaient en outre du fait que les banques centrales de Belgique et des Pays-Bas avaient déjà vendu une partie de leur or. Le second thème majeur abordé lors de ce débat portait sur la politique de placement de la BNS, vivement critiquée en particulier par le professeur Thomas von Ungern-Sternberg²⁹. Le principal reproche qui lui était adressé tenait en ceci que le volume important des réserves détenues sous forme d'or et de dollars non couverts contre le risque de change ainsi que la courte durée des placements augmentaient le risque et limitaient nettement le potentiel de rendement. Les critiques exprimées soulignaient la nécessité de modifier les dispositions légales empêchant la BNS de mettre en place une politique de placement plus efficace.

En février 1996, le chef du DFF proposa d'examiner les points critiqués³⁰. La Banque nationale et le DFF furent invités, dans le cadre d'un groupe de travail commun, à chercher ensemble des solutions pour que les réserves d'or et de devises de la BNS puissent être rapidement gérées de façon plus rentable. Les propositions avancées par le groupe de travail débouchèrent sur une révision partielle de la loi sur la Banque nationale, qui a quelque peu élargi la marge de manœuvre de la BNS (8.3.4). La question de l'or, que la BNS n'abordait guère hors les murs, ne devait en revanche être traitée que dans le cadre de la réforme du régime monétaire (9.3.1). Le groupe d'experts que la Confédération avait institué à cette fin se pencha également sur la question du niveau des réserves monétaires nécessaires après l'abolition du rattachement à l'or. C'est alors que, pour la première fois, l'encaisse-or fut évaluée à sa valeur de marché. Sur la base de diverses comparaisons internationales, le groupe d'experts parvint à la conclusion que les réserves monétaires de la Banque nationale étaient trop élevées et qu'il convenait d'exclure une partie de l'or du bilan de la BNS³¹. L'accroissement des réserves monétaires qui résulterait de la réévaluation du solde de l'encaisse-or se justifierait en revanche par l'importance de la place financière. C'est sur la base de cette analyse que le Conseil fédéral et la Direction générale décidèrent par la suite de réduire le stock d'or de la Banque nationale de 1300 tonnes, soit d'un peu plus de moitié. La fixation d'un volume jugé adéquat de réserves et la confirmation de la politique suivie en matière de provisions permirent enfin de régler, à la fin des années nonante, d'importantes questions de fond concernant le niveau et la croissance des réserves monétaires.

29 von Ungern-Sternberg (1996).

30 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1996), 22 février, n° 69.

31 Groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» (1997), pp. 49ss.

8.2 Les opérations sur or

VINCENT CRETTO

8.2.1 *Le cadre des opérations*

La majeure partie du stock d'or de la Banque nationale a été constituée sous le régime monétaire de Bretton Woods. De 1946 à 1971, l'encaisse-or de la BNS passa de 1016 tonnes à 2585 tonnes. Durant cette période, l'évolution des réserves métalliques de l'institut d'émission découla directement de la stabilisation de la valeur extérieure du franc suisse, car la Banque nationale convertissait régulièrement en or les dollars des Etats-Unis qu'elle accumulait. Cette politique de conversion obéissait à deux motivations principales. D'une part, elle se justifiait par le fait que le franc restait défini en or et non en dollars. D'autre part, la confiance dans la stabilité du dollar s'éroda bien avant l'effondrement du système de Bretton Woods. La Banque nationale chercha donc, par des conversions de dollars en or, à éviter des pertes en cas de dévaluation de la monnaie américaine (2.3.2).

Durant les années soixante, la stabilisation du prix de l'or s'opérait dans le cadre du pool de l'or, qui regroupait la Banque nationale et sept autres banques centrales (2.3.3). Les opérations étaient effectuées selon une clé de répartition convenue d'avance, la part de la BNS s'élevant à 7,4%. De 1961 à 1964, ces opérations se soldèrent par des achats nets pour la contre-valeur de 1,5 milliard de dollars. En revanche, durant les années suivantes, le pool fut obligé de vendre de l'or afin d'en enrayer la hausse du prix. Il suspendit ses opérations en 1968, et les banques centrales décidèrent alors d'instaurer un double cours: un prix officiel servant aux transactions entre autorités monétaires et un prix libre se formant sur le marché. Au mois d'août 1971, l'augmentation des conversions de dollars en or entama si fortement les réserves métalliques américaines que le président des Etats-Unis décida de suspendre la convertibilité du dollar en or³². Après le passage aux changes flottants, les opérations sur or menées par la Banque nationale perdirent de leur importance. D'un côté, la politique monétaire n'exigeait plus de stabiliser la valeur extérieure du franc, ce qui supprimait la raison principale d'acheter ou de vendre de l'or. De l'autre, la possibilité de gérer le stock d'or selon d'autres considérations que celles de politique monétaire fut entravée par un cadre juridique qui resta fondé partiellement sur l'étalon-or pendant de nombreuses années. A cet égard, trois dispositions s'avéraient particulièrement contraignantes. En premier lieu, le maintien jusqu'en 2000 de la parité-or du

32 BNS (1982), p. 86 et p. 233.

franc interdisait formellement à la Banque nationale d'acheter ou de vendre de l'or contre francs suisses à un cours différent de la parité légale de 4595³⁵/₄₇ francs par kilogramme d'or fin. Deuxièmement, l'obligation de respecter la couverture-or des billets en circulation la contraignait à maintenir son stock d'or au-dessus d'un seuil plancher. Enfin, ce n'est qu'avec la révision de 1997 de la loi sur la Banque nationale que fut entrouverte la possibilité d'effectuer des opérations visant à rentabiliser le stock d'or.

Il convient donc de replacer les opérations sur or dans le cadre juridique de l'époque si l'on veut en comprendre les tenants et aboutissants. Au cours des années septante, la Banque nationale interpréta de manière assez libre un cadre qu'elle jugeait déconnecté de la réalité. A la suite d'analyses juridiques internes et externes, elle revit sa position et renonça à certaines opérations qu'elle avait considérées, dans un premier temps, comme étant conformes à la loi.

Les raisons des opérations sur or passées depuis 1973 ne sont plus à chercher dans des exigences de politique monétaire, mais découlent d'autres considérations. La nécessité de respecter la couverture minimale des billets de banque constitua longtemps un paramètre important, surtout pour les décisions ayant trait à la répartition géographique du stock d'or. Même si les considérations de rendement restèrent longtemps à l'arrière-plan, la volonté de réaliser des plus-values ou d'améliorer la rentabilité du stock existant fut également perceptible dans certaines opérations. Jusqu'à la fin des années septante, la Banque nationale estima avoir un certain rôle à jouer, en collaboration avec d'autres banques centrales, dans la régulation du marché de l'or.

Les opérations sur or de la Banque nationale peuvent être subdivisées en trois catégories: celles qui visent à modifier la composition et la répartition géographique du stock existant, celles qui visent à le rentabiliser et celles qui consistent en achats et ventes d'or. Les premières s'étalèrent sur toute la période. En revanche, les opérations de rentabilisation du stock ne débutèrent à grande échelle qu'en 1997. Quant aux achats et aux ventes, ils restèrent marginaux jusqu'en mai 2000.

8.2.2 *La répartition géographique et la composition du stock*

Les exigences de sécurité en cas de crise ont toujours constitué le critère principal dans le choix de la répartition géographique du stock d'or. Les lieux de dépôt devaient être diversifiés, mais seuls les pays bénéficiant d'une stabilité économique et politique de premier ordre pouvaient entrer en considération. A cet égard, une garantie d'immunité fournie par le pays dépositaire

pour les avoirs des banques centrales constituait un facteur important. Une seconde condition était que le lieu de dépôt disposât d'un marché permettant, au besoin, la liquidation du stock³³. La répartition stratégique approuvée en 1976 et en 1983 par la Direction générale de la BNS prévoyait une proportion égale entre l'or déposé en Suisse et l'or déposé à l'étranger³⁴. Cette stratégie ne fut toutefois pas mise en œuvre en raison des exigences qu'imposait le respect de la couverture-or des billets en circulation. Selon l'article 19 de la loi de 1953 sur la Banque nationale (aLBN), une couverture minimale de 40% devait être assurée par de l'or conservé en Suisse et évalué à la parité. Pour la respecter, la Banque nationale entreprit de rapatrier une partie de son stock déposé à l'étranger³⁵. Ces transferts prirent la forme de transports d'or ou d'opérations de swaps de localisation (*location swaps*) avec des banques de la place, opérations par lesquelles la BNS mettait à disposition de l'or à l'étranger contre de l'or en Suisse. La proportion d'or déposée en Suisse passa ainsi de 56% en 1971 à 67% en 1978. Afin de gagner une marge de manœuvre supplémentaire, la Banque nationale considéra à partir de 1974 que la couverture minimale devait être respectée non pas en tout temps, mais en moyenne sur l'année³⁶. Elle milita en faveur de l'abandon de cette disposition légale lors de la révision de 1978 de la loi sur la Banque nationale. Le Conseil fédéral adopta la même position dans son message au Parlement, lequel décida néanmoins de maintenir la couverture minimale de 40%. La loi fut cependant modifiée de manière à ce que le stock déposé à l'étranger puisse également servir de couverture³⁷. La principale raison de favoriser les dépôts en Suisse devenant caduque, les années quatre-vingt connurent des transports et des swaps de localisation visant à augmenter la proportion de l'or déposé à l'étranger. Une nouvelle appréciation des risques géopolitiques conduisit la Banque nationale à mettre davantage à contribution les dépôts à l'étranger lors de la vente progressive de 1300 tonnes d'or qui débuta en mai 2000, de sorte qu'à la fin de 2005, la majeure partie du stock d'or de la BNS était de nouveau entreposée en Suisse.

La Banque nationale fit procéder à de nombreuses opérations d'affinage au cours des trente dernières années, afin d'obtenir un label de *good delivery* pour l'intégralité de son stock d'or. Des sociétés suisses d'affinage d'or étaient disposées à effectuer gratuitement ces opérations, car en compensation la

33 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1993), 18 novembre, n° 493.

34 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1983), 6 octobre, n° 522.

35 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1972), 17 août, n° 735.

36 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1973), 3 mai, n° 305.

37 Schürmann (1980), art 19, ch. 12.

Banque nationale mettait à leur disposition un «fonds de roulement» de plusieurs tonnes, qui dépassait les besoins découlant strictement de leurs opérations avec l'institut d'émission. Cet échange de bons procédés fut remis en question en 1982, lorsque le service juridique de la BNS considéra qu'un tel arrangement posait des problèmes. Cet arrangement correspondait en effet à l'octroi d'un crédit sans garantie et assimilable à un prêt d'or. Les dépôts de la Banque nationale auprès des sociétés d'affinage furent donc liquidés la même année³⁸. Par la suite, le coût des opérations d'affinage fut facturé directement à la BNS.

8.2.3 La rentabilisation du stock

Les stocks d'or des banques centrales constituent un capital immobilisé qui ne rapporte pas d'intérêts. Une possibilité de rentabiliser ce capital consiste à le mettre à disposition, contre rémunération, pour une période limitée. Deux types d'acteurs économiques peuvent avoir intérêt à emprunter de l'or. Les producteurs d'une part qui, en empruntant de l'or pour le revendre immédiatement sur le marché, peuvent financer leurs infrastructures à meilleur compte et couvrir le risque de fluctuation des cours de leur production future. Les sociétés d'affinage et les producteurs de bijoux d'autre part, qui peuvent ainsi financer leur stock sans encourir le risque d'une fluctuation des cours pendant la période de production. La plupart du temps, la mise à disposition d'or à titre temporaire se fait par l'intermédiaire d'un organisme financier tel qu'une banque commerciale. Le taux d'intérêt des prêts d'or est généralement inférieur au taux d'un placement correspondant en dollars.

Jusqu'en 1987, le marché des prêts d'or demeura assez marginal. Les mines commencèrent alors à développer leurs opérations de couverture en réaction à la tendance baissière du prix du métal jaune. Selon certaines estimations, le total des prêts d'or passa de moins de 1000 tonnes en 1986 à près de 5500 tonnes en 1999³⁹. La majeure partie de cet or était prêtée par des banques centrales, ce qui n'allait d'ailleurs pas sans prise de risque. En 1990 par exemple, la faillite de Drexel Burnham Lambert fit perdre des sommes importantes à plusieurs banques centrales engagées dans de telles opérations⁴⁰. A partir de 1999, les producteurs réduisirent de nouveau leurs opérations de couverture. Etant donné que l'offre des banques centrales restait

38 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1972), 6 janvier, n° 9, 2 mars, n° 214, et 16 juin, n° 441.

39 Gold Survey (1999) et Cross (2000).

40 O'Callaghan (1993), p. 27.

abondante, les taux servis sur les prêts d'or connurent dès lors une tendance à la baisse.

Ce n'est qu'après la révision de 1997 de la loi sur la Banque nationale que la BNS a été expressément autorisée à effectuer des prêts d'or. Mais auparavant déjà, elle avait procédé à quelques opérations similaires. Ainsi, entre 1973 et 1976, elle prêta à plusieurs reprises entre 10 tonnes et 30 tonnes d'or à la Banque des Règlements Internationaux (BRI) pour une durée maximale de six mois et contre une rémunération se situant entre $\frac{1}{16}\%$ et $\frac{1}{4}\%$. En 1977, ces opérations furent interrompues en raison des problèmes juridiques qu'elles soulevaient⁴¹.

Les opérations de *gold lending* ont démarré à grande échelle le 3 novembre 1997, soit le jour de l'entrée en vigueur de la révision partielle de la loi sur la Banque nationale, révision qui non seulement les autorisait explicitement, mais encore abaissait la couverture-or des billets de banque de 40% à 25%. On décida de commencer par un montant correspondant à 10% du stock d'or – soit 260 tonnes – pour ce type d'opérations. Compte tenu de l'étroitesse du marché, le développement des positions prit quelques années. La durée usuelle des prêts s'étendait de quelques mois à une année, et les partenaires de ces opérations étaient des établissements de premier ordre en Suisse et à l'étranger. A partir du milieu de 1999, la Banque nationale se mit également à conclure des prêts gagés par des titres remis en garantie. Le risque de crédit pour de telles opérations étant fortement réduit, ces prêts pouvaient être accordés pour des durées allant jusqu'à cinq ans. En septembre de la même année, la Banque nationale et quatorze autres banques centrales européennes s'engagèrent, dans le cadre d'un accord sur le plafonnement des ventes futures d'or, à geler leurs prêts d'or au niveau atteint à l'époque. Pour la Banque nationale, cette limite correspondait à 328 tonnes. Au cours des années suivantes, le fort repli des taux d'intérêt sur l'or incita la BNS à réduire ses prêts non assortis d'une couverture. A fin 2006, les prêts s'élevaient à 119,5 tonnes au total et bénéficiaient tous d'une couverture. La diminution des prêts et la baisse des taux d'intérêt entraînèrent une forte détérioration du rendement de ce type d'opérations. Après avoir culminé à 91 millions de francs en 2000, les profits qu'elles permettaient de dégager déclinèrent pour ne plus s'inscrire qu'au-dessous de 16 millions en 2006.

41 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1974), 8 août, n° 728, et 7 novembre, n° 1124, (1976), 29 janvier, n° 114, ainsi que (1977), 24 février, n° 138/4, 10 mars, n° 181, 21 avril, n° 301, et 16 juin, n° 441.

8.2.4 Les achats et les ventes

Jusqu'en mai 2000, la définition légale du franc en or servait de base à la détermination du prix auquel la Banque nationale pouvait acheter et vendre de l'or, mais aussi le comptabiliser à son bilan. Etant donné que, depuis 1973, le prix de l'or s'était établi bien au-dessus de la parité, cette contrainte interdisait formellement toute opération d'achat ou de vente de métal précieux contre francs suisses. Néanmoins, la Banque nationale s'efforça à plusieurs reprises d'assouplir cette contrainte.

En 1974, son service juridique analysa la question de savoir si la BNS pouvait vendre de l'or sur le marché. Il aboutit à la conclusion que cela n'était pas possible, à un cours correspondant à la parité, ni de manière directe, ni par l'intermédiaire d'un agent tel que la Confédération. En revanche, des opérations d'échange de pièces contre lingots semblaient autorisées⁴². Compte tenu du fait que la plus-value des pièces par rapport aux barres avait quintuplé depuis 1972 pour atteindre 100 francs par *Vreneli* (d'une valeur nominale de 20 francs), cette perspective s'avérait particulièrement intéressante du point de vue financier. La Banque nationale prit donc contact avec une banque de la place, leader dans le commerce de pièces, pour mettre au point un échange de *Vrenelis* contre lingots. De 1974 à 1979, plus de 3 millions de pièces furent ainsi échangées dans la plus grande discrétion, afin de ménager l'agio. Ces opérations rapportèrent à la BNS un bénéfice de plus de 160 millions de francs. Mais, au fil des ans, elles placèrent l'institut d'émission dans une situation toujours plus délicate. Alertées par l'augmentation de l'offre de pièces, d'autres banques se mirent à soupçonner l'existence de ce genre d'opérations et réclamèrent la possibilité de procéder elles aussi à de tels échanges. En outre, la Confédération, qui ignorait tout de ces transactions, pressait la Banque nationale de lui échanger des pièces de 25 et 50 francs frappées durant les années cinquante, pour pouvoir profiter de l'agio⁴³. Une expertise juridique externe commandée par la Banque nationale conclut que le principe même de l'échange de pièces contre des lingots était contraire à la loi, ce qui relança la discussion sur la légalité des opérations d'échange de *Vrenelis*⁴⁴. En été 1979, une expertise juridique du Département fédéral des finances (DFF) aboutit également à la conclusion que la Banque nationale ne pouvait échanger directement des

42 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1974), 28 février, n° 191, et 21 mars, n° 244.

43 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1976), 23 septembre, n° 825, et (1979), 7 novembre, n° 696.

44 BNS, pièces d'or (1978). BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1978), 26 avril, n° 300.

pièces contre des lingots⁴⁵. A ces considérations juridiques s'ajouta la difficulté croissante qu'il y avait à maintenir le secret sur les opérations d'échange de *Vrenelis*. C'est pourquoi la Banque nationale les interrompit en août 1979⁴⁶. En 1997, à la suite d'une demande du DFF, l'opportunité d'échanger des pièces d'or contre des lingots fut de nouveau examinée. Etant donné que la situation du marché ne laissait guère entrevoir de perspectives de profit et que la révision de l'ordre monétaire se profilait à l'horizon, la Banque nationale persuada la Confédération de renoncer à sa demande⁴⁷.

En 1976, lorsque le Fonds monétaire international (FMI) se mit à vendre de l'or aux enchères à un moment où son prix baissait, la Banque nationale s'interrogea sur l'opportunité d'en acheter. Elle entendait montrer de la sorte son attachement à l'or et participer aux efforts visant à en stabiliser le cours. En outre, elle était de l'avis que de tels achats ne contreviendraient pas à la loi sur la monnaie tant qu'ils s'effectueraient contre des dollars et que l'or ainsi acquis serait porté à son bilan au prix officiel⁴⁸. Elle participa de fait à deux enchères et acquit au total 2,4 tonnes d'or. En 1979, la Banque nationale envisagea à l'inverse de vendre de l'or sur le marché, en coordination avec d'autres banques centrales, en vue d'en stabiliser le cours. L'idée fut toutefois repoussée, en raison des contraintes posées par la couverture-or des billets de banque, laquelle menaçait de s'avérer insuffisante à moyen terme⁴⁹. En 1981, les mêmes craintes provoquèrent une discussion quant à la nécessité d'acheter de l'or⁵⁰. La croissance moins rapide que prévu des billets de banque et la révision de 1997 de la loi sur la Banque nationale, qui ramena de 40% à 25% la couverture minimale des billets, permirent à la BNS de respecter cette couverture sans devoir procéder à des achats. Quelques kilos seulement furent acquis contre des dollars en 1984, en 1986 et en 1987 pour compenser les écarts de poids dus aux transferts de lingots d'un dépôt à l'autre. Il se peut en effet qu'en raison de différences dans la manière d'arrondir les poids enregistrés, les transferts d'or d'un dépôt à l'autre entraînent une très légère modification du poids des lingots⁵¹. A partir de la fin des années

45 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1979), 7 novembre, n° 696.

46 BNS, échange de pièces d'or (1979).

47 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1997), 16 octobre, n° 478, et (2000), 22 juin, n° 285.

48 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1976), 28 avril, n° 387, et 10 juin, n° 534. BNS (1982), p. 233.

49 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1979), 31 mai, n° 328, et 27 juin, n° 410.

50 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1981), 12 février, n° 83.

51 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1986), 6 mars, n° 110, et (1987), 9 avril, n° 184.

quatre-vingt, la doctrine juridique considéra que les achats et les ventes d'or contre monnaies étrangères devaient également être proscrits, en tant qu'ils pouvaient être assimilés à une *fraus legis*, soit à un acte servant à éluder une interdiction⁵².

Au cours des années nonante, la question de l'importance des réserves de la Banque nationale revient plus fréquemment dans les discussions publiques. En juin 1990, une initiative parlementaire fut lancée, qui proposait d'utiliser le produit des ventes d'or pour rembourser les dettes de la Confédération. Invitée à prendre position à ce sujet devant une Commission du Conseil national, la Banque nationale insista sur le fait qu'une telle option nécessiterait un changement de loi ainsi qu'une modification de la Constitution⁵³. En septembre 1996, un rapport interne traitant de la structure optimale des actifs de la Banque nationale souligna que la part de l'or dans les actifs de la Banque nationale était trop élevée (40% contre une part optimale estimée à 20-30%), mais que rien ne pouvait être entrepris avant une révision de la Constitution fédérale⁵⁴. Cette condition fut d'ailleurs reprise dans le message du Conseil fédéral du 17 mars 1997 relatif à la révision de la loi sur la Banque nationale⁵⁵.

A la fin des années nonante, son stock officiel de 2590 tonnes d'or plaçait la Suisse au cinquième rang mondial des pays les mieux dotés. En termes relatifs, elle se situait alors largement en tête des pays du Groupe des Dix, avec 365 grammes d'or fin par habitant, contre 69 grammes seulement pour les Pays-Bas, qui occupaient le deuxième rang. En outre, la Banque nationale se distinguait non seulement par l'importance de son stock d'or, mais également par celle de ses provisions. L'idée d'utiliser une partie des réserves d'or pour un autre usage se concrétisa en mars 1997, lorsque le président de la Confédération envisagea, à l'initiative du président de la Direction générale de la BNS, de réévaluer le stock d'or de la Banque nationale et d'utiliser une partie du bénéfice comptable ainsi réalisé (7 milliards de francs) pour financer une fondation dite de solidarité (9.4.1). En mai 1998, dans son message relatif au nouvel article monétaire de la Constitution fédérale, le Conseil fédéral proposa d'affecter 1300 tonnes d'or de la Banque nationale à un usage autre que la politique monétaire. Il fallut cependant attendre encore deux ans pour que le cadre juridique autorisant des ventes d'or fût définitivement mis en place. En avril 1999, le peuple et les cantons acceptèrent une révision totale

52 Junod (1988), art. 39, n. 69. Nobel (1987), p. 306.

53 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1990), 23 mai, n° 199.

54 BNS, groupe de travail Structure des actifs (1996).

55 Message (1997), par. 215.22.

de la Constitution fédérale, qui abolissait la parité-or du franc (9.2). En juin de la même année, la Direction générale de la BNS informa officiellement le marché que son programme de vente d'or porterait effectivement sur 1300 tonnes d'or⁵⁶. Le Parlement approuva en décembre 1999 la nouvelle loi sur les moyens de paiement, qui supprimait toute référence à l'or. Cette loi est entrée en vigueur en mai 2000 (9.5.5). La vente des 1300 tonnes d'or pouvait dès lors commencer.

Douze mois auparavant, le contexte du marché n'était guère favorable. D'autres banques centrales n'avaient pas attendu la Banque nationale pour procéder à des ventes. Entre 1996 et 1998, l'Argentine, l'Australie, l'Autriche, la Belgique, le Canada, l'Inde, le Luxembourg et la République tchèque avaient déjà vendu de l'or. Des projets allant dans ce sens étaient en discussion au sein du FMI, et le marché craignait que de grands pays européens ne se joignent au mouvement. En mai 1999, la décision du Trésor britannique de vendre 415 tonnes d'or provoqua une baisse supplémentaire des cours, et le prix de l'or s'établit à son niveau le plus bas depuis vingt ans. Lors de la réunion annuelle des institutions de Bretton Woods au mois de septembre 1999, quinze banques centrales européennes, dont la Banque nationale, firent une déclaration commune par laquelle elles convenaient de limiter à 2000 tonnes leurs ventes d'or au cours des cinq prochaines années, soit environ 400 tonnes par an. Elles s'engagèrent également à ne pas accroître, durant cette période, leurs prêts d'or et leurs opérations à terme sur or. L'accord eut un effet immédiat sur les cours, car il éliminait une grande part de l'incertitude relative à la politique future des détenteurs officiels. En septembre 2004, il fut renouvelé pour une période de cinq ans et le plafond des ventes fut porté à 2500 tonnes.

Pour la Suisse, l'accord de septembre 1999 était particulièrement intéressant, puisque les 1300 tonnes d'or que la Banque nationale envisageait de vendre étaient incluses à l'origine dans le contingent global de 2000 tonnes. En contrepartie, la Banque nationale devait se plier aux exigences de l'accord, ce qui signifiait qu'elle ne pouvait ni dépasser les contingents annuels qui lui étaient attribués, ni couvrir le risque de fluctuation du prix de l'or sur le stock restant à vendre. Les contingents annuels furent négociés après la conclusion de l'accord. Comme les demandes dépassaient de 10% environ les 2000 tonnes annoncées, il fallut renoncer à une partie des ventes prévues. A l'instar d'autres banques centrales, la Banque nationale accepta de reporter la vente de 10% de son programme de 1300 tonnes au-delà de septembre 2004⁵⁷.

56 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1999), 16 juin, n° 262. Roth (1999).

57 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1999), 16 décembre, n° 546.

Dans un premier temps, la Banque nationale confia l'exécution des ventes à la Banque des Règlements Internationaux (BRI), qui disposait d'une plus grande expérience en la matière. Entre mai 2000 et mars 2001, cette institution vendit 220 tonnes d'or sur le marché pour le compte de la Banque nationale. À partir d'avril 2001, la Banque nationale procéda elle-même aux ventes. Deux types d'opérations furent effectués: des ventes au comptant et des programmes de vente avec composante optionnelle. Les ventes au comptant portèrent sur 730 tonnes. Chaque jour, la Banque nationale entrait en opération avec des institutions financières actives sur le marché de l'or et leur vendait des lingots. En outre, 350 tonnes furent également cédées sur la base d'un contrat avec garantie de performance par rapport au fixing de Londres, mais avec détermination d'un prix maximum afin d'améliorer la prime. Ce type d'opérations équivalait à des ventes régulières au fixing de Londres, combinées avec la vente d'options call fortement «hors la monnaie» (*out of the money*). Les différents programmes, qui portaient sur la vente à intervalles réguliers de 25 ou 50 tonnes, étaient alloués au terme d'une procédure d'enchères entre un nombre limité de participants. Par rapport aux ventes au comptant, ils permirent d'engranger une prime supplémentaire de 1,4 à 3,5 dollars l'once.

Pour la Banque nationale, les possibilités de procéder à une gestion active du risque or étaient restreintes par l'accord de septembre 1999. Afin de limiter le risque qu'une baisse du dollar pouvait faire peser sur les ventes futures, l'institut d'émission fut néanmoins en mesure d'assurer, à partir de décembre 2000, la valeur en francs suisses d'une partie des dollars à recevoir, soit 35%. Les opérations de couverture permirent de générer des revenus supplémentaires à hauteur d'environ 830 millions de francs.

La vente des 1300 tonnes d'or entre mars 2000 et mai 2005 rapporta 21,1 milliards de francs, ce qui correspond à un prix moyen de 16 241 francs par kilogramme. L'once d'or fin fut négociée à un prix moyen d'environ 351 dollars, soit 17 dollars de plus que la moyenne du fixing de cette période. Ce gain supplémentaire s'explique, à raison de plus des trois quarts, par les profits tirés des opérations de couverture des dollars à recevoir.

En définitive, les ventes d'or se déroulèrent dans un environnement de marché bien plus favorable que ce que l'on aurait pu craindre en 1999. La procédure transparente et respectueuse du marché adoptée par la Banque nationale s'avéra également judicieuse du point de vue des revenus, puisqu'elle permit de dégager un prix de vente moyen supérieur au cours de l'or durant la même période.

8.3 La politique de placement

DEWET MOSER ET THOMAS STUCKI

8.3.1 Introduction

Depuis la création de la Banque nationale, la fonction première de ses actifs n'a pas changé: ils servent à mettre en œuvre la politique monétaire et à renforcer la confiance dans le franc et dans le système financier helvétique. Mais au cours des trois dernières décennies, la marge de manœuvre de la Banque nationale dans la composition et la gestion de ses actifs a considérablement évolué. Une politique de placement a vu le jour dans les années septante et s'est peu à peu développée. Au début, il s'agissait uniquement de gérer les réserves de devises, qui constituaient alors le poste le plus important des placements. A cette époque, ces réserves se composaient avant tout de dollars, et elles étaient administrées dans une optique stratégique de maximisation de la sécurité et de la liquidité. Pour mieux exploiter les possibilités de placement existantes, la Banque nationale mit en place dès 1984 une gestion de portefeuille spécialisée.

Jusque vers le milieu des années nonante, des obstacles légaux, des contraintes techniques liées au marché, ainsi que certaines réticences de la Direction générale à l'égard de la politique monétaire, faisaient obstacle à une gestion plus globale des réserves de devises. A la suite de la révision partielle de la loi sur la Banque nationale intervenue en 1997, le rendement est devenu un critère stratégique de la politique de placement. Enfin, la révision complète de la loi, entrée en vigueur en 2004, sanctionna définitivement le statut de la politique de placement en tant que tâche principale de la BNS. Ces deux étapes ont posé des jalons essentiels dans l'adoption d'une politique de placement moderne, dont l'objectif est d'optimiser le rapport entre les risques et le rendement des actifs. L'effort d'optimisation se heurte toutefois aux limites imposées par la politique monétaire, qui prévaut en toutes circonstances sur les considérations relevant de la politique de placement.

La politique de placement de la Banque nationale vise à préserver la fonction protectrice des réserves monétaires. Cette fonction est soulignée par l'obligation légale faite à la BNS de constituer – par l'accumulation de provisions – des réserves monétaires suffisantes pour mener sa politique monétaire et de détenir une partie de ces réserves sous forme d'or. Afin de pouvoir constituer ces provisions et ces réserves, la Banque nationale doit être en mesure de tirer des revenus suffisants de ses placements. En d'autres termes, elle ne peut se contenter d'une politique de placement axée exclusivement sur la sécurité et la liquidité: le rendement est un critère dont elle doit également

tenir compte. De plus, en mettant en œuvre une véritable politique de placement, la Banque nationale peut affermir sa crédibilité et sa réputation en tant que gérante d'une partie du patrimoine national. Inversement, elle doit veiller à n'encourir aucun risque de réputation à travers sa politique de placement, car sa crédibilité forme un tout indissociable: il n'est pas possible de distinguer la crédibilité qui relève de la politique monétaire de celle qui relève de la politique de placement⁵⁸.

Le chemin qui a mené à l'établissement de la politique de placement en tant que l'une des tâches principales de la Banque nationale a été tortueux. Il faut dire que la BNS a souvent fait œuvre de pionnier parmi les banques centrales, que ce soit par la manière dont elle a établi son processus de placement ou dans le choix des véhicules de placement. Elle fut par exemple l'une des premières à collaborer avec des gérants de fortune externes (dès 1978), à instituer une gestion autonome de portefeuille (dès 1984), à instaurer une fonction indépendante de gestion des risques (dès 1997) et à investir une partie de ses réserves de devises en actions et en obligations d'entreprises (dès 2004)⁵⁹.

8.3.2 Les débuts de la politique de placement

La problématique de la gestion des réserves de devises commença à se poser au milieu des années septante. Après les pertes de change considérables subies par la Banque nationale au cours des premières années de flottement du franc, la Direction générale avait tenté d'accroître le produit de ses placements en dollars. A cette fin, elle avait relevé la part des placements bancaires, mieux rémunérés que les bons du Trésor américain (*Treasury bills*). Mais étant donné que la durée résiduelle admise pour les placements de devises demeura limitée à trois mois jusqu'à la révision de décembre 1978 de la loi sur la BNS, l'activité de placement resta largement passive. En d'autres termes, la Banque nationale conservait ses placements jusqu'à leur échéance, puis les renouvelait automatiquement.

Les premières réflexions sur la politique de placement remontent à 1976. Le suppléant du chef du 1^{er} département était alors parvenu à la conclusion que rien ne devait empêcher une banque centrale de tendre à maximiser ses produits aussi longtemps qu'elle respectait les impératifs de liquidité et de sécurité. La question était donc posée: jusqu'où et dans quelle mesure, en sa qualité d'institut d'émission, la Banque nationale devait-elle mener une politique de placement parallèlement à la conduite de sa politique monétaire?

58 BNS, objectifs et restrictions (2006), p. 2.

59 *How Countries Manage Reserve Assets* (2003). *RBS Reserve Management Trends* (2005).

Par la suite, la Banque nationale accorda une plus grande attention à la gestion de ses réserves de devises. En 1978, elle conclut un contrat de conseil en gestion de portefeuille avec un cabinet new-yorkais auquel elle confia la gestion d'une partie de ses réserves de dollars.

Alors que les besoins de placement augmentaient, la limitation de leur durée commença à créer d'autres problèmes que celui du rendement. Il arriva par exemple que la Banque nationale absorbe jusqu'au quart de certaines émissions de bons du Trésor américain, ce qui eut pour effet de réduire leur liquidité et menaça même de perturber la politique d'*open market* de la Réserve fédérale américaine. Après l'extension, en 1978, de la durée résiduelle légale de trois à douze mois, la Direction générale entreprit de définir une première stratégie de placement pour les réserves de devises, l'objectif étant de distribuer les placements sur un plus large éventail de durées et de pratiquer, d'une certaine façon, une gestion active⁶⁰. La BNS se mit ainsi à augmenter la durée résiduelle de son portefeuille lorsqu'elle tablait sur des taux d'intérêt stables ou baissiers et à la raccourcir si elle s'attendait au contraire à leur hausse. Elle chercha aussi à exploiter les anomalies passagères de la courbe des taux par le biais d'opérations d'arbitrage entre les différentes séries de bons du Trésor américain. Elle se positionna également de manière à pouvoir profiter des variations de l'écart de taux (*spread*) entre les obligations d'Etat et les effets bancaires. Pour ses premiers pas dans la gestion active, la Banque nationale s'était d'abord inspirée des recommandations de placement formulées par son gérant de fortune américain, qui connaissait mieux le marché. En 1980, elle augmenta sensiblement le montant de dollars géré par ce mandataire et se mit à calculer le rendement de la fortune sous gestion selon la méthode d'évaluation au prix du marché, c'est-à-dire en tenant compte des gains et des pertes réalisés ou non réalisés. Elle commença aussi à comparer le rendement obtenu avec celui d'un portefeuille de référence (*benchmark*), afin de pouvoir apprécier l'apport de la gestion active.

8.3.3 Une gestion ciblée des placements de devises dès 1984

En 1983, la Direction générale entreprit de dresser un premier état des lieux de la politique de placement de devises⁶¹. Elle chargea un groupe de travail de formuler les objectifs de la politique de placement dans l'optique d'une banque centrale et d'évaluer les résultats obtenus avec la stratégie de placement en vigueur. Le cadre de référence fixé était celui de la théorie moderne

60 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1979), 27 septembre, n° 608.

61 BNS, groupe de travail Politique de placement (1983).

de la gestion de portefeuille⁶². L'exercice déboucha sur un catalogue de mesures destinées à mettre en place un processus systématique de placement et de contrôle. Les placements de devises devraient être dorénavant gérés selon les principes d'une gestion de portefeuille professionnalisée, dans les limites imposées par la loi et les contraintes de la politique monétaire. A cette fin, la Direction générale créa en 1984 un service de placement autonome et sépara sur le plan organisationnel la gestion de portefeuille des opérations de placement. Enfin, elle intégra les swaps dollars contre francs (4.6.4) dans le portefeuille de placement, alors qu'ils étaient placés jusqu'ici à la Banque des Règlements Internationaux (BRI), de façon totalement passive et indépendamment des réserves de devises. Un portefeuille de référence reflétant les besoins de la Banque nationale en termes de liquidité, de risque et de rendement des placements en dollars devait servir d'étalon de mesure pour contrôler la performance. Une solution informatique nouvellement mise en place permettait d'évaluer quotidiennement la totalité des placements de devises aux cours du marché et de calculer les rendements. La Direction de la Banque avait fixé une marge étroite à l'intérieur de laquelle le service des placements devait maintenir la durée résiduelle moyenne du portefeuille de devises. A l'instar du gérant de fortune externe, ce service devait obtenir un rendement supérieur à celui du portefeuille de référence en se positionnant de manière adéquate sur la courbe des taux. Il devait également rendre compte à diverses instances internes des risques encourus et des revenus réalisés. Le rythme des comptes rendus variait en fonction du niveau hiérarchique du destinataire, soit tous les jours, tous les mois ou tous les trimestres. Sur la durée, on constata une convergence des résultats obtenus par les gestionnaires de portefeuille internes et par le gérant externe.

Mais l'état des lieux de 1983 allait plus loin qu'un simple plan de mesures. Le groupe de travail avait en effet proposé d'examiner si la limite légale de la durée des placements pouvait être allongée, et s'il était possible d'améliorer la diversification des monnaies en recourant à des instruments financiers dérivés tels que des contrats à terme et des options. La Direction générale ne cacha pas son scepticisme⁶³. Elle craignait qu'une stratégie de placement plus active ne crée des conflits d'intérêts avec la politique monétaire et accordait une grande importance aux problèmes d'ordre politique qui pourraient surgir si sa stratégie était plus fortement axée sur le rendement. Ces points restèrent toutefois à l'ordre du jour et animèrent pendant des années le débat interne

62 Par exemple Rudd (1982).

63 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1983), 8 décembre, n° 659.

sur la stratégie de placement. En 1987, la Direction générale approuva une diversification progressive en marks allemands et en yens japonais⁶⁴. Pour éviter de déstabiliser les relations de change, et par égard pour les banques centrales concernées avec lesquelles il était d'usage de discuter les aspects opérationnels d'un remaniement des positions en devises, la Banque nationale ne commença à modifier la composition monétaire de son portefeuille qu'en 1989⁶⁵. La part des placements en marks allemands et en yens japonais passa ensuite à 13% en 1995, contre 7% en 1989.

Entre-temps, les spécialistes du marché financier avaient commencé à s'interroger sur la pertinence de la durée résiduelle en tant qu'indicateur de la liquidité des placements. Il semblait qu'un placement devait plutôt être considéré comme liquide s'il pouvait être aliéné rapidement et en grande quantité sans provoquer un repli du cours. Dans cette optique, la limite de durée fixée par la loi ne constituait pas un instrument adéquat pour la gestion des liquidités. Elle aurait même plutôt tendance à l'entraver, étant donné qu'elle obligeait la Banque nationale à concentrer ses placements sur certains segments du marché monétaire américain, au point d'y influencer l'évolution des cours. Quant aux marchés des placements à court terme en marks allemands et en yens japonais, ils n'étaient pas suffisamment liquides, même pour des montants relativement peu élevés. En 1988, la Direction générale se fixa donc pour objectif de porter à cinq ans la limite de durée pour les obligations d'Etat lors d'une future révision de la loi sur la Banque nationale. Des placements à plus longue échéance se traduiraient au surplus par de meilleurs rendements⁶⁶. A partir de 1989, la Direction générale examina l'opportunité de recourir à des contrats à terme et à des options, des analyses ayant montré l'utilité de ces instruments dans le cadre de la gestion des réserves de devises. Du fait de leur croissance fulgurante, certains marchés des dérivés étaient même devenus plus liquides que les marchés au comptant. Mais le recours aux instruments financiers dérivés impliquait une modification préalable de la loi⁶⁷. Or, sur le plan politique, les temps n'étaient pas encore mûrs pour une modification de la loi sur la BNS qui porterait uniquement sur la politique de placement. D'autant qu'en l'espèce la Banque nationale aurait fait figure de pionnière par rapport à de nombreuses autres banques centrales.

En tout état de cause, au début des années nonante, la Banque nationale poursuivit sa réflexion en y intégrant tous ses actifs. Un groupe de travail

64 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1987), 23 avril, n° 201.

65 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1989), 13 avril, n° 165.

66 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1988), 28 avril, n° 193.

67 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1989), 22 juin, n° 264.

interne prépara des propositions visant à optimiser la structure et la gestion des actifs⁶⁸. Il tenta de concilier de manière optimale les possibilités de placement et les contraintes de politique monétaire, et mit en évidence la marge de manœuvre dont la Banque nationale disposait pour arrêter une politique de placement qui soit plus fortement axée sur le rendement. Les recommandations du groupe de travail visaient une diversification généralisée du portefeuille et, à plus longue échéance, un meilleur rapport entre rendement et risque. Le groupe de travail proposa aussi de répartir les actifs entre un portefeuille de crise axé sur la sécurité et la liquidité, et un portefeuille de placement axé sur le rendement. Ce dernier aurait pu contenir non seulement des obligations internationales, mais également des placements en actions. La Direction générale exclut toutefois l'éventualité de constituer un portefeuille de placement autonome, car cela aurait pu donner l'impression que la Banque nationale pouvait se passer d'une partie de ses actifs dans l'accomplissement de son mandat de politique monétaire⁶⁹. Par ailleurs, la stratégie de diversification proposée allait bien au-delà des possibilités légales. Mais, en 1996, le monde politique semblait enfin prêt à entrer en matière sur une modification de la loi touchant uniquement à la politique de placement.

8.3.4 *Une révision partielle de la loi sur la BNS en 1997 ayant pour seul objet la politique de placement*

Un groupe de travail institué en juin 1996 par la Banque nationale et le Département fédéral des finances (DFF) avait reçu pour mandat de rechercher des solutions en vue d'améliorer le rendement obtenu sur les réserves de devises et de proposer les modifications de loi nécessaires à leur mise en œuvre. Cette manière d'envisager explicitement une révision de loi à seule fin de répondre aux besoins de la politique de placement montre à quel point la question du rendement des actifs avait pris de l'ampleur parmi les tâches de la Banque nationale. Le groupe de travail se concentra sur les modifications envisageables dans le cadre d'une révision partielle de la loi, et il en proposa trois. Premièrement, la restriction concernant la durée résiduelle des placements étrangers devait être supprimée définitivement. Cette modification permettrait à la BNS de détenir des obligations couvrant tout l'éventail des échéances, mais aussi d'effectuer des placements dans d'autres monnaies que le dollar, puisque les marchés d'emprunts d'Etat – contrairement aux marchés monétaires – présentent une liquidité, y compris

68 BNS, groupe de travail Structure des actifs (1994 et 1996).

69 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1996), 19 septembre, n° 370.

hors des Etats-Unis, qui satisfait aux besoins de la BNS. Deuxièmement, la loi devait autoriser le recours aux instruments dérivés, à savoir les contrats à terme (forwards, swaps et futures) et les options, pour gérer le risque de marché inhérent aux réserves de devises. La Banque nationale devrait avoir la possibilité d'utiliser des dérivés sur tous les sous-jacents qu'elle est autorisée à détenir directement. Troisièmement, il fallait autoriser la BNS à effectuer des mises en pension de titres et accéder ainsi à un marché en pleine expansion. Dans la mesure où elles portent sur des obligations d'Etat, les pensions de titres permettraient de réduire le risque des placements effectués auprès des banques. Selon les estimations du groupe de travail, les modifications proposées devaient se traduire par des revenus supplémentaires de l'ordre de 400 millions de francs par an⁷⁰. La révision partielle de la loi sur la Banque nationale instaurant ces trois modifications entra en vigueur le 1^{er} novembre 1997.

8.3.5 *Un nouveau cadre dès 1997 pour la politique de placement*

En prélude à la révision de la loi, la Banque nationale avait passé en revue l'ensemble de son processus de placement. Elle avait étoffé son organisation et accru ses ressources en personnel et en moyens techniques dans le but de professionnaliser davantage la gestion de portefeuille. A cette fin, la Direction générale avait défini trois niveaux décisionnels. Elle se réservait les décisions stratégiques consistant à définir, une fois par an, un portefeuille cible pour les réserves de devises. Un comité interne de placement, composé de représentants des trois départements, devait mettre en œuvre la stratégie définie par la Direction générale en déterminant les écarts tactiques et en donnant des directives de placement aux gestionnaires de portefeuille. Au niveau opérationnel enfin, les gestionnaires de portefeuille faisaient leur travail en appliquant les directives du comité de placement. Les prestations du comité de placement et des gestionnaires de portefeuille étaient mesurées séparément à l'aide de portefeuilles de référence distincts. Pour élaborer la stratégie de placement et surveiller les risques, la Direction générale créa un service autonome de gestion des risques⁷¹.

Les années suivantes, la Banque nationale exploita progressivement la nouvelle marge de manœuvre que lui conférait la loi et améliora ainsi durablement le rapport entre le rendement et les risques encourus sur ses actifs. Le premier portefeuille cible défini sous ce nouveau régime entraîna d'importants

⁷⁰ Message (1997), p. 895.

⁷¹ BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1997), 25 juin, n° 300.

remaniements dans l'allocation des monnaies et releva la durée moyenne (duration) des placements à trois ans. En novembre 1997, la Banque nationale commença à acheter des obligations dont la durée résiduelle était plus longue, et acquit pour la première fois des titres libellés en florins néerlandais. Jusqu'à l'été 1998, elle était parvenue à ramener de 85% à 55% la part du dollar dans ses réserves de devises. Le remaniement s'était opéré en grande partie au profit du mark allemand, mais la Banque nationale avait aussi effectué des placements en couronnes danoises et en livres sterling. Ce changement constituait un pas important vers une meilleure diversification et vers une réduction du risque de change. La Banque nationale chercha également à mieux diversifier son portefeuille de débiteurs obligataires en élargissant son univers de placement aux obligations en monnaies étrangères émises par des Etats et des organisations internationales, aux emprunts de Fannie Mae et Freddie Mac, deux agences américaines d'encouragement à la construction de logements, et enfin aux lettres de gage allemandes. Pour gérer le risque de taux d'intérêt, elle eut recours à des futures sur taux d'intérêt. Lorsque la Banque nationale se lança dans les pensions de titres, qui devaient remplacer les swaps de devises (4.6.6), ses réserves de devises diminuèrent drastiquement. Les flux entrants et sortants générés autrefois par les opérations de swaps ayant disparu, la gestion des placements de devises s'en trouva allégée.

Dans sa stratégie de placement pour 1999, la Banque nationale étendit aux onze membres de la récente Union monétaire l'éventail des obligations d'Etat admissibles. La liquidité des placements en devises s'en trouva améliorée, notamment grâce à l'inclusion des obligations d'Etat françaises et italiennes qui faisaient l'objet d'un vaste marché. En 2000, la part de l'euro dépassa pour la première fois celle du dollar. Par ailleurs, la Direction générale éleva progressivement à cinq ans la durée des placements, ce qui améliora encore le rapport entre rendement et risque. Elle décida également d'étendre le recours à des gérants de fortune externes, afin d'exploiter au maximum les possibilités de placement prévues par la loi et d'acquérir de nouvelles compétences. Elle s'ouvrit ainsi au segment des créances hypothécaires titrisées (*mortgage-backed securities*, MBS) sur le marché américain et attribua des mandats de gestion portant sur des obligations libellées en diverses monnaies. La Banque nationale souhaitait ainsi acquérir de l'expérience dans la gestion active des monnaies sans pour autant intervenir elle-même sur les marchés des changes. Par la suite, quelque 8% de ses placements de devises ont été administrés par des gérants de fortune externes.

La Banque nationale avait commencé dès le début des années quatre-vingt à constituer un portefeuille d'obligations suisses qu'elle avait augmenté chaque

année de quelque 100 millions de francs (8.1.3). Elle avait dès le départ édicté des règles de gestion strictes, car une gestion active des placements en francs aurait pu générer des conflits d'intérêts entre la politique monétaire et la politique de placement. En 1999, la Direction générale autorisa également une plus grande diversification de ce portefeuille, en rendant possibles non seulement les placements en obligations de débiteurs suisses, mais aussi désormais les obligations en francs émises par des Etats étrangers, des organisations internationales et des banques étrangères. Par contre, en prévision des nouvelles responsabilités qui allaient lui être attribuées dans le cadre de la révision totale de la loi sur la BNS, la Banque nationale a dû réduire progressivement ses positions en obligations de banques suisses. Il lui fallait en effet veiller dorénavant à la stabilité du système financier, et le segment des obligations de banques suisses aurait pu être dans ce contexte une source de conflits d'intérêts.

Les exigences en matière de gestion des risques ont augmenté à mesure que les possibilités de placement se diversifiaient. En effet, la palette des risques de marché et de crédit s'est élargie, et les instruments de mesure et d'analyse des risques ont dû être continuellement perfectionnés. Dès 1998, la Direction générale a fait réaliser des analyses de sensibilité, des calculs de VaR (*value-at-risk*) et des simulations au moyen de séries chronologiques. Mais pour garantir la cohérence de sa politique en matière de risque sur les marchés financiers, la Banque nationale a intégré à partir de 1999 tous ses actifs, y compris les portefeuilles gérés par des tiers, dans la surveillance interne des risques. Les risques de marché et de crédit ont été consolidés aux fins de la surveillance. La Direction générale impliqua également le Conseil de banque dans le processus. Ce dernier confia une mission de contrôle des risques à une délégation composée de deux de ses membres. Sur le plan opérationnel, la Direction générale institua un comité sur les risques composé de représentants des trois départements. Afin de souligner l'indépendance de la fonction de surveillance des risques, le service compétent fut chargé de rendre des comptes directement à la Direction générale et à la délégation du Conseil de banque.

8.3.6 *L'optimisation de la politique de placement depuis 2004*

Compte tenu des expériences positives faites à la suite de la révision partielle de la loi sur la BNS et dans la perspective de la réforme du régime constitutionnel de la monnaie ainsi que de la révision totale de la loi sur la BNS, la Direction générale estima en 1999 qu'il était temps d'analyser de façon approfondie le rôle de la Banque nationale en tant que gérante de fortune et

de réexaminer la structure de ses actifs⁷². Elle chargea un groupe de travail interne de formuler des propositions en vue d'optimiser la composition à long terme des actifs de la Banque nationale et de déterminer les modalités possibles de gestion des divers portefeuilles. Le mandat du groupe de travail allait plus loin qu'un simple état des lieux de la politique de placement⁷³. Il s'agissait notamment de montrer quels risques de marché et de crédit la Banque nationale pourrait assumer en tant que banque centrale et quels seraient les véhicules et les catégories de placement adéquats. Le groupe de travail devait tenir compte à cet égard de la mission de la Banque nationale et en particulier de la primauté de la politique monétaire, ce qui impliquait toute une série de restrictions: le volume des pensions de titres devait être calculé de façon à garantir la continuité de la politique monétaire, les réserves monétaires devaient être placées de telle sorte que leur pouvoir d'achat soit garanti, surtout en cas de crise, et qu'elles puissent être aliénées facilement. D'autres restrictions avaient pour but de prévenir les conflits d'intérêts avec la politique monétaire et d'éviter que les activités de placement de la BNS ne puissent porter préjudice à sa réputation. Le groupe de travail procéda à de nombreux calculs d'optimisation en tenant compte de toutes ces conditions. Ses résultats montrèrent que la BNS pouvait avancer encore davantage sur la voie de la diversification. Le rapport entre rendement et risques pouvait notamment être amélioré si la BNS réduisait encore la part de ses actifs investie en dollars et si elle intégrait d'autres catégories de titres dans son univers de placement, telles que des actions ou des obligations d'entreprises⁷⁴. Ces propositions reçurent l'aval de la Direction générale, mais il fallut attendre pour les mettre en œuvre l'entrée en vigueur de la révision totale de la loi sur la Banque nationale.

Le groupe de travail examina également la manière de gérer les actifs. Il s'agissait en premier lieu de déterminer quelle stratégie de gestion apporterait les meilleurs résultats: gestion active ou passive, externe ou interne. En 2003, la Banque nationale procéda à une analyse de ses mandats externes. Il en ressortit que, sur la durée, la gestion active externe ne produisait aucun rendement supplémentaire pour les portefeuilles obligataires standardisés. Forte de cette conclusion, la Banque nationale dénonça tous les mandats de ce type.

Entrée en vigueur en 2004, la nouvelle loi sur la Banque nationale a supprimé toutes les restrictions de placement⁷⁵. Le législateur avait tiré les leçons

72 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1999), 10 juin, n° 251.

73 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1999), 8 juillet, n° 299.

74 BNS, groupe de travail Gestion des actifs (2002).

75 Message (2002), pp. 5683ss et p. 5738.

de l'ancienne loi, qui fixait un cadre trop étroit. Il éleva également la gestion de fortune au rang de tâche indépendante de la Banque nationale, soulignant ainsi l'importance prise par cette activité au cours du dernier quart de siècle. Le message à l'appui de la loi explicitait également les objectifs visés en se référant à la théorie moderne de portefeuille. Dans la loi, les compétences sont désormais fixées comme suit: la Direction générale statue sur le placement des actifs, autrement dit elle fixe la composition des réserves monétaires et des autres actifs. Le Conseil de banque exerce la surveillance intégrale des processus de placement des actifs et de contrôle des risques (10.2.3), évalue les principes qui les sous-tendent et en surveille l'observation. Il est assisté dans cette tâche par un Comité des risques composé de trois de ses membres, dont la mission principale consiste à surveiller la gestion des risques au sein de la Banque. Les rapports sur les risques établis par l'unité compétente de la BNS sont adressés directement à la Direction générale et au Comité des risques du Conseil de banque.

La Banque nationale a profité de l'entrée en vigueur de la nouvelle loi pour adapter les processus de placement et de contrôle des risques sur les plans formel et matériel. Mettant à profit sa nouvelle marge de manœuvre en matière de placement, qui implique également une obligation accrue de rendre compte, la Direction générale a édicté en mai 2004 des directives sur la politique de placement, qu'elle a publiées sur Internet⁷⁶. Ces directives décrivent les principes de la politique de placement, les véhicules de placement et les caractéristiques fondamentales des processus de placement et de contrôle des risques. La Banque nationale a par ailleurs commencé à publier des informations trimestrielles sur la composition et le rendement de ses placements. Dans son compte rendu d'activité adressé au Parlement et dans son rapport annuel, la Direction générale expose également ses activités d'investissement de manière détaillée. Enfin, lors de ses conférences de presse, elle aborde toujours le thème des placements.

Le processus de définition de la stratégie ainsi que l'univers de placement ont été modifiés. Auparavant, les exigences de sécurité, de liquidité et de rendement n'étaient décrites qu'en termes qualitatifs. Afin de permettre un contrôle plus strict de la politique de placement, la Banque nationale a souhaité que ces exigences soient quantifiées dans la mesure du possible. Au début du mois de mars 2004, la Direction générale fixa les exigences minimales relatives à la liquidité des réserves de devises et à la sécurité de l'ensemble des actifs. Elle quantifia sa tolérance au risque sous forme d'une marge de

⁷⁶ BNS, directives sur la politique de placement (2004).

fluctuation de la *value-at-risk*, qui mesure le risque de perte sur les placements⁷⁷. Peu après, elle élargit l'univers des placements aux obligations d'entreprises et aux actions, dont elle escomptait tirer un meilleur rapport entre rendement et risques⁷⁸. Toutefois, pour conserver toute latitude en matière de politique monétaire et éviter que d'éventuels conflits d'intérêts ne mettent en péril la réputation de la BNS, la Direction générale n'autorisa que les actions et les obligations d'entreprises étrangères. Elle décida en outre de gérer les placements en actions de manière indexée, et de les limiter aux grandes capitalisations. Elle entendait éviter ainsi que la BNS ne devienne un actionnaire prépondérant dans certaines entreprises. En ce qui concerne les obligations, elle abaissa la notation minimale requise et autorisa les placements dans tout le segment de la catégorie *investment grade*. Ce faisant, la Direction générale a mis en œuvre pratiquement toutes les propositions que le groupe de travail avait formulées en 2002.

La Banque nationale a commencé à mettre en place sa nouvelle stratégie en juillet 2004. La majeure partie des placements continue d'être gérée en interne, et la Banque ne recourt à des gérants externes que pour les classes d'actifs dont la gestion est lourde et complexe, comme les créances hypothécaires titrisées (MBS) sur le marché américain, ou pour disposer d'un point de comparaison lors de l'évaluation de la performance des gestionnaires de portefeuille internes. Pour gérer et contenir les risques, la Direction générale a développé tout un système de portefeuilles de référence ainsi que des directives et des limites de placement. L'unité d'organisation Gestion des risques veille quotidiennement au respect des directives et des limites principales. Outre les calculs de la perte potentielle maximale (*value-at-risk*), elle effectue des analyses de sensibilité et des simulations de crises. Elle évalue les risques de crédit en se référant aux informations fournies par les agences de notation. Sur le plan opérationnel, les unités compétentes de la BNS assument une responsabilité accrue en matière de résultats.

8.3.7 La gestion des actifs libres de 2000 à 2005

Au début du mois de mai 2000, la Banque nationale a commencé à vendre les 1300 tonnes d'or excédentaires de ses réserves (8.2.4). Elle avait constitué à cet effet un portefeuille d'actifs libres, alimenté par le produit des ventes réalisées et par l'or qui restait à vendre. Ce portefeuille, géré séparément sur la base d'une stratégie de placement distincte, est demeuré soumis jusqu'en

77 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (2004), 4 mars, n° 71.

78 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (2004), 18 mars, n° 91.

2004 aux mêmes prescriptions légales que les autres placements. La Direction générale chercha à adapter la stratégie de placement en fonction du but probable et de l'horizon de placement de ces actifs qui, contrairement aux actifs à caractère monétaire, pouvaient être gérés sans tenir compte des contraintes imposées par la politique monétaire.

La Banque nationale était partie du principe qu'au moment de céder ces actifs, elle devrait les évaluer en francs suisses et que cette cession interviendrait au plus tôt après trois ans. Elle en avait déduit que le risque de change devait être réduit au maximum. Elle pensait aussi qu'à partir du moment où la décision d'affectation de ces fonds aurait été prise, le versement devrait intervenir rapidement, raison pour laquelle elle en plaça la plus grande partie sur des marchés liquides. La Direction générale limita donc la part des obligations en francs. Mais elle souhaitait également exploiter les possibilités de diversification existantes et obtenir, moyennant un risque limité de perte de substance, un rendement supérieur à celui des placements en francs sur le marché monétaire⁷⁹. La Banque nationale plaça donc le produit des ventes d'or à hauteur de 90% en obligations étrangères et couvrit largement le risque de change. Elle put ainsi profiter de la liquidité des marchés étrangers sans s'exposer à un risque de change trop important. Les 10% restants furent placés en obligations en francs. La duration du portefeuille était de trois ans, soit un peu moins que celle des réserves de devises.

Au début, alors que les actifs libres se composaient principalement de l'or à vendre, la valeur du portefeuille était exposée à deux facteurs de risque principaux: le prix de l'or exprimé en dollars et la relation de change entre le dollar et le franc. L'accord sur les ventes d'or passé en septembre 1999 entre la Banque nationale et d'autres banques centrales limitait toutefois sensiblement les possibilités de couverture des transactions sur or, et les dérivés sur or n'étaient pas autorisés en dehors des contingents attribués (8.2.4). En revanche, la Banque nationale pouvait gérer le risque de change sur dollar qui affecterait le produit de l'or vendu, ce qu'elle fit en vendant à terme, contre des francs et des euros, près d'un tiers du produit escompté en dollars. Elle ne jugea pas opportun de couvrir intégralement le risque de change, dans la mesure où, par le passé, un affaiblissement du dollar face au franc s'était généralement traduit par une hausse du prix de l'or. La couverture du risque dollar s'est avérée payante, puisque, sur la durée des ventes d'or, le billet vert a perdu pratiquement 30% de sa valeur, pour revenir à 1,20 franc.

79 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (2000), 22 juin, n° 283.

Les fonds investis ont augmenté parallèlement aux ventes d'or, atteignant à la fin un peu plus de 20 milliards de francs. Au fil du temps, la Banque nationale a légèrement élevé le niveau des risques d'intérêts et de crédit, tout en continuant à couvrir la plus grande partie du risque de change. De la sorte, elle a pu obtenir un rendement plus élevé sans mettre en péril la substance du patrimoine. Les produits de placement du portefeuille d'actifs libres ont été passés par le compte de résultat de la BNS. A partir de l'exercice 2003, ils ont été versés à la Confédération et aux cantons, en sus de la distribution du bénéfice ordinaire⁸⁰.

Lorsque, au début de 2005, il devint clair que les fonds devraient bientôt être versés à la Confédération et aux cantons, la Banque nationale réduisit drastiquement les risques de marché⁸¹ en couvrant par des ventes à terme supplémentaires le risque de change résiduel sur les positions en monnaies étrangères. Entre le mois de mai et la mi-juillet 2005, elle a distribué 21,1 milliards de francs en dix tranches hebdomadaires à la Confédération et aux cantons. Elle a pu liquider les placements correspondants sans problème, et sans que les marchés en subissent des effets.

8.4 La distribution du bénéfice

PETER KLAUSER

8.4.1 Introduction

Sous le régime des changes fixes, la Banque nationale ne pouvait guère réaliser des bénéfices, l'encaisse-or constituant la part prépondérante de ses actifs. Au cours de ses premières décennies d'existence, elle éprouva même certaines difficultés à verser aux cantons l'indemnité de 80 centimes par habitant prévue par la loi en plus du dividende revenant aux actionnaires. La Banque nationale distribua pour la dernière fois en 1932 un bénéfice supplémentaire à la Confédération et aux cantons⁸², puis elle s'en abstint afin d'être en mesure de constituer de modestes réserves latentes.

La situation bénéficiaire de la Banque nationale s'est considérablement modifiée à partir de 1971, à la suite de la suppression de la convertibilité du dollar en or. Depuis, les réserves d'or de la BNS – non rémunérées – sont restées

⁸⁰ Convention additionnelle (2003).

⁸¹ BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (2005), 20 janvier, n° 20.

⁸² BNS (1957), pp.335s.

pratiquement stables, tandis que ses réserves de devises – rémunérées – continuaient de croître. Le rapport entre les réserves de devises et celles d'or, ces dernières étant évaluées à la parité officielle, a passé de 1 à 7 en 1966 à 4,6 à 1 fin 1999 (swaps de devises compris). Par ailleurs, dès le début des années quatre-vingt, la Banque nationale a commencé à constituer un portefeuille de titres suisses pour ses opérations d'*open market*. Tous ces développements ont débouché sur une forte augmentation du produit des intérêts porté au compte de profits et pertes (8.1.4). Un nouvel élément décisif est intervenu en janvier 1973 avec le passage aux changes flottants, à savoir l'exposition des réserves de devises à un risque de pertes de change sensiblement plus élevé⁸³.

8.4.2 *Volatilité accrue des revenus et attentes croissantes en matière de bénéfices*

Au cours des années septante et quatre-vingt, les revenus de la Banque nationale ont enregistré de fortes variations sous l'effet des fluctuations de la valeur des actifs dues à celles des cours de change. La perte record du portefeuille de devises enregistrée en 1978 dépassa non seulement le produit des intérêts, mais encore l'ensemble des provisions pour risques monétaires et autres risques. Le déficit qui en résulta fut compensé par l'activation de réserves latentes sur l'or, de sorte que la Banque put dégager un bénéfice net suffisant pour distribuer un dividende de 6% aux actionnaires ainsi que l'indemnité de 80 centimes par habitant versée aux cantons. En 1977, 1979, 1985, 1986 et 1987, les pertes essuyées sur les placements de devises furent également supérieures au produit des intérêts, mais pour ces exercices la différence put être couverte par des prélèvements sur les provisions. Cette volatilité accrue poussa la Banque nationale à établir ses comptes de manière prudente. Afin d'atténuer les risques de change, elle entreprit au cours des années quatre-vingt de constituer des provisions à partir de ses produits, à commencer par ceux qui excédaient son bénéfice ordinaire⁸⁴.

Au début des années quatre-vingt, le Département fédéral des finances (DFF) et l'Office fédéral des affaires économiques extérieures avaient envisagé que la BNS puisse contribuer à titre exceptionnel au financement du budget de la Confédération, qui était alors serré, ou prendre en charge une partie des déficits de la garantie contre les risques à l'exportation. Cependant, la Direction générale s'opposa à ces prétentions, qu'elle jugeait contraires aux dispositions légales sur la répartition du bénéfice entre Confédération (un

83 BNS (1982), p. 317.

84 Message (2002), pp. 5670s.

tiers) et cantons (deux tiers). La Direction générale et le Conseil de banque étaient par principe défavorables à des distributions supplémentaires de bénéfices, car ils y voyaient une menace pour la liberté d'action de la BNS dans la conduite de la politique monétaire et, donc, pour l'indépendance de la banque centrale.

Mais à mesure que les provisions se garnissaient, la question des distributions supplémentaires se fit plus pressante. Ainsi, en 1982, le chef du Département des finances du canton de Genève s'étonna de ce que le montant des distributions de la BNS n'ait pas suivi la hausse du bénéfice. Par la suite, d'autres chefs des finances cantonales intervinrent dans le même sens et, en signe de protestation, le représentant du canton de Genève à l'Assemblée générale de 1987 refusa même d'approuver les comptes annuels⁸⁵. Les autorités de la Banque nationale craignaient toutefois qu'une distribution supplémentaire ne crée un précédent qui pourrait nuire à la conduite de la politique monétaire, et elles ne changèrent pas de position jusque tard dans les années quatre-vingt. Dans un exposé tenu en mars 1984, le président de la Direction générale, Fritz Leutwiler, avait d'ailleurs explicitement mis en garde contre les effets distributionnels indésirables de telles répartitions de bénéfices et contre le risque de politisation de la Banque nationale qui pourrait en résulter. Enfin, selon le conseiller fédéral Otto Stich, chef du DFF, une distribution supplémentaire de la BNS n'était envisageable que si les finances fédérales étaient saines.

Par la suite, la Banque nationale subit d'importantes pertes de change, et la pression se relâcha temporairement. Mais en 1989, la Direction générale se pencha de nouveau sur la question de savoir si la Banque nationale devait distribuer des bénéfices supplémentaires à la Confédération et aux cantons, et le cas échéant, dans quelles proportions. Si elle demeurait sceptique face à de telles distributions, la Banque nationale dut tout de même admettre qu'un refus de principe ne se justifiait pas d'un point de vue purement économique. Elle considérait aussi qu'elle pourrait se défendre plus efficacement contre d'éventuelles demandes de distributions indirectes – sous forme de financements spéciaux par exemple – si elle acceptait le principe des distributions supplémentaires de bénéfices⁸⁶. Dans une réponse à une motion déposée au Conseil national, le Conseil fédéral avait également estimé, en automne 1990, que le moment était venu d'examiner plus concrètement la question des distributions supplémentaires de la BNS. Les autorités fédérales espéraient ainsi obtenir une contribution au programme d'assainissement budgétaire de l'époque.

85 BNS, procès-verbal de l'Assemblée générale (1987), pp. 7s et p. 12.

86 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1989), 26 janvier, n° 54/1.

8.4.3 *Changement de paradigme au début des années nonante*

De fait, la Banque nationale afficha dans son bilan de l'exercice 1990 des provisions pour risques de change de 17,1 milliards de francs, soit l'équivalent de près des trois quarts du montant des devises non couvertes, qui s'établissait alors à 22,5 milliards⁸⁷. La Direction générale jugea qu'un tel niveau de provisions était suffisant pour couvrir les risques de change et de taux d'intérêt qui grevaient alors les réserves monétaires. Il était admis par tout le monde que la rente de monopole sur l'émission des billets de banque revenait de droit pour un tiers à la Confédération en tant que détentricrice actuelle du monopole, et pour deux tiers aux cantons en leur qualité d'anciens monopoleurs, conformément à la règle de répartition prévue par la Constitution fédérale et par la loi. La Direction générale fit toutefois valoir que, même dans un régime de distributions supplémentaires des bénéfices, la banque centrale devait rester en mesure d'exécuter son mandat de politique monétaire sans pour autant être soumise à l'obligation de dégager des bénéfices, et qu'il fallait pour cela qu'elle ait la possibilité de constituer les réserves nécessaires à la fois sous l'angle de son exploitation et d'un point de vue économique général.

La recherche d'un mode de distribution satisfaisant se révéla cependant complexe. A l'époque où les actifs de la BNS n'étaient exposés à aucun risque marqué, une telle norme n'avait pas été jugée indispensable, et la loi sur la Banque nationale de 1953 (aLBN) ne comportait aucune règle sur la détermination du bénéfice de la BNS (art. 25 à 27 aLBN). Par ailleurs, les dispositions du code des obligations concernant l'établissement des comptes, qui s'appliquaient à la BNS à titre subsidiaire, offraient une trop grande latitude en matière de provisions. Il fallait donc arrêter un mode de répartition du bénéfice qui fixe, d'une part, l'ampleur des produits de la banque centrale à affecter à la constitution des provisions, et qui détermine, d'autre part, ce qu'il convenait de considérer comme bénéfice pouvant être versé. De plus, il allait de soi que la distribution du bénéfice ne devait déboucher sur aucune création supplémentaire de monnaie centrale.

Au début de 1992, le DFF et la Banque nationale se mirent d'accord sur un mode de distribution du bénéfice qui allait affecter les comptes de plusieurs exercices⁸⁸. L'idée directrice était que la croissance des réserves de devises non couvertes contre le risque de change (les placements de devises, excepté les swaps) devait se poursuivre, car ces réserves jouent un rôle majeur dans la prévention des crises (8.1.5). A cela s'ajoutait le fait que, depuis les années

87 BNS, 83^e rapport de gestion 1990, p. 53, p. 63 et p. 67.

88 Message (2002), p. 5672.

quatre-vingt, la création de monnaie centrale ne s'était plus traduite par une augmentation des réserves de devises non couvertes. Dans la mesure en effet où la Banque nationale gérait la masse monétaire par le biais des swaps de devises, les réserves de devises non couvertes ne s'accroissaient que lorsqu'elle réalisait un excédent de produits et qu'elle l'affectait aux provisions. Il en découlait que ces dernières devaient augmenter au même rythme que le produit national brut (PNB) nominal. En pourcentage, l'accroissement à donner aux provisions fut donc égal à la moyenne des taux annuels de progression que le PNB avait enregistrés, en termes nominaux, pendant les cinq dernières années. Par l'augmentation régulière de ses réserves, la Banque nationale entendait signaler à l'opinion publique que ses distributions de bénéfices n'affecteraient pas la stabilité du franc. Le DFF et la BNS exclurent de ce schéma les réserves d'or, celles-ci étant encore immobilisées du fait de la parité-or du franc (8.2.1). Finalement, le surplus disponible après la constitution de provisions selon les modalités précitées devait être versé à la Confédération et aux cantons en tant que bénéfice supplémentaire. Ainsi fut établie la première règle de la stratégie de distribution.

Vu la forte variation des produits de la Banque nationale due aux fluctuations des cours de change et des taux d'intérêt, le DFF et la BNS sont parvenus à la conclusion qu'un lissage des distributions de bénéfices était de mise, pour faciliter la planification financière de la Confédération et des cantons. Plusieurs méthodes furent envisagées. L'une d'entre elles aurait consisté à fixer le montant de la distribution sur la base d'une projection des excédents moyens attendus. De la sorte, les sommes distribuées auraient été constantes sur une période donnée et les bénéficiaires en auraient connu le montant à l'avance. L'inconvénient d'une telle méthode était que, en cas d'erreur d'appréciation de la part de la BNS – ce qui ne pouvait être exclu a priori –, les modalités de distribution auraient dû être constamment réadaptées. C'est pourquoi il fut décidé de suivre une méthode selon laquelle la BNS ne devait verser que les surplus effectifs dégagés au cours des exercices précédents. Pour obtenir l'effet de lissage recherché, les distributions annuelles furent plafonnées à 600 millions de francs. Si le surplus pouvant être distribué dépassait ce plafond, la différence était affectée aux provisions. Les pertes, qui ramenaient les provisions effectives en dessous du niveau visé, entraînaient une réduction de la distribution. Telle était la seconde règle de la stratégie de distribution.

Par prudence, le DFF et la BNS fixèrent la limite supérieure des distributions à un niveau plutôt bas, car ni la Confédération, ni les cantons n'avaient intérêt à ce que les distributions se concentrent sur certains exercices. De plus, la Banque nationale ne s'estimait pas en mesure de prévoir avec certitude

l'évolution de ses revenus et souhaitait accumuler au préalable une certaine expérience dans la distribution supplémentaire de bénéfices. Enfin, pour faciliter le processus budgétaire, il fut décidé que la BNS verserait la somme à distribuer au DFF au début de l'exercice suivant l'approbation des comptes annuels par l'Assemblée générale, à charge pour lui d'en répartir le montant entre les bénéficiaires. De cette manière, la Confédération et les cantons pourraient connaître vers le milieu de l'année le montant qui leur reviendrait et qu'ils pourraient prendre en compte dans leur budget pour l'année suivante. Au début de 1993, la Banque nationale distribua à la Confédération et aux cantons un premier bénéfice supplémentaire de 600 millions de francs, résultant de l'exercice 1991.

8.4.4 *Des distributions croissantes*

L'exercice 1991 avait permis à la Banque nationale de dégager un bénéfice confortable et après la distribution supplémentaire de 600 millions de francs, le surplus disponible de la BNS était encore considérable (3 milliards de francs environ)⁸⁹. La Banque nationale put donc verser également le montant maximum de 600 millions de francs à la Confédération et aux cantons pour les exercices 1992 à 1994. Mais les produits dégagés par les réserves de devises non couvertes, et par voie de conséquence le surplus disponible, sont soumis à de fortes fluctuations. La preuve en fut donnée vers le milieu des années nonante: en 1994 et 1995, en effet, d'importants amortissements durent être effectués sur les positions en devises, et la Banque nationale ne put verser qu'un bénéfice de 142 millions de francs à la Confédération et aux cantons au titre de l'exercice 1995. A la fin de 1995, le surplus disponible était épuisé⁹⁰. En décidant dès la fin de l'exercice 1996 de porter au bilan les actifs financiers négociables à leur valeur de marché, la Banque nationale libéra des réserves latentes qui relevèrent nettement le surplus disponible. Grâce au résultat exceptionnel de l'exercice 1996, la Banque nationale put payer – en contradiction avec la pratique initialement choisie – la part non versée de la distribution supplémentaire maximale relative à l'exercice précédent. Le surplus versé pour l'exercice 1996 s'éleva de la sorte à 1058 millions de francs⁹¹. La Banque nationale avait ainsi répondu à l'appel de la Confédération et des cantons, mais le paiement de cette «différence» illustre à quel point les pouvoirs publics s'étaient déjà habitués à ce que la Banque nationale leur verse le

⁸⁹ BNS, 84^e rapport de gestion 1991, p. 66.

⁹⁰ BNS, 88^e rapport de gestion 1995, pp. 69s.

⁹¹ BNS, 89^e rapport de gestion 1996, p. 61, p. 70 et p. 80.

surplus maximum chaque année. La dernière distribution de 600 millions de francs, opérée selon le mode de 1991, eut lieu au titre de l'exercice 1997.

Le mode de distribution des bénéfices adopté en 1991 ne l'avait pas été pour une durée déterminée. Cependant, la révision partielle de la loi sur la Banque nationale, approuvée le 20 juin 1997, modifia considérablement les bases sur lesquelles la convention avait été conclue entre le DFF et la BNS. Cette révision donnait plus de latitude à la banque centrale en matière de placements et créait les conditions permettant à la BNS de gérer ses réserves monétaires de façon plus efficace, afin de dégager des produits plus élevés. Dans son message, le Conseil fédéral s'attendait d'ailleurs à des revenus supplémentaires de l'ordre de 400 millions de francs par an⁹². En outre, le surplus disponible résultant de la différence entre le montant effectif des provisions et le montant visé s'était sensiblement accru, pour atteindre 9,7 milliards de francs au bilan de l'exercice 1997⁹³. Enfin, la Confédération et les cantons souhaitaient un plus grand lissage des distributions, de manière à améliorer la qualité de leur planification financière. Pour toutes ces raisons, il était devenu impératif de réviser le mode de distribution des bénéfices établi en 1991.

Après une procédure de consultation promptement menée à terme, le DFF et la BNS conclurent le 24 avril 1998 une nouvelle convention, qui confirmait la règle selon laquelle les provisions de la Banque nationale doivent évoluer au même rythme que le PNB nominal. En revanche, les parties adaptèrent le mode de lissage et le montant à distribuer. En se basant sur une prévision des revenus de la BNS, elles fixèrent un montant à distribuer annuellement à la Confédération et aux cantons pendant une période de cinq ans. La règle voulant que seuls des surplus effectifs soient répartis entre la Confédération et les cantons avait vécu, les bénéficiaires étant désormais persuadés d'avoir droit à un versement constant, issu du bénéfice de la Banque nationale. L'obligation pour la BNS de présenter un bénéfice constant pendant cinq ans était toutefois pourvue d'un filet de sécurité, de façon à ne pas entamer la confiance gagnée grâce à la règle sur la détermination du bénéfice. Au cas où les provisions de la BNS tomberaient sous le seuil de 60% du montant visé, les parties s'étaient en effet accordées pour que les versements à la Confédération et aux cantons puissent être réduits, voire interrompus, au cours de la période quinquennale. Pour les exercices 1998 à 2002, le montant de la distribution fut fixé à 1,5 milliard de francs par an⁹⁴. Ce montant comprenait deux éléments, l'un

92 Message (1997), p. 866 et p. 895.

93 BNS, 90^e rapport de gestion 1997, p. 86.

94 Message (2002), pp. 5672s.

résultant de la réduction progressive du surplus disponible accumulé sous le régime de la convention de 1991, l'autre étant calculé sur la base d'une estimation des produits futurs tirés des actifs de la BNS, les parties misant sur un rendement annuel moyen de 3%.

Le montant des distributions demeurant constant sur une longue période, la Banque nationale pouvait désormais verser le bénéfice supplémentaire au DFF aussitôt après son Assemblée générale. En vue de garantir une meilleure répartition des distributions durant la phase transitoire entre les deux régimes, elle n'attendit pas le mois de janvier 1999 pour verser le surplus de 600 millions de francs résultant de l'exercice 1997, mais effectua le virement à fin avril 1998 déjà. Dans les faits, la Confédération et les cantons reçurent donc au printemps 1998 la somme totale de 1200 millions de francs au titre des exercices 1996 et 1997.

Durant les exercices 1998 à 2001, la Banque nationale enregistra des produits très élevés et n'eut aucun problème à verser chaque année le montant convenu de 1,5 milliard de francs. Le surplus disponible grimpa jusqu'à 13,4 milliards de francs à la fin de l'exercice 2001⁹⁵. La Banque nationale avait donc évalué de manière trop prudente les bénéfices qui seraient à distribuer selon la convention de 1998.

8.4.5 *Les conventions de 2002 et 2003 sur la distribution des bénéfices*

Il ne faisait pas l'ombre d'un doute, tant pour le DFF que pour la Banque nationale, que l'écart considérable entre les provisions effectives et le montant visé devrait être corrigé à l'issue de la première période de cinq ans. Plusieurs interventions parlementaires avaient également soulevé la question de savoir si les provisions de la BNS n'étaient pas trop élevées.

Le DFF et la BNS examinèrent plusieurs variantes en vue de réduire cet excédent considérable, se fondant sur une prévision des revenus de la BNS pour les années 2003 à 2012. L'une des options auxquelles la Banque nationale aurait pu se rallier aurait consisté à résorber immédiatement les provisions excédentaires par le biais d'un versement unique. Finalement, le Conseil fédéral et la Direction générale optèrent pour une variante à forte composante stabilisatrice, avec pour objectif la résorption totale du surplus disponible d'ici la fin de l'exercice 2012. Le DFF et la BNS signèrent donc le 5 avril 2002 une convention sur la distribution des bénéfices pour une durée de dix ans. Bien que les parties aient prévu une décennie entière pour réduire l'excédent, elles purent tout de même dès l'exercice 2003 augmenter de manière

⁹⁵ BNS, 94^e rapport de gestion 2001, p. 104.

considérable le montant distribué, et le fixèrent à 2,5 milliards de francs par année. Simultanément, elles décidèrent de compléter le bénéfice annuel 2002 à verser au printemps 2003 par un versement unique de 1 milliard de francs, portant ainsi à 2,5 milliards également la distribution au titre de l'exercice 2002⁹⁶. En revanche, convaincus que les réserves d'or excédentaires seraient affectées à un autre but après la votation populaire du 22 septembre 2002, le DFF et la BNS convinrent d'exclure le produit des actifs libres de cette convention (9.4.4). La Banque nationale fit savoir publiquement qu'à partir de 2013 sa capacité bénéficiaire tomberait aux alentours de 900 millions de francs par an en raison de la diminution de ses actifs⁹⁷. Cette prévision tablait sur un rendement moyen d'environ 3% par an sur l'ensemble des actifs, y compris l'encaisse-or résiduelle.

La convention de 2002 comportait encore toute une série de précisions. Ainsi, la règle générale selon laquelle les provisions de la BNS doivent augmenter au même rythme que l'économie se référait désormais à la croissance du produit intérieur brut (PIB) en termes nominaux et non plus à celle du PNB, car les chiffres du PIB sont disponibles plus facilement et plus rapidement que ceux du PNB. C'est également depuis 2002 que le montant des provisions requises est déterminé en fonction des risques grevant l'ensemble des réserves monétaires. L'inclusion des réserves d'or monétaire (1290 tonnes) dans l'appréciation des risques était la suite logique de l'évaluation de l'or au prix du marché depuis le 1^{er} mai 2000 (9.5.5). La convention de 2002 fixait encore un niveau plancher pour les provisions. Ainsi, lorsque les provisions effectives se réduisaient de plus de 10 milliards de francs au-dessous du niveau visé, la distribution de l'exercice était diminuée d'autant. Inversement, celle-ci était augmentée si les provisions effectives dépassaient de plus de 10 milliards de francs le montant visé. Compte tenu des nombreuses incertitudes qui entourent des prévisions bénéficiaires à dix ans, il était également prévu de réviser la convention après cinq ans et, au besoin, d'adapter le montant des distributions.

Le régime des distributions annuelles de 2,5 milliards de francs ne dura cependant guère, car le cadre général s'était modifié une nouvelle fois. Après le double non du souverain lors des votations du 22 septembre 2002 concernant l'initiative sur l'or et le contre-projet de l'Assemblée fédérale (9.4.4), le Conseil fédéral et la Banque nationale ne tablèrent plus sur une cession rapide des actifs dont la BNS n'avait plus besoin dans le cadre de sa politique

⁹⁶ Message (2002), p. 5673.

⁹⁷ BNS, 95^e rapport de gestion 2002, p. 49.

monétaire. De son côté, la Banque nationale avait déjà écoulé jusqu'à fin 2002 une bonne moitié des 1300 tonnes d'or dont la cession était prévue, et elle avait investi le produit de ces ventes dans des placements rémunérés. La capacité bénéficiaire de la Banque nationale s'en trouvait accrue, et la question se posait dès lors de savoir comment en tenir compte dans la répartition des bénéfices. Le DFF, en particulier, était favorable à une réglementation additionnelle, car tant qu'une décision définitive ne serait pas prise sur l'utilisation de l'or excédentaire, les produits des actifs libres devraient continuer d'être portés au compte de résultat ordinaire de la BNS. Ainsi, à défaut de distributions additionnelles, il deviendrait impossible de résorber le surplus disponible dans les délais prévus. La Direction générale pour sa part ne voyait pas d'inconvénient majeur à une telle perspective, dans la mesure où la convention de 2002 prévoyait de toute manière la possibilité d'adapter vers le haut les montants versés à partir de 2007. Le Conseil fédéral insista cependant pour que les revenus réalisés sur les actifs libres soient distribués le plus tôt possible selon le droit en vigueur, à savoir un tiers à la Confédération et deux tiers aux cantons.

Dans la convention additionnelle du 12 juin 2003 concernant la distribution des revenus tirés des actifs dont la Banque nationale n'avait plus besoin, le DFF et la BNS décidèrent par conséquent qu'un montant fixe, déterminé à l'avance, serait distribué chaque année en plus des 2,5 milliards de francs prévus aux termes de la convention de 2002. Cette décision répondait au souhait exprimé par les cantons de pouvoir disposer des meilleures bases de planification possibles en matière de recettes. Le DFF et la BNS convinrent également que le montant additionnel versé chaque année augmenterait au fur et à mesure des ventes d'or; elles le fixèrent à 300 millions de francs pour l'exercice 2003 (versement au printemps 2004), à 400 millions pour l'exercice 2004 (au printemps 2005), puis à 500 millions à partir de l'exercice 2005 (dès le printemps 2006)⁹⁸.

8.4.6 Les distributions à leur sommet avec le versement du produit des ventes d'or

La convention additionnelle était une solution transitoire qui devait rester applicable jusqu'à l'entrée en vigueur d'une base juridique réglant définitivement l'utilisation des actifs libres. La Confédération et les cantons se montrèrent très satisfaits de cette solution. Mais dans une lettre du 12 juin 2003 adressée au conseiller fédéral Kaspar Villiger, alors chef du DFF, le Conseil de

⁹⁸ Message (2003), pp. 5604s.

banque et la Direction générale se déclarèrent tout de même inquiets du niveau désormais atteint par les distributions de bénéfices de la BNS, qui ne pourrait en aucun cas être maintenu sur le long terme. Les autorités de la Banque craignaient notamment que le retour des distributions à un niveau «normal», soit de 1 milliard de francs par an seulement, ne devienne un problème politique.

La convention additionnelle du 12 juin 2003 ne déploya cependant ses effets que pendant deux exercices. Après l'échec parlementaire du deuxième projet sur l'utilisation de l'or excédentaire, la Banque nationale fut amenée à distribuer le produit des ventes d'or à la Confédération et aux cantons bien plus tôt qu'elle ne l'avait imaginé (9.4.7 et 9.4.8). En plus du bénéfice de 2,9 milliards de francs convenu au titre de l'exercice 2004, la Banque nationale versa au début de l'été 2005 le produit des ventes d'or, qui se montait à 21,1 milliards de francs. Le bénéfice distribué par la BNS en 2005 atteignit ainsi le montant historique de 24 milliards de francs, soit près de 5% du PIB annuel de la Suisse. La Banque nationale compensa cette création de monnaie centrale par des opérations inverses sur le marché monétaire, de sorte que sa politique de stabilité n'eut à aucun moment à pâtir de cette situation⁹⁹. Après ce pic, les distributions annuelles sont retombées à 2,5 milliards de francs par an. La convention additionnelle de 2003 était en effet devenue caduque en raison du versement du produit des ventes d'or.

Entre 2002 et 2005, le montant du bénéfice ordinaire de la BNS distribué à la Confédération et aux cantons augmenta en flèche, passant de 1,5 à 2,9 milliards de francs par an. Il n'est donc pas exagéré de parler à propos de ces années-là d'un âge d'or pour les finances publiques, en particulier lorsque la BNS eut versé le produit des ventes d'or à la Confédération et aux cantons. En tout état de cause, les autorités de la Banque considérèrent que le mode de distribution du bénéfice mis au point au début des années nonante avait fait ses preuves. La règle de détermination du bénéfice avait notamment permis à la BNS de constituer les réserves monétaires nécessaires pendant une longue période, et ce, indépendamment de l'évolution de la monnaie centrale. Cette règle a d'ailleurs été reprise dans la nouvelle loi sur la Banque nationale (art. 30 LBN) qui oblige la BNS à tenir compte de l'évolution de l'économie suisse lors de la constitution de ses provisions. Le législateur a également inscrit dans la nouvelle loi (art. 31 LBN) le principe selon lequel il convient d'assurer à moyen terme une répartition constante des distributions annuelles du bénéfice à la Confédération et aux cantons.

⁹⁹ Hildebrand et Jordan (2005).

Sources

BNS, achats d'obligations (1991), *Obligationenkäufe*, état des lieux, proposition du 2^e département à l'intention de la Direction générale, 23 avril, ABNS.

BNS, directives sur la politique de placement (2004), *Directives générales de la Banque nationale suisse (BNS) sur la politique de placement*, 27 mai, <http://www.snb.ch>, puis La BNS et Fondements juridiques.

BNS, échange de pièces d'or (1979), *Tauschgeschäfte Goldmünzen*, note à l'attention de Leo Schürmann, 13 août, ABNS.

BNS, groupe de travail Gestion des actifs (2000), *Aktivenbewirtschaftung*, rapport intermédiaire, mars, ABNS.

BNS, groupe de travail Gestion des actifs (2002), *Aktivenbewirtschaftung*, rapport final, juillet, ABNS.

BNS, groupe de travail Politique de placement (1983), *Anlagepolitik*, rapport, septembre, ABNS.

BNS, groupe de travail Politique de placement et distribution du bénéfice (1996), *Anlagepolitik und Gewinnausschüttung*, rapport final, novembre, ABNS.

BNS, groupe de travail Structure des actifs (1994), *Aktivenstruktur*, rapport intermédiaire, août, ABNS.

BNS, groupe de travail Structure des actifs (1996), *Aktivenstruktur*, rapport final, septembre, ABNS.

BNS, interventions sur les marchés des changes (1983), *Interventionen am Devisenmarkt*, divers documents en vue de la journée d'étude du 13 juillet de la Direction générale, ABNS.

BNS, objectifs et restrictions (2006), *Ziele und Restriktionen*, proposition n° 77 (2004–2008) de la Direction générale à l'intention du Conseil de banque concernant les objectifs et les restrictions en matière de politique de placement de la BNS, 31 mars, ABNS.

BNS, pièces d'or (1978), *Goldmünzen*, avis de droit du professeur R. Jagmetti, 21 avril, ABNS.

BNS, procès-verbal de l'Assemblée générale (1987), procès-verbal de la 79^e Assemblée générale des actionnaires de la BNS, 24 avril, ABNS.

BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (diverses années), ABNS.

BNS, *Rapport de gestion* (diverses années), Bibliothèque de la BNS, Zurich.

BO, Bulletin officiel de l'Assemblée fédérale (diverses années).

Convention additionnelle (2003) entre le DFF et la BNS concernant la distribution de revenus tirés des actifs libres, 12 juin, ABNS.

Groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» (1997), *Nouvel article constitutionnel sur la monnaie*, rapport du 24 octobre, Berne; Bibliothèque de la BNS, Zurich.

Message (1997) relatif à la révision de la loi sur la Banque nationale, du 17 mars, FF 1997 II 866–899.

Message (2002) concernant la révision de la loi sur la Banque nationale, du 26 juin, FF 2002 5645–5856.

Message (2003) concernant l'utilisation de 1300 tonnes d'or de la Banque nationale suisse et l'initiative populaire «Bénéfices de la Banque nationale pour l'AVS», du 20 août, FF 2003 5597–5639.

Bibliographie

- BNS (1957), *Banque nationale suisse 1907–1957*, Zurich.
- BNS (1982), *75e anniversaire – Banque nationale suisse – Les années 1957 à 1982*, Editions 24 Heures, Lausanne.
- Cross J. (2000), *Gold Derivatives: The Market View*, World Gold Council, Londres.
- Gold Survey* (1999), Gold Field Mineral Services, Londres
- Grubel, H. G. (1971), «The Demand for International Reserves: A Critical Review of the Literature», dans *Journal of Economic Literature*, 9 (4), pp. 1148–1166.
- Hildebrand, P. M. et T. J. Jordan (2005), «Eine Transaktion von historischem Ausmass, Details zur Ausschüttung der Golderlöse der Nationalbank», dans *Neue Zürcher Zeitung*, n° 82 du 9 avril, p. 29.
- How Countries Manage Reserve Assets* (2003), Central Banking Publications, Londres.
- Junod, C.-A. (1988), «Kommentar zu Art. 38/39 BV», dans J.-F. Aubert, K. Eichenberger, J.-P. Müller, R. A. Rhinow et D. Schindler (éd.), *Kommentar zur Bundesverfassung der Schweizerischen Eidgenossenschaft vom 29. Mai 1874*, Helbing&Lichtenhahn, Bâle, pp. 1–31.
- Nobel P. (1987), «Notenbank und Banknoten», dans D.-C. Dicke et T. Fleiner-Gerber (éd.), *Staat und Gesellschaft*, mélanges en l'honneur de Leo Schürmann, éditions de l'Université, Fribourg, pp. 291–316.
- O'Callaghan, G. (1993), «The Structure and Operation of the World Gold Market», dans *IMF Occasional Paper*, 105, FMI, Washington DC.
- RBS Reserve Management Trends* (2005), Central Banking Publications, Londres.
- Roger, S. (1993), «The management of foreign exchange reserves», dans *BIS Economic Papers*, 38, juillet, BRI, Bâle.
- Roth, J.-P. (1999), «A view on Switzerland in the run up to the demonetisation of gold», exposé présenté à la *22nd Annual FT World Gold Conference*, 14 juin; Bibliothèque de la BNS, Zurich.
- Rudd, C. (1982), *Modern Portfolio Theory*, Dow Jones Irwin, Homewood IL.
- Ruoss, E. (1992), *Die Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank 1907–1929: Grundlagen, Ziele, Instrumente*, thèse, Zurich.
- Schürmann, L. (1980), *La loi sur la Banque nationale et ses dispositions d'exécution. Commentaire et textes*, Stämpfli, Berne.
- von Ungern-Sternberg, T. (1996), «The Swiss National Bank and Seignorage», dans *Cahiers de recherches économiques* du DEEP, 9601, Département d'économétrie et d'économie politique, Ecole des HEC, Université de Lausanne.

9 La réforme de l'ordre monétaire

9.1 Les problèmes de l'ancien ordre monétaire

PETER KLAUSER

9.1.1 Introduction

L'ouvrage commémoratif publié à l'occasion du 75^e anniversaire de la BNS évoquait déjà le «problème de l'or», autrement dit celui de l'abandon du rattachement du franc à l'or, en précisant qu'il ne saurait se régler sans une refonte complète des dispositions constitutionnelles sur la monnaie. La Banque nationale pensait alors que cette question serait résolue au cours des années quatre-vingt¹.

Il faudra toutefois beaucoup plus de temps pour que cette réforme voie le jour. Il est vrai que la question de l'or ne constituait pas directement un obstacle à la conduite de la politique monétaire du pays. En outre, la Banque nationale se rendait bien compte qu'un nouvel ordre monétaire nécessiterait d'abord de nouvelles bases constitutionnelles. Mais les discussions sur une révision totale de la Constitution s'éternisaient. Enfin, elle espérait un élan réformateur du débat naissant sur la création d'une monnaie unique européenne. Pour toutes ces raisons, ce n'est qu'au début des années nonante que la Banque nationale s'attela activement à la réforme de l'ordre monétaire.

Dans les lignes qui suivent, la notion d'ordre monétaire recouvre tout le dispositif légal applicable, du niveau constitutionnel jusqu'aux lois et ordonnances.

9.1.2 L'ordre monétaire après la Seconde Guerre mondiale

De toutes les monnaies des pays industriels, le franc suisse est celle dont le rattachement à l'or a été maintenu le plus longtemps. Après la Seconde Guerre mondiale, l'ordre monétaire international a connu des changements profonds, mais la Suisse n'a adapté qu'avec une grande lenteur sa Constitution et ses lois. Ignorant la dimension internationale du système monétaire en vigueur, la Suisse s'est longtemps accrochée à l'illusion qu'elle pourrait maintenir son autonomie en cette matière.

Jusque vers le milieu du XX^e siècle, la détermination de la valeur extérieure de la monnaie était considérée comme un acte de souveraineté nationale. Lors

1 BNS (1982), p. 155.

de la Conférence de Bretton Woods, au mois de juillet 1944, l'idée s'imposa selon laquelle «*an exchange rate in its very nature is a two-ended thing, and that changes in exchange rates are therefore properly matters of international concern*»². Le Fonds monétaire international (FMI), qui fut créé à cette occasion, visait à établir un système monétaire international au sein duquel les cours de change seraient stables et les monnaies convertibles. Le régime de changes fixes fut instauré sous la forme de l'étalon de change-or. Chaque Etat membre du Fonds devait définir la valeur de sa monnaie soit par rapport à l'or, soit par rapport au dollar des Etats-Unis, lui-même convertible en or. Les autorités monétaires nationales étaient tenues d'acheter ou de vendre de l'or ou des devises convertibles en or pour empêcher le cours de leur monnaie de fluctuer au-delà d'une fourchette très étroite, et maintenir ainsi la parité fixée. Un ajustement de la parité n'était toléré que «dans le cas d'un déséquilibre fondamental de la balance des paiements» et d'entente avec le FMI³. La Suisse refusa d'adhérer aux institutions de Bretton Woods, car les autorités d'alors redoutaient «l'abandon partiel de notre souveraineté monétaire» qu'une adhésion aurait impliqué⁴.

A la même époque, le constituant helvétique entreprit de supprimer l'obligation de rembourser les billets de banque (sous-entendu en or), inscrite depuis 1891 à l'article 39, alinéa 6, de l'ancienne Constitution (aCst.). Dans son message du 5 novembre 1948 concernant la révision de l'article 39aCst., le Conseil fédéral proposait de régulariser le principe de l'acceptation obligatoire des billets de banque (cours légal) qui avait été introduit en 1936 sur la base du droit d'urgence⁵. Il était alors devenu de notoriété publique que plus aucun Etat n'envisageait de restaurer le régime de l'étalon-or. Par conséquent, en réintroduisant unilatéralement la convertibilité-or de ses billets de banque, la Suisse se serait exposée au risque d'un reflux des réserves d'or de la BNS. Le projet du Conseil fédéral fut adopté presque sans amendement par le Parlement, mais rejeté en votation populaire le 22 mai 1949. Le sentiment prédominant dans la population était que l'Etat ne serait plus en mesure d'assurer convenablement la stabilité de la monnaie si les billets de banque n'étaient plus que du papier-monnaie, sans garantie constitutionnelle de la couverture-or⁶. La grande majorité de la population ne voulait pas reconnaître que, dans les faits, les billets de banque suisses ne pourraient plus être convertis en or, même en cas de perte de confiance généralisée dans l'institut d'émission.

2 Gold (1982), p. 176.

3 BNS (1982), p. 81.

4 BNS (1957), p. 310.

5 Message (1948), p. 714.

6 Junod (1988), art. 39, ch. 6.

Dans ces conditions, nul ne s'étonnera du peu de hardiesse dont le constituant fit preuve lors de la révision de l'article constitutionnel sur la Banque nationale de 1951⁷. Il proposait en effet d'exclure un retour à l'étalon-or non pas définitivement, mais uniquement «en temps de guerre ou de perturbations de la situation monétaire» (art. 39, al. 6, aCst.)⁸. Dans un tel cas, la loi de 1953 sur la Banque nationale obligeait l'institut d'émission à «maintenir la valeur du franc à la parité prescrite par la loi» (art. 22, 2^e phrase, aLBN). Ces dispositions créaient en quelque sorte les conditions permettant au franc suisse de rejoindre unilatéralement – par la définition d'une parité-or – le système des changes fixes de Bretton Woods. En outre, la Constitution prescrivait expressément que l'or devait entrer dans la couverture obligatoire des billets en circulation (art. 39, al. 7, aCst.).

La révision de la loi sur la monnaie de 1952 déboucha sur la même ambivalence. D'un côté, elle ramenait le «taux monétaire légal» – cette notion, qui remontait à l'article sur la monnaie (art. 38, al. 3, aCst.) de la Constitution fédérale de 1874, attribuait à la Confédération la compétence de fixer la parité-or du franc suisse – au niveau d'après la dévaluation de 1936. En d'autres termes, elle introduisait l'étalon de change-or de Bretton Woods dans le droit interne. Mais, d'un autre côté, elle continuait d'autoriser la Confédération à émettre des pièces d'or ayant un pouvoir libératoire illimité, c'est-à-dire des pièces courantes. La loi sur la monnaie se référait donc toujours à un système dans lequel circulent des monnaies d'or.

Juste avant l'entrée en vigueur de la loi de 1953 sur la Banque nationale, le Conseil fédéral décréta le cours légal des billets de banque et suspendit l'obligation faite à la BNS de les rembourser en or⁹. Le franc suisse restait ainsi, d'après la Constitution, une monnaie-or. Toutefois, du fait du recours à des clauses d'exception de vaste portée, le régime monétaire pratiqué en Suisse après-guerre fut en réalité un régime d'étalon de change-or. L'or ne constituait plus un moyen de paiement pour les transactions à l'intérieur du pays, mais servait uniquement de couverture partielle pour les billets émis par la banque centrale. En outre, il revêtait la fonction d'instrument de paiement international dans les transactions entre banques centrales qui pouvaient ainsi compenser, dans une certaine mesure, les déséquilibres de balance

7 Rapport du Conseil fédéral du 21 avril 1950 sur l'initiative populaire concernant la révision de l'article 39 de la Constitution (Initiative pour la monnaie franche), FF 1950 I 845ss, 864.

8 Sur l'expression «en temps de perturbations de la situation monétaire»: Schürmann (1980), art. 22, ch. 5.

9 Arrêté du Conseil fédéral du 29 juin 1954 concernant le cours légal des billets de banque et la suppression de leur remboursement en or, RO 1954 668.

des paiements. Les périodes de «perturbations de la situation monétaire» devinrent ainsi un état permanent¹⁰.

9.1.3 *La parité-or légale du franc en régime de changes flottants*

Le 15 août 1971, les Etats-Unis suspendirent la convertibilité-or du dollar et le rapport d'échange fixe entre le métal jaune et le dollar. En décembre de la même année, les autorités monétaires du Groupe des Dix s'accordèrent sur une dévaluation de la monnaie américaine et sur de nouvelles parités. Elles signèrent les accords dits du *Smithsonian Institute* pour sceller cette entente. Mais le répit ne dura guère plus de quatorze mois et le système s'effondra définitivement en février 1973. Les principaux pays industrialisés décidèrent alors de laisser flotter leurs monnaies hors des marges de fluctuation convenues. Pour sa part, et avec l'accord du Conseil fédéral, la Banque nationale avait dès le 23 janvier 1973 cessé d'intervenir sur les marchés des changes pour défendre la parité du franc¹¹.

La décision, initialement temporaire, de laisser flotter le franc bouleversa le régime monétaire helvétique. La parité-or arrêtée par le Conseil fédéral le 9 mai 1971¹² en vertu de la loi sur la monnaie de 1970¹³ ne pouvait plus servir de référence pour déterminer le cours du franc, étant donné que plus aucune monnaie n'était rattachée à l'or¹⁴. Il était donc devenu impossible à la BNS de se conformer à son mandat légal et de maintenir la valeur du franc à la parité prescrite par la loi. A partir de ce moment, la parité-or ne servit plus que de référence pour la comptabilisation de l'encaisse-or au bilan de la BNS. Cette encaisse resta pratiquement immobilisée pendant près de trois décennies, car les achats et les ventes d'or devaient se faire à un prix ne s'écartant pas de plus de 1,5% de la parité légale¹⁵.

9.1.4 *Un régime légal en décalage croissant avec la réalité*

Le système des changes flottants fut d'abord le règne de la force normative des faits. Le droit des Etats à choisir librement leur régime de change ne fut internationalement reconnu qu'en 1978 lorsque, à la faveur d'une révision des statuts du FMI (art. IV, sect. 2b), les Etats membres furent autorisés à définir la valeur de leur monnaie de n'importe quelle manière, sauf par rapport à l'or.

10 Klauser (1997b), p. 189.

11 BNS (1982), pp. 216s.

12 Arrêté du Conseil fédéral du 9 mai 1971 fixant la parité-or du franc, RO 1971 465.

13 Loi fédérale du 18 décembre 1970 sur la monnaie, RO 1971 360.

14 Richli (1988), p. 349.

15 Art. 3 de l'arrêté du Conseil fédéral du 29 juin 1954 concernant le cours légal des billets de banque et la suppression de leur remboursement en or, RO 1954 668.

La démonétisation de l'or était ainsi ancrée dans le droit international. Lorsque la Suisse décida d'adhérer aux institutions de Bretton Woods au printemps de 1992¹⁶ (6.2.1), le FMI accepta sa déclaration d'adhésion sans réserve, quand bien même la législation suisse sur la fixation du cours du franc était clairement contraire aux statuts du Fonds. Cela fut possible parce que le FMI considéra uniquement le régime de change effectivement appliqué par la Suisse pour décider si le pays satisfaisait aux critères d'adhésion. Dès l'instant où la Suisse adhéra au FMI, elle ne fut plus seulement dans l'impossibilité de fait de fixer le cours du franc par une parité-or, mais elle en eut aussi l'interdiction juridique¹⁷.

Le droit monétaire écrit apparut dès lors comme un ordre juridique de plus en plus éloigné de la réalité et, de surcroît, caractérisé par certains conflits de normes. Les dispositions sur la couverture-or minimale des billets de banque (art. 19, al. 2, aLBN) et sur la parité-or (art. 2 de l'ancienne loi sur la monnaie) étaient toujours en vigueur. Le montant des billets en circulation ayant augmenté de 2% par an en moyenne pendant les années quatre-vingt et nonante, la couverture-or s'était rapprochée en 1996 du plancher légal, fixé à 40%. Dans le même temps, il était impossible à la BNS de comptabiliser son encaisse-or à un prix autre que la parité officielle, puisque l'expression «système monétaire» était toujours inscrite à l'article 38 de la Constitution. En 1997, le Conseil fédéral soumit donc au Parlement, à la demande de la BNS, une révision partielle de la loi sur la Banque nationale, qui visait notamment à ramener la couverture-or minimale de 40% à 25%¹⁸, afin que la banque centrale restât en mesure de satisfaire à son obligation de couverture jusqu'à la révision prévue du régime monétaire dans la Constitution.

Le décalage entre le droit monétaire écrit et sa mise en pratique se traduisit finalement par un transfert tacite de compétences du Conseil fédéral à la Banque nationale. La valeur extérieure du franc n'était plus fixée par le Conseil fédéral, comme l'exigeait pourtant l'article 2 de la loi sur la monnaie de 1970, mais par le jeu de l'offre et de la demande, influencé par la politique monétaire de la BNS et les interventions que celle-ci effectuait en certaines circonstances sur les marchés des changes. *De facto*, la politique de change de la Suisse relevait donc désormais de la banque centrale, sous réserve de l'obligation pour elle, introduite en 1978 dans la loi sur la Banque nationale, de se concerter avec le Conseil fédéral avant toute décision importante en matière de politique conjoncturelle et monétaire.

16 Arrêté fédéral du 4 octobre 1991 concernant l'adhésion de la Suisse aux institutions de Bretton Woods, RO 1992 2570.

17 Klauser (1997b), p. 193.

18 Message (1997), pp. 889ss.

9.1.5 *Une situation juridique fictive qui dure, dans l'attente de nouvelles impulsions*

Bien qu'il fût évident, à la fin des années septante déjà, que la Suisse ne reviendrait jamais à l'étalon-or, une réelle volonté de réformer l'ordre monétaire fit longtemps défaut. En 1978, lors de la révision partielle de la loi sur la Banque nationale qui avait pour objet le renforcement de ses moyens d'action, la BNS préféra laisser les choses se décanter avant d'agir. D'éminents juristes avaient certes émis de sérieuses réserves sur la pertinence du maintien des termes parité-or, couverture-or des billets ou obligation de rembourser les billets de banque, soit des notions capitales dans les Constitutions de 1848 et 1874, mais qui avaient entre-temps perdu de leur importance¹⁹. L'ordre monétaire, encombré de notions surannées, empêchait en fait de voir les grands principes qui devraient régir l'exercice par la Confédération de sa souveraineté monétaire. En tout état de cause, l'intégration de la Suisse dans le système monétaire international n'aurait pu se fonder sur une interprétation même large et moderne des anciens articles constitutionnels sur la monnaie et sur la banque d'émission (art. 38 et 39 aCst.), car ce système avait entre-temps abandonné toute référence à l'or et de nombreux régimes de change y cohabitaient. Si la Suisse a réagi si tardivement pour combler le fossé qui s'était creusé entre son droit monétaire et la pratique, il faut sans doute l'attribuer aux raisons évoquées en introduction à ce chapitre.

L'Assemblée fédérale reprit le chantier de la réforme de la Constitution vers la fin des années quatre-vingt. L'arrêté fédéral de 1987 décrivait l'objectif de cette révision totale en ces termes: «Le projet mettra à jour le droit constitutionnel actuel, écrit et non écrit, le rendra compréhensible, l'ordonnera systématiquement et en unifiera la langue ainsi que la densité normative.»²⁰ La Banque nationale considérait qu'une remise en phase des bases constitutionnelles avec la réalité du droit monétaire avait parfaitement sa place dans cette grande entreprise. Au début des années nonante, elle lança donc une réflexion sur la réforme des dispositions constitutionnelles sur la monnaie. Ces travaux débouchèrent sur une vaste étude interne qui fut adoptée par la Direction générale le 1^{er} décembre 1994, puis remise au chef du Département fédéral de justice et police, Arnold Koller, afin qu'il la transmitt au service chargé de la révision totale de la Constitution. Le rapport se fondait sur des considérations économiques et sur des recherches en droit historique, systématique et

19 Junod (1988), art. 38, ch. 8 ainsi que art. 39, ch. 65 et ch. 69.

20 Art. 3 de l'arrêté fédéral du 3 juin 1987 sur la révision totale de la Constitution fédérale, FF 1987 II 977.

comparé. Il proposait aussi un libellé pour les nouvelles dispositions constitutionnelles et légales (9.2.1).

A la même époque, l'Europe communautaire se lançait dans un projet sans précédent dans l'histoire monétaire. En 1992, l'intégration monétaire européenne franchit une étape décisive avec la signature du Traité de Maastricht, qui jetait les bases d'une monnaie européenne unique²¹. La Banque nationale y vit l'occasion de mesurer les idées forces de la réforme de l'ordre monétaire helvétique à l'aune du nouveau régime en gestation, qui recueillait une large adhésion sur le plan international. L'Union monétaire, telle qu'elle était prévue dans le Traité de Maastricht, comportait en effet les éléments essentiels d'un régime monétaire moderne. La priorité donnée à la stabilité des prix dans la définition du mandat de la Banque centrale européenne, liée à l'indépendance dont elle jouit dans l'exécution de son mandat, servit de modèle à la modernisation des statuts des banques d'émission. Il s'avéra plus tard que la mise en place de ce nouvel ordre monétaire fut une véritable source d'inspiration pour la Suisse. Le rejet de l'adhésion de la Suisse à l'Espace économique européen (EEE), lors de la votation populaire du 6 décembre 1992, ne changea rien à la volonté de la BNS de rendre l'ordre monétaire helvétique fondamentalement eurocompatible.

9.2 La monnaie dans la révision totale de la Constitution fédérale

PETER KLAUSER

9.2.1 *Les objectifs de la Banque nationale*

Dans son rapport intitulé *Neuordnung der Geldverfassung* du 1^{er} décembre 1994, la Banque nationale avait établi les bases permettant de prendre en compte dans la révision totale de la Constitution fédérale le nouvel ordre monétaire auquel elle aspirait. La Direction générale y formulait les trois objectifs majeurs d'une réforme des dispositions constitutionnelles sur la monnaie.

Abandon du rattachement du franc à l'or

L'abolition du rattachement du franc à l'or s'imposait, selon la BNS, pour deux raisons. Il fallait rendre légal le régime des changes flottants qu'appliquait la Suisse et permettre à celle-ci de se conformer sur le plan formel aux

21 Statuts SEBC (1992).

obligations statutaires qu'elle s'était engagée à respecter en adhérant au FMI. Après la suppression du rattachement du franc à l'or, le métal jaune devait devenir un actif parmi d'autres dans les réserves monétaires de la Banque nationale.

Nouveaux principes directeurs de la politique monétaire

La monnaie ne peut remplir ses fonctions de moyen de paiement, d'unité de compte et de réservoir de valeur qu'à la condition que sa valeur reste stable. Ce constat demeure entièrement valable sous un régime de changes flottants. Aussi la Banque nationale se mit-elle à la recherche de nouveaux principes directeurs qui puissent former un cadre constitutionnel adéquat pour la politique monétaire de la Suisse. Etant donné qu'après la suppression de l'étalon-or la stabilité de la monnaie légale ne serait plus garantie par la rareté d'un métal précieux et que l'institut d'émission pourrait désormais influencer l'offre de monnaie de manière autonome, il apparut très clairement que la stabilité de la valeur de la monnaie devait figurer en tête des objectifs assignés à la banque centrale. C'est pourquoi la BNS proposa que l'objectif de la stabilité monétaire soit introduit dans la Constitution en tant que nouveau principe directeur de la politique monétaire de la Suisse²².

La Banque nationale se fonda en outre sur l'évidence empirique selon laquelle seules des banques centrales véritablement indépendantes sont à même de garantir durablement la stabilité des prix²³. L'expérience montre en effet qu'une banque centrale soumise à l'influence de l'Etat développe une dynamique moins autonome de lutte contre le renchérissement²⁴ et ne peut empêcher un financement inflationniste des déficits publics avec la même efficacité qu'une banque centrale indépendante dans l'exécution de son mandat. C'est la raison pour laquelle la Direction générale s'exprima en faveur de l'inscription dans la Constitution du principe de l'indépendance de l'institut d'émission²⁵. La stabilité monétaire et l'indépendance de la banque centrale étant ainsi élevées au rang de principes directeurs du régime monétaire, la politique monétaire suisse serait en outre dans une large mesure compatible avec l'ordre juridique européen. Ce qui n'impliquerait nullement l'idée d'un quelconque transfert de souveraineté monétaire à une entité supranationale.

Dans son rapport, la Banque nationale se prononçait également en faveur d'un ancrage dans la Constitution de la pratique en matière de détermination

22 Lusser (1996), p. 158.

23 Alesina et Summers (1993), pp. 151s.

24 Heise (1992), p. 175.

25 Lusser (1996), p. 159.

du bénéfice. Elle proposa une norme prescrivant que la BNS affecte une part de ses revenus à la constitution de «réserves monétaires appropriées» avant de distribuer son bénéfice. Le but premier d'une telle obligation était de suppléer à l'abolition de la couverture-or des billets en circulation et de renforcer ainsi la confiance dans le franc suisse. La Banque nationale souhaitait également se mettre de cette façon à l'abri des convoitises des pouvoirs publics.

Rationalisation et simplification de l'ordre monétaire

Le troisième objectif de la Banque nationale était de simplifier l'ordre monétaire de la Suisse et de le ramener à l'essentiel. Si le but de la mise à jour de la Constitution était de prendre en compte le système monétaire tel qu'il était réellement pratiqué, il fallait se limiter à énoncer quelques principes fondamentaux, formulés clairement et structurés de façon systématique²⁶. L'article sur la monnaie et la banque centrale que la BNS proposait dans son rapport se distinguait donc par une volonté de réduire la densité réglementaire. La concision rencontra cependant ses limites dans la norme constitutionnelle qui touchait aux relations financières, fort délicates, entre la Confédération et les cantons. Pour des questions de fédéralisme, il était en effet exclu de modifier la règle exigeant que deux tiers au moins du bénéfice de la Banque nationale soient attribués aux cantons. Pourtant, du point de vue de la systématique du droit, cette norme relative à l'affectation du bénéfice de la BNS aurait plutôt trouvé sa place dans une loi.

9.2.2 L'avant-projet de Constitution de 1995

A la fin du mois de juin 1995, le Département fédéral de justice et police présenta l'avant-projet de réforme de la Constitution fédérale²⁷. Son article 79 relatif à la politique monétaire, qui devait remplacer les articles 38 et 39 de la Constitution de 1874, reprenait une partie des propositions formulées par la BNS. Il attribuait la souveraineté monétaire à la Confédération – une règle jusqu'alors non écrite – et lui conférait le droit de battre monnaie et d'émettre des billets de banque. Le mandat de la banque centrale s'inspirait du libellé de l'article 39, alinéa 3, de l'ancienne Constitution («une politique de crédit et une politique monétaire servant les intérêts généraux du pays»), mais contrairement à l'ancien texte, la nouvelle norme constitutionnelle mentionnait explicitement la Banque nationale suisse et la qualifiait – sans préciser son statut juridique – de «banque centrale indépendante». L'avant-projet

²⁶ Klauser (1997a), p. 22.

²⁷ Avant-projet (1995).

réduisait l'ancienne règle sur la répartition des bénéfices (art. 39, al. 4, aCst.) à l'essentiel, en précisant uniquement que les cantons devaient recevoir au moins les deux tiers du bénéfice net de la Banque nationale. Enfin, la mise à jour de la Constitution faisait table rase de toutes les anciennes dispositions qui établissaient un lien entre le franc suisse et l'or (parité-or, obligation de rembourser les billets en or, couverture-or des billets en circulation).

Dans sa prise de position du 29 février 1996, la Direction générale de la BNS se déclara favorable au regroupement dans un article unique et concis des anciennes dispositions constitutionnelles relatives à la monnaie et à la banque centrale. Elle se félicita également de l'ancrage dans la Constitution du principe de l'indépendance de la banque centrale, parce que l'un des fondements d'un ordre monétaire moderne se trouvait ainsi établi de manière claire. Il lui parut également raisonnable de n'ériger en disposition constitutionnelle que le seul mandat fondamental de l'institut d'émission et de reléguer dans la loi la description de ses tâches (faciliter les opérations de paiement, gérer les réserves monétaires, etc.). En revanche, la Banque nationale regretta que l'avant-projet de 1995 ne reprenne pas l'objectif de stabilité monétaire. Dans l'exposé des motifs, le Département fédéral de justice et police estimait en effet qu'on «sortirait du cadre d'une simple mise à jour si [l'on] faisait de la stabilité monétaire un objectif prioritaire de la politique de la BNS au niveau de la Constitution». Sa crainte était de créer un potentiel de conflits entre les articles 79, alinéa 2 (mandat de la banque centrale), et 80, alinéa 1 (politique conjoncturelle), de l'avant-projet de 1995, car le but de la politique conjoncturelle de la Confédération, selon l'avant-projet de Constitution, était de «prévenir et combattre le chômage et le renchérissement». La Banque nationale ne put rejeter entièrement l'argumentation du Département fédéral de justice et police.

Par contre, la Banque nationale ne pouvait accepter qu'on abolisse sans contrepartie l'obligation de couvrir par de l'or les billets en circulation (art. 39, al. 7, aCst.). Pour remplir correctement le mandat de mise à jour de la Constitution, argumenta-t-elle, on ne pouvait se contenter de supprimer une telle obligation; il fallait la remplacer par l'obligation de constituer des réserves monétaires adéquates. A l'appui de ce point de vue, la Banque nationale rappela que, lors de la révision de la LBN de 1978, les Chambres fédérales avaient refusé la suppression de la couverture-or minimale des billets en circulation (alors fixée à 40% selon l'art. 19, al. 2, aLBN) que proposait le Conseil fédéral²⁸. Au cours des années nonante encore, une large partie de la population tenait manifestement à ce que les moyens de paiement émis par la banque

28 RO 1979 983 993. Au sujet des débats parlementaires: Schürmann (1980), art. 19, ch. 12.

centrale fussent toujours adossés à une «valeur réelle». C'est pourquoi la Direction générale de la BNS réitéra sa proposition de remplacer la couverture-or des billets de banque par une obligation faite à la Banque nationale d'affecter une part de ses revenus à la constitution de réserves monétaires suffisantes. A son avis, il était important que cette mesure propre à asseoir la confiance de la population fût inscrite dans la Constitution, notamment pour le cas où il ne serait pas possible de faire admettre la primauté à accorder à la stabilité de la valeur de la monnaie dans la définition du mandat constitutionnel de la banque centrale.

9.2.3 *Le projet de Constitution de 1996*

En novembre 1996, après analyse des prises de position concernant l'avant-projet, le Conseil fédéral présenta au Parlement son message relatif à une nouvelle Constitution fédérale²⁹. La nouvelle norme sur la politique monétaire figurait à l'article 89 de ce projet. La Banque nationale avait pris une part très active à la procédure préalable de consultation des offices, contribuant notamment à la formulation de l'article constitutionnel en question et à la rédaction de son commentaire.

L'article 89 du projet de 1996 s'écarterait de l'article 79 de l'avant-projet de 1995 sur deux points. Le libellé du mandat de la banque centrale s'inspirait davantage du droit constitutionnel en vigueur, en particulier de l'article 39, alinéa 3, de la Constitution de 1874 (al. 2: «En sa qualité de banque centrale indépendante, la Banque nationale suisse mène une politique monétaire [...]); l'expression «servant les intérêts généraux du pays» était reprise telle quelle. Ensuite, le Conseil fédéral ajouta une nouvelle disposition à l'article 89 dont le but était de prévenir la perte de confiance qu'aurait pu entraîner la suppression de la couverture-or des billets. Suivant la proposition de la Direction générale de la BNS, il inséra donc un alinéa 3 formulé ainsi: «La Banque nationale constitue, à partir de ses revenus, des réserves monétaires suffisantes.» Cette disposition créait un équivalent fonctionnel à l'obligation de couvrir par de l'or les billets émis. Pour la justifier, le message précisait que la constitution de réserves était de nature à assurer la confiance du public dans la monnaie créée par l'Etat et qu'elle était déjà pratiquée depuis de nombreuses années³⁰.

Par ailleurs, deux passages du commentaire de l'article 89 du projet revêtaient une grande importance pour la Banque nationale. Le commentaire soulignait d'une part que la BNS avait exprimé dans sa prise de position le

29 Message (1996), pp. 1ss.

30 Message (1996), p. 308.

souhait de voir l'objectif de stabilité figurer dans le mandat constitutionnel de la banque centrale. Il signalait d'autre part que «la formulation choisie n'empêchera nullement la banque centrale d'accorder une haute importance à la stabilité de la valeur de la monnaie, puisque, par ses moyens d'action, elle est la mieux à même de contribuer à atteindre cet objectif de la politique économique»³¹.

La Direction générale prit acte du projet de Constitution fédérale à fin novembre 1996 et l'approuva. Elle releva toutefois que le projet ne répondait pas en tous points aux attentes de la Banque nationale, mais qu'il en reprenait l'essentiel.

9.2.4 *L'examen parlementaire*

L'article 89 du projet de 1996 fut examiné par le Conseil des Etats en mars 1998 et par le Conseil national en avril de la même année. Le Parlement adopta la version du Conseil fédéral sans modifier les alinéas 1 (souveraineté monétaire de la Confédération, monopole d'émission du numéraire), 2 (mandat de la BNS) et 4 (répartition du bénéfice). Par contre, la teneur de l'alinéa 3 donna lieu à de longs débats qui montrèrent combien, dans les milieux politiques, la question des réserves monétaires en or était encore lourde de symboles et d'émotions. Les deux Chambres voulaient bien admettre que le rattachement du franc à l'or devait être aboli dans le cadre de la mise à jour de la Constitution, mais elles n'étaient pas encore prêtes à voir le métal jaune disparaître complètement de l'ordre monétaire suisse. Les parlementaires complétèrent donc le libellé proposé par le Conseil fédéral (al.3: «La Banque nationale constitue, à partir de ses revenus, des réserves monétaires suffisantes.») en précisant qu'une partie des réserves monétaires devaient consister en or. Pour le Conseil des Etats, cette précision était d'autant plus nécessaire que des discussions au sujet de possibles affectations des réserves d'or «excédentaires» de la BNS avaient déjà commencé après la sortie d'un rapport établi par un groupe d'experts³² (9.3.2). Au Conseil national, une forte minorité tenait pour acquis qu'une partie des réserves monétaires devait consister en or et considérerait donc qu'il suffisait que cela fût précisé dans la loi. Elle fut toutefois mise en échec par une majorité convaincue que le stock d'or détenu par la banque centrale renforçait la confiance dans la solvabilité du pays et que, pour cette raison, il convenait de l'introduire dans la Constitution³³.

31 Message (1996), p. 308.

32 Intervention Spoerry (PRD/ZH), BO CE (1998), p. 241.

33 BO CN (1998), pp. 973ss.

La Banque nationale ne s'opposa pas à ce retour de l'or dans l'ordre monétaire, retour qui avait d'ailleurs été pressenti lors des discussions au sein des commissions parlementaires chargées de l'examen du projet. En fait, ce complément apporté à l'alinéa 3 de l'article 89 du projet ne la gênait pas, car il ne limitait pas sa marge de manœuvre. Après la suppression du rattachement du franc à l'or, la banque centrale entendait de toute manière détenir une partie de ses réserves monétaires sous forme d'or.

L'Assemblée fédérale adopta la révision totale de la Constitution le 18 décembre 1998 et, dans le cadre d'un dernier remaniement de l'ordre des dispositions, l'article constitutionnel sur la politique monétaire reçut finalement le numéro 99.

9.2.5 *Appréciation*

La nouvelle Constitution fédérale fut approuvée en votation populaire le 18 avril 1999 par le peuple et les cantons. Elle entra en vigueur le 1^{er} janvier 2000³⁴. Il est alors devenu clair, après l'échec de la tentative de moderniser l'ordre monétaire dans le cadre d'un processus de réforme séparée (9.3.5), que le nouveau régime resterait fondé dans un avenir prévisible sur l'article 99 de la nouvelle Constitution.

La mise à jour de la Constitution a néanmoins permis de franchir une étape décisive dans la réforme de l'ordre monétaire suisse. Elle a mis un terme à la fiction d'un régime d'exception («temps de perturbations de la situation monétaire») devenu permanent. Elle a également créé une base juridique solide pour le système des changes flottants que la Suisse applique depuis 1973. L'ancrage dans la Constitution de l'indépendance de la banque centrale et de l'obligation pour elle de constituer des réserves monétaires suffisantes a contrebalancé la suppression du rattachement du franc à l'or. En outre, le nouvel article sur la politique monétaire a le mérite de la concision et de la transparence.

Plusieurs experts ont cependant émis quelques critiques au sujet de la formulation du mandat de la banque centrale. Ils l'ont qualifié de trop vague, notamment parce que l'expression «les intérêts généraux du pays» n'indique pas assez clairement quels sont les objectifs de la politique monétaire et offre une trop grande marge d'interprétation³⁵. Pour la Banque nationale, il a toujours été évident que le mandat constitutionnel de mener une politique monétaire «servant les intérêts généraux du pays» postulait uniquement que la politique de la banque centrale n'est pas au service d'intérêts particuliers ou

34 FF 1999 176, 5306. RO 1999 2556.

35 Giovanoli (1997), p. 120.

de groupes d'intérêts. C'est précisément pour cette raison de clarté que la Banque nationale aurait souhaité que la stabilité de la valeur de la monnaie soit ancrée dans son mandat constitutionnel en tant qu'objectif de la politique monétaire. Cela aurait permis de contrebalancer complètement l'abolition de toute référence à ce facteur externe de stabilité qu'était l'étalon-or. Son souhait n'ayant pu être réalisé dans le cadre de la mise à jour de la Constitution, la Direction générale de la BNS était bien décidée à revenir sur la question de l'objectif de la politique monétaire lors de la révision totale de la loi sur la Banque nationale qui devait être mise en chantier (9.6.3).

9.3 Une tentative de réforme séparée de l'ordre monétaire

PETER KLAUSER

9.3.1 Introduction

Au milieu des années nonante, plusieurs interventions parlementaires proposèrent une gestion plus rémunératrice des réserves monétaires et une réévaluation de l'encaisse-or de la Banque nationale. Ces interventions reposaient notamment sur des critiques émanant de milieux universitaires selon lesquels l'institut d'émission aurait accumulé des réserves monétaires trop élevées et mènerait, du fait de la proportion massive d'or dans son portefeuille d'actifs, une politique de placement à la fois peu rémunératrice et risquée³⁶. La Banque nationale avait rappelé de son côté que sa marge de manœuvre était extrêmement étroite en raison de la parité-or du franc et des dispositions légales qui restreignaient ses possibilités de placement. Au mois de janvier 1997, la Commission de l'économie et des redevances du Conseil national décida de donner suite à deux initiatives parlementaires³⁷ demandant une évaluation de l'or de la BNS au prix du marché et une réduction du stock d'or. Elle décida également de séparer les travaux relatifs à un nouvel article constitutionnel sur la monnaie et la politique monétaire de la révision totale de la Constitution fédérale. Le Conseil fédéral se déclara prêt à entreprendre la réforme de l'ordre monétaire dans le cadre d'une procédure «accélérée», distincte du projet de mise à jour de la Constitution (9.2), et confia les travaux préparatoires à un groupe d'experts. De fait, en ce début de 1997, personne ne

³⁶ En particulier von Ungern-Sternberg (1996), pp. 6ss.

³⁷ CER-CN «Constitution fédérale. Articles sur le régime monétaire» et Ledergerber «Révision de la loi sur la Banque nationale», BO CN (1997), pp. 1165ss. et pp. 1170s.

se serait risqué à parier sur l'aboutissement prochain du projet de révision totale de la Constitution.

Le projet de réforme de l'ordre monétaire reçut bientôt une impulsion inattendue. Le 5 mars 1997, dans le contexte du débat politique sur le rôle de la Suisse durant la Seconde Guerre mondiale, le président de la Confédération, Arnold Koller, annonça la création d'une fondation dont le but serait de «donner une nouvelle substance, en Suisse et à l'étranger, aux idées si fortement menacées de solidarité et de sens civique»³⁸. Cette «Fondation de solidarité» devait être financée par le transfert de 7 milliards de francs provenant de la réévaluation des réserves d'or de la Banque nationale. L'idée avait été émise par le président de la Direction générale de la BNS, Hans Meyer, mais sa proposition ne faisait pas l'unanimité au sein de la Direction générale et des autorités de la banque (Comité de banque, Conseil de banque). Pour pouvoir procéder à la réévaluation des réserves d'or et à la vente d'une partie de celles-ci, il fallait au préalable moderniser l'ordre monétaire, dans la Constitution et la loi, et soumettre un projet au Parlement dans les plus brefs délais. Le lien entre ce projet et le débat sur l'Holocauste (10.5) qui s'amorçait se révéla toutefois fatal, puisqu'il conduisit à l'échec du projet de réforme lors du vote final des Chambres fédérales.

Au mois d'avril 1997, le chef du Département fédéral des finances (DFF) institua le groupe d'experts «Réforme du régime monétaire», composé de trois représentants du DFF, de la BNS et des milieux universitaires. Il le chargea de préparer un projet de message relatif à de nouvelles dispositions constitutionnelles sur la monnaie. Le groupe, emmené par le directeur de l'Administration fédérale des finances et le chef juriste de la BNS, devait également examiner toutes les questions qu'impliquerait, à l'échelon des lois et ordonnances, l'abolition du rattachement du franc à l'or. Son mandat consistait aussi à déterminer le niveau adéquat des réserves monétaires de la Banque nationale. Par la suite, la question du volume des réserves monétaires de la BNS allait trouver un large écho dans l'opinion publique³⁹.

9.3.2 *Le rapport du groupe d'experts «Réforme du régime monétaire»*

La réforme de l'ordre monétaire ayant été découplée du projet de révision totale de la Constitution, le groupe d'experts jouissait d'une plus grande marge de manœuvre pour formuler des propositions. En premier lieu, il n'était plus tenu par le mandat parlementaire de 1987 qui limitait la révision à

³⁸ Message (2000), p. 3665.

³⁹ Buomberger (1997), p. 23, en lieu et place de nombreux autres.

une mise à jour (9.1.5) et excluait de ce fait pratiquement toute innovation. Ensuite, cette séparation offrait la possibilité d'élargir le débat sur l'ordre monétaire de la Suisse, en particulier dans la perspective de la mise en place, en Europe, de l'Union économique et monétaire.

Dans son rapport «Nouvel article constitutionnel sur la monnaie» du 24 octobre 1997, le groupe d'experts remplit la première partie de son mandat. Il proposait un nouvel article constitutionnel intitulé «Monnaie», qui se distinguait à divers titres de l'article 89 du projet de Constitution de 1996⁴⁰:

- L'alinéa 1 attribuait la souveraineté monétaire à la Confédération et précisait que celle-ci devait également fixer l'unité monétaire et désigner les moyens de paiement ayant cours légal. Le but de cette norme était d'expliquer l'étendue de la souveraineté monétaire de la Confédération.
- L'alinéa 2 confiait le monopole de l'émission de numéraire à la Confédération et transférait le droit d'émettre des billets à la Banque nationale.
- L'alinéa 3 attribuait à la Banque nationale le mandat de conduire la politique monétaire avec, pour objectif prioritaire, la stabilité des prix. La deuxième phrase («Dans la mesure où cela est possible sans préjudice de cet objectif, la Banque nationale suisse soutient la politique économique générale de la Confédération.») s'inspirait des statuts du Système européen de banques centrales (art. 105, al. 1, du Traité instituant la CE).

Selon le groupe d'experts, il était important d'assigner un mandat précis à la banque centrale du fait notamment de l'indépendance de celle-ci. Dans son rapport, il relevait en particulier que l'inscription de l'indépendance de la Banque nationale dans la loi fondamentale poserait un problème du point de vue constitutionnel si le mandat de la banque centrale était formulé en termes trop vagues⁴¹. Il soulignait également que l'obligation faite à la BNS de se fixer pour objectif prioritaire la stabilité des prix n'enlèverait rien de leur validité aux objectifs de croissance économique et d'emploi. Car une politique monétaire axée sur la stabilité des prix avait un effet stabilisateur sur la conjoncture et contribuait ainsi à la réalisation de l'objectif macroéconomique inscrit dans la Constitution, à savoir une évolution conjoncturelle équilibrée. Pour le groupe d'experts, le mandat subsidiaire de soutien à la politique économique générale signifiait que la BNS devait, dans la fixation du cap de sa politique monétaire, utiliser la marge de manœuvre à sa disposition pour atténuer les fluctuations conjoncturelles de la production et de l'emploi⁴².

40 Groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» (1997), pp. 19ss.

41 Groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» (1997), p. 28.

42 Groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» (1997), pp. 34ss.

Afin de déterminer le volume approprié des réserves dont la Banque nationale devrait disposer pour pouvoir mener sa politique monétaire après l'abolition de la parité-or du franc, le groupe d'experts avait analysé la fonction et le montant des réserves monétaires (or et devises). Il avait ensuite comparé le niveau des réserves de la BNS (en or et en devises) à celui des pays du Groupe des Dix et de l'Autriche, en examinant plus précisément la relation qui s'établissait dans chacun de ces pays entre, d'une part, les réserves monétaires et, d'autre part, le produit intérieur brut, le degré d'ouverture de l'économie nationale (mesuré au volume des importations) et l'importance du marché financier (mesurée aux engagements du secteur financier envers l'étranger). Le montant approprié des réserves monétaires d'un pays ne peut être établi avec une rigueur scientifique, mais ces analyses permirent de déboucher sur quelques constats importants: à la fin de 1996, les réserves de devises (non couvertes) de la BNS n'étaient pas exagérément élevées en comparaison internationale, alors que ses réserves d'or étaient relativement abondantes (2590 tonnes). Les experts estimèrent que la BNS devait détenir des réserves monétaires supérieures à celles des banques centrales de pays industriels d'une taille comparable à celle de la Suisse, afin de pouvoir contribuer efficacement à la stabilité de la place financière. Compte tenu du niveau élevé des créances et des engagements à court terme des banques suisses vis-à-vis de l'étranger, ils évaluèrent ce besoin additionnel, dû aux particularités de la place financière suisse, à l'équivalent de 1200 tonnes d'or environ. Dans son appréciation finale, le groupe d'expert concluait qu'une part d'environ 1400 tonnes d'or pouvait être sortie du bilan de la Banque nationale et affectée à d'autres buts d'utilité publique⁴³.

Enfin, le rapport du groupe d'experts proposait de régler la question de la sortie d'une partie des réserves d'or du bilan de la BNS dans les dispositions transitoires de la Constitution. Les experts préconisaient de vendre l'or excédentaire et de placer le produit de la vente en actifs rémunérés. Ce patrimoine ne devait pas être géré par la BNS, de manière à éviter des conflits d'intérêts entre la fonction d'autorité monétaire et celle de gérant de fortune. Enfin, le groupe d'experts estimait qu'une disposition transitoire relative au nouvel article constitutionnel sur la monnaie était indispensable pour établir clairement que la règle générale de répartition du bénéfice, prévue par la Constitution, ne s'appliquerait pas aux réserves d'or excédentaires. La norme proposée prévoyait que la Banque nationale transférerait 1400 tonnes d'or à la Confédération et que la législation fédérale

43 Groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» (1997), pp.49ss et pp.61s.

réglerait la question de la propriété et de l'utilisation de cet or, «les cantons [ayant] droit à une part équitable». Les experts n'avaient pas jugé opportun de mentionner la Fondation de solidarité dans cette disposition transitoire, afin d'éviter de créer des interférences qui auraient pu peser sur le résultat de la votation populaire concernant le nouvel article constitutionnel sur la monnaie⁴⁴.

9.3.3 *La position du Conseil fédéral et la procédure de consultation*

Après avoir examiné le rapport du groupe d'experts le 1^{er} décembre 1997, le Conseil fédéral décida de modifier le libellé proposé sur deux points. Il lui semblait tout d'abord que l'accent mis dans la définition du mandat de la banque centrale sur la priorité à donner à la stabilité des prix aurait pu faire craindre que la BNS n'axe sa politique monétaire trop unilatéralement sur la lutte contre l'inflation et qu'elle ne tienne pas suffisamment compte de la situation conjoncturelle. C'est pourquoi il adopta la formulation suivante: «La Banque nationale suisse mène la politique monétaire dans l'intérêt général du pays, tout en donnant la priorité à la stabilité des prix.» Cette décision du Conseil fédéral ne surprit guère les observateurs, car, avant la publication du rapport du groupe d'experts, des représentants de la gauche avaient déjà commencé à reprocher au nouvel article sur la monnaie de sanctionner une «désolidarisation d'avec les travailleurs» et d'être «l'œuvre de monétaristes dogmatiques»⁴⁵. La seconde modification concernait les réserves d'or excédentaires. Le Conseil fédéral ne souhaitait sortir du bilan de la BNS que la part d'or destinée à doter le capital de la Fondation de solidarité, sans créer pour cette opération une base juridique explicite dans le cadre de cette réforme constitutionnelle.

Lors de la procédure de consultation, l'abandon du rattachement du franc à l'or ne rencontra aucune opposition, comme on pouvait s'y attendre. Plusieurs participants proposèrent cependant que la Constitution mentionne toujours l'or comme une composante des réserves monétaires. La formulation du mandat de la banque centrale fut diversement appréciée. Les partis bourgeois et la majorité des cantons soutinrent l'introduction dans la Constitution de la primauté à accorder à la stabilité des prix, y voyant un élément de nature à générer la confiance. Le Parti socialiste suisse et les syndicats demandèrent par contre que le mandat de la banque centrale mette le plein emploi et une croissance économique équilibrée au moins sur un pied d'égalité avec

44 Groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» (1997), pp. 69ss.

45 Strahm (1997), pp. 1s.

la stabilité des prix. Enfin, l'idée de sortir les réserves d'or excédentaires du patrimoine de la BNS reçut un assez bon accueil⁴⁶.

9.3.4 *Le message concernant un nouvel article constitutionnel sur la monnaie*

Le Conseil fédéral adopta le 27 mai 1998 son message au Parlement concernant un nouvel article constitutionnel sur la monnaie. Ce projet s'inspirait largement des propositions formulées par le groupe d'experts «Réforme du régime monétaire», sauf sur trois points⁴⁷.

- Le Conseil fédéral maintenait sa version pour la formulation du mandat de la banque centrale. Lors de la consultation des offices, la Direction générale de la BNS s'était fermement opposée à une proposition que l'Administration fédérale des finances avait subrepticement introduite et qui visait à relativiser l'objectif de stabilité en modifiant la deuxième partie de la phrase comme suit: «[...] tout en donnant la priorité à la stabilité des prix à *long terme*». Son argument était que ce libellé, proposé en vue de parvenir à un compromis politique, divergeait trop des standards internationaux par son ambivalence.
- Pour faire contrepoids à l'indépendance de l'institut d'émission, le Conseil fédéral voulait que la Banque nationale soit soumise à une obligation de rendre compte (principe d'*accountable independence*⁴⁸). C'est pourquoi il proposait, à l'alinéa 4 du nouvel article sur la monnaie, que la BNS rende compte «à la Confédération et au public de sa politique monétaire». Lors de la consultation des offices, la Direction générale s'était déclarée favorable à l'introduction de ce principe dans le nouvel article constitutionnel.
- Enfin, le projet du Conseil fédéral reprenait l'idée que la BNS détienne les réserves monétaires nécessaires pour remplir sa mission (al. 5 de l'article sur la monnaie). Toutefois, tenant compte des discussions qui avaient eu lieu dans le cadre de la mise à jour de la Constitution (9.2.4), le Conseil fédéral avait décidé de reprendre le complément «en partie sous forme d'or» dans la réforme de l'ordre monétaire.

Le nouvel article sur la monnaie, tel qu'il fut présenté au Parlement, réunissait par conséquent les trois éléments fondamentaux d'un ordre monétaire moderne et conforme aux standards internationaux, à savoir: un mandat de

46 Message (1998), pp. 3499ss.

47 Message (1998), p. 3495, p. 3513, p. 3527 et p. 3549.

48 Lastra (1992), p. 481.

banque centrale clair et axé en priorité sur la stabilité des prix, l'indépendance de l'institut d'émission dans l'exercice de ce mandat et l'obligation formelle de rendre compte.

Le message consacrait un large volet au mandat de la Banque nationale. Pour apaiser certaines réserves émises durant la procédure de consultation, le Conseil fédéral y donnait notamment une interprétation de la notion de «l'intérêt général du pays» et mettait l'accent sur la responsabilité économique globale de la BNS. Il relevait également que la Suisse était une petite économie ouverte aux échanges avec l'étranger et dotée d'une monnaie forte, et qu'il pourrait par conséquent paraître indiqué dans certaines situations d'accorder temporairement une plus grande importance au cours du franc⁴⁹.

9.3.5 *L'examen parlementaire*

Le Conseil national examina le nouvel article constitutionnel sur la monnaie en décembre 1998. Les débats furent marqués par de virulentes attaques de la gauche contre l'objectif de stabilité des prix que le projet assignait à la banque centrale. Les opposants ne se lassèrent pas d'imputer à la BNS et à sa politique trop fortement axée sur la lutte contre l'inflation les problèmes de croissance que la Suisse connaissait depuis le début des années nonante. Le débat prit par moments une tournure passionnée⁵⁰. Le Conseil national adopta finalement à une confortable majorité la formulation du mandat de la banque centrale que le Conseil fédéral avait proposée. Il suivit d'ailleurs le gouvernement sur la plupart des points de l'article constitutionnel. S'agissant de la sortie d'une partie des réserves d'or du bilan de la BNS, il estima cependant que l'opération ne pouvait se fonder que sur une norme constitutionnelle explicite, autorisant une dérogation à la règle générale de répartition du bénéfice de la Banque nationale. Le Conseil national rejoignit ainsi sur ce point l'avis du groupe d'experts et ajouta un sixième alinéa à l'article constitutionnel proposé par le Conseil fédéral: «La législation fédérale régit l'utilisation des réserves monétaires et des revenus dont la Banque nationale suisse n'a plus besoin, au moment de l'entrée en vigueur de la présente disposition, pour conduire sa politique monétaire.»

En mars 1999, le Conseil des Etats se rallia à la conception du Conseil national sur le fond. Durant les débats, plusieurs intervenants relevèrent que la stabilité des prix était un but vers lequel il fallait tendre et que le meilleur moyen de l'atteindre était de confier la politique monétaire à une banque

⁴⁹ Message (1998), pp. 3514ss.

⁵⁰ BO CN (1998), pp. 2723ss.

centrale indépendante⁵¹. Le mandat, tel qu'il avait été formulé par le Conseil fédéral, avait donc résisté à toutes les tentatives en vue aussi bien d'atténuer que de renforcer la primauté de la stabilité des prix. La Chambre des cantons décida ensuite qu'une base constitutionnelle pour l'utilisation des réserves d'or excédentaires avait sa place non pas dans l'article sur la monnaie, mais dans les dispositions transitoires de la Constitution.

Lors de l'ouverture de la procédure d'élimination des divergences entre les deux Chambres, en juin 1999, la Constitution fédérale mise à jour avait déjà été acceptée lors de la votation populaire du 18 avril 1999. Par conséquent, la réforme séparée de l'ordre monétaire, qui devait initialement être une procédure «accélérée», fut rattrapée et même dépassée par le processus de mise à jour de la Constitution. Il était clair pour le Parlement que le rattachement du franc à l'or serait aboli, que ce soit par le biais de la nouvelle Constitution – déjà adoptée – ou par celui de la réforme de l'ordre monétaire. Cela signifiait aussi que, sous réserve des ajustements législatifs nécessaires, plus rien ne s'opposait désormais à une réévaluation de l'or de la Banque nationale à un prix correspondant aux conditions du marché.

Lors de la session de juin, le Conseil national approuva d'abord, à une courte majorité, la version du Conseil des Etats⁵². Mais, lors du vote final du 18 juin 1999, le Conseil des Etats adopta la nouvelle version de l'article monétaire par 34 voix contre 6, tandis que le Conseil national la rejetait par 86 voix contre 83 (et 9 abstentions)⁵³. Le vote des opposants à la primauté de la stabilité des prix dans le mandat de la banque centrale s'était additionné à celui des opposants à une norme constitutionnelle qui aurait permis d'affecter une partie des réserves d'or excédentaires de la BNS à la Fondation de solidarité qui était projetée. La réforme séparée de l'ordre monétaire se solda donc par un échec, mais de nombreuses conclusions qui avaient pu être tirées tout au long du processus furent reprises ultérieurement, lors de la révision totale de la loi sur la Banque nationale (9.6).

9.3.6 *Appréciation*

L'alliance contre nature entre partis de gauche et de droite lors du vote final découla du lien établi, tant dans les débats parlementaires que dans les médias, entre la réforme de l'ordre monétaire et la Fondation de solidarité. Les opposants à la Fondation voulaient obtenir la garantie que celle-ci

51 BO CE (1999), pp. 217ss.

52 BO CN (1999), p. 1224.

53 BO CE (1999), p. 598. BO CN (1999), pp. 1403s.

ne puisse être instituée par une simple loi fédérale et donc qu'elle soit obligatoirement soumise au verdict populaire. Ce qui aurait été le cas avec la variante de la mise à jour de la Constitution, qui ne comportait aucune base juridique pour sortir les réserves d'or excédentaires du bilan de la BNS. Une telle votation populaire s'avéra par la suite nécessaire (9.4.4). Quant aux opposants à l'objectif de stabilité des prix, ils estimaient que la Constitution mise à jour permettrait de toute manière une réévaluation des réserves d'or de la BNS. Ils pouvaient donc rejeter la réforme séparée de l'ordre monétaire, sans mettre en péril l'affectation de l'or excédentaire à d'autres fins publiques.

La Banque nationale regretta l'échec de la réforme séparée de l'ordre monétaire. Du fait de l'absence de priorité donnée à la stabilité des prix dans la définition du mandat confié à l'institut d'émission, notre ordre monétaire s'écartait de la norme constitutionnelle européenne dans une mesure qui ne devait pas être prise à la légère. Cependant, la Direction générale, réaliste, constata que l'article 99 de la nouvelle Constitution fédérale servirait dorénavant de base à la politique monétaire suisse, une nouvelle tentative de réforme constitutionnelle de l'ordre monétaire ayant peu de chances d'aboutir. Il ne faisait pas l'ombre d'un doute que la Banque nationale entendait continuer de mener une politique monétaire axée sur la stabilité.

9.4 La controverse sur l'utilisation des réserves d'or excédentaires

PETER KLAUSER

9.4.1 *L'idée d'une fondation de solidarité*

Au cours de la seconde moitié des années nonante, la Suisse s'est trouvée subitement confrontée à la question de son comportement pendant la Seconde Guerre mondiale. Le débat s'est concentré sur les relations économiques et financières qu'elle avait entretenues avec les belligérants (10.5). Lors d'une allocution prononcée le 5 mars 1997 devant les Chambres fédérales réunies, Arnold Koller, alors président de la Confédération, avait présenté l'idée d'une fondation de solidarité qui serait «un signe véritable du renforcement de la tradition humanitaire de la Suisse et de notre gratitude d'avoir été épargnés par deux guerres mondiales»⁵⁴. Le but de cette fondation était à l'origine de «soulager des cas graves de détresse humaine en Suisse et à l'étranger», mais

⁵⁴ Message (2000), p. 3678.

le projet lancé ultérieurement par les autorités fédérales était davantage centré sur la Suisse et tourné vers l'avenir. Entre-temps, ces dernières avaient constaté que, dans la population, nombreux étaient ceux qui voyaient dans la proposition du Conseil fédéral un geste de réparation arraché sous la pression de l'étranger.

Plusieurs groupes de travail de la Confédération furent chargés de concrétiser le projet. Un membre de la Direction générale représenta la Banque nationale dans le groupe de travail «Financement de la fondation». Il veilla notamment à ce que la banque centrale ne soit pas investie du rôle de gérant de fortune de la future fondation⁵⁵. Lorsque, vers la fin du mois de juin 1998, le Conseil fédéral ouvrit la procédure de consultation relative à son projet de loi sur la Fondation Suisse solidaire, les réactions furent multiples. D'aucuns saluèrent une initiative qu'ils interprétaient comme un signe de gratitude pour le siècle et demi de paix et de démocratie qui venait de s'écouler, tandis que d'autres la rejetaient pour des raisons de politique étrangère, de politique financière, ou tout simplement par principe. D'emblée, les critiques fusèrent quant à l'opportunité du projet et aux circonstances dans lesquelles il avait été lancé.

9.4.2 *L'initiative sur l'or*

L'intention du Conseil fédéral d'utiliser une partie du produit des ventes d'or de la Banque nationale pour doter la fondation de solidarité d'un capital incita des milieux politiques opposés à l'idée de cette fondation à lancer, en juin 1999, une initiative populaire «pour le versement au fonds AVS des réserves d'or excédentaires de la Banque nationale suisse (Initiative sur l'or)»⁵⁶. L'initiative voulait ajouter un nouvel alinéa 3a à l'article 99 de la Constitution fédérale du 18 avril 1999 pour exiger que la Banque nationale transfère «les réserves monétaires [...] qui ne sont plus requises au titre de la politique monétaire ou les revenus qui en sont tirés» au fonds de compensation de l'assurance-vieillesse et survivants (AVS). L'argument principal des auteurs de l'initiative était que les réserves d'or excédentaires de la BNS constituaient les économies de plusieurs générations de Suisses. Ce patrimoine du peuple devrait donc être utilisé pour garantir la pérennité de la prévoyance vieillesse et survivants du pays. Le Conseil fédéral demanda au Parlement de soumettre l'initiative à la votation du peuple en lui recommandant de la rejeter⁵⁷.

55 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1997), 18 juin, n° 292 et 24 juillet, n° 353.

56 FF 1999 5116.

57 Message (2001), pp. 1311ss.

9.4.3 *Le message concernant l'utilisation des réserves d'or et une loi fédérale sur la Fondation Suisse solidaire*

Au cours des débats parlementaires concernant la réforme séparée de l'ordre monétaire, il était devenu clair qu'une base constitutionnelle spécifique serait nécessaire pour légitimer la création et le financement de la fondation de solidarité (9.3.5). Ainsi, dans son message du 17 mai 2000, le Conseil fédéral proposait-il tout d'abord de modifier la Constitution afin de donner au législateur la possibilité de traiter séparément la question de l'affectation du produit de la vente des réserves d'or qui n'étaient plus indispensables pour mener la politique monétaire de la banque centrale. Pour simplifier, et d'entente avec la Direction générale de la BNS, le Conseil fédéral avait estimé le montant des réserves excédentaires à la moitié environ du stock d'or de l'époque, autrement dit à 1300 tonnes. Une disposition transitoire relative à l'article 99 de la Constitution devait permettre de financer la fondation de solidarité avec le produit de la vente d'une partie de cet or excédentaire. A ce stade des discussions, la Banque nationale avait clarifié sa position: il appartenait selon elle au pouvoir politique de décider comment utiliser les réserves d'or excédentaires, et la BNS se tiendrait par conséquent en dehors des débats sur cette question.

Dans son message, le Conseil fédéral soumettait également un projet de loi fédérale sur la Fondation Suisse solidaire⁵⁸, qui définissait ses tâches et ses buts et fixait l'organisation, le financement et la gestion de ses fonds. La Fondation devait renforcer la solidarité en Suisse et à l'étranger, lutter contre les causes de la pauvreté, de la détresse et de la violence, et contribuer à assurer un avenir digne aux personnes concernées. Son esprit était résumé dans le principe selon lequel elle devait veiller à offrir aux enfants et aux adolescents des perspectives d'avenir et des possibilités de développement. La loi prévoyait enfin de doter la Fondation d'un capital tiré du produit de la vente d'une première tranche de 500 tonnes d'or de la Banque nationale, le montant à transférer ne pouvant toutefois excéder 7 milliards de francs⁵⁹.

9.4.4 *L'examen parlementaire et la votation populaire*

Les Chambres fédérales modifièrent considérablement le projet du Conseil fédéral. Elles décidèrent notamment de concrétiser la disposition transitoire de la Constitution fédérale, qui était rédigée en termes trop généraux dans le projet, de manière à déterminer l'utilisation des 1300 tonnes d'or qui n'étaient plus

⁵⁸ Message (2000), pp. 3705ss.

⁵⁹ Message (2000), p. 3685 et p. 3690.

nécessaires à la conduite de la politique monétaire. De la sorte, l'Assemblée fédérale pouvait soumettre ce texte au vote du peuple et des cantons en tant que contre-projet à l'initiative sur l'or. Ce contre-projet, adopté par le Parlement le 22 mars 2002 sous le titre «L'or à l'AVS, aux cantons et à la Fondation», prévoyait que le produit de la vente de 1300 tonnes d'or de la Banque nationale soit transféré dans un fonds juridiquement indépendant constitué par le Conseil fédéral, que le capital de ce fonds conserve sa valeur réelle et que les revenus dégagés soient versés pendant trente ans à parts égales à l'AVS, aux cantons et à une fondation instituée par la loi. La Banque nationale constata alors avec satisfaction que personne, lors des débats parlementaires, n'avait sérieusement mis en question le niveau des réserves monétaires dont la BNS aurait besoin pour remplir son mandat après l'abolition du rattachement du franc à l'or, ni, partant, le niveau des réserves d'or pouvant être qualifiées d'excédentaires.

Après une campagne très vive, la votation populaire eut lieu le 22 septembre 2002. Ni l'initiative, ni le contre-projet n'obtinrent la majorité: l'initiative sur l'or recueillit 47,6% de oui, et le contre-projet de l'Assemblée fédérale 48,2%, tandis que 52% des votants auraient opté pour le contre-projet en cas d'acceptation des deux objets⁶⁰. La teneur de l'article constitutionnel sur la monnaie (art. 99 Cst.) ne fut donc pas modifiée, et la question de l'utilisation des réserves d'or excédentaires restait ouverte. Les «actifs libres» furent maintenus dans le bilan de la BNS, et les revenus tirés des placements effectués avec le produit des ventes d'or continuèrent d'être portés au compte de résultat ordinaire. Mais l'objectif de la Banque nationale consistait toujours à sortir de son bilan les réserves dont elle n'avait plus besoin, dans la mesure où elle entendait éviter tout conflit d'intérêts entre la conduite de la politique monétaire et la fonction de gérant de patrimoine pour le compte de tiers.

9.4.5 De nombreuses interventions parlementaires et l'initiative populaire COSA pour régler l'affectation de l'or excédentaire

Après le double non du 22 septembre 2002, de nombreuses interventions parlementaires sous forme de motions, d'interpellations et d'initiatives parlementaires et cantonales eurent trait à la question de l'utilisation des réserves d'or excédentaires. Les propositions allaient de la réduction de la dette publique à des soutiens aux familles, en passant par l'utilisation de ces réserves au profit de l'AVS, de la formation et de la recherche, d'un relèvement généralisé des allocations pour enfants et de la construction de logements⁶¹.

⁶⁰ Message (2003), p. 5603.

⁶¹ Pour une liste détaillée: message (2003), pp. 5606s.

Elles faisaient ainsi la démonstration de toute la créativité dont les politiciens sont capables lorsqu'il s'agit de distribuer des fonds. La Direction générale de la Banque nationale maintint sa position, à savoir qu'elle entendait ne pas s'immiscer dans les discussions sur l'utilisation des réserves d'or excédentaires, afin de laisser la décision entièrement entre les mains du pouvoir politique.

Déposée en octobre 2002, l'initiative populaire fédérale «Bénéfices de la Banque nationale pour l'AVS» (initiative COSA) apporta un nouvel élément au débat sur l'utilisation des actifs libres⁶². Cette initiative proposait de verser le bénéfice net de la BNS au fonds de compensation AVS, sous déduction d'une part annuelle d'un milliard de francs à attribuer aux cantons. Selon ses auteurs, elle visait non pas les réserves d'or, mais les revenus courants provenant de la gestion des actifs de la BNS. La question se posait néanmoins de savoir si l'expression «bénéfice net de la Banque nationale» devait être interprétée de manière à englober les réserves d'or. Quoi qu'il en soit, l'initiative menaçait les intérêts financiers de la Confédération et des cantons. En cas d'acceptation, elle aurait remis en question des recettes annuelles considérables, entre le moment de son entrée en vigueur et l'expiration de la convention de 2002 concernant la distribution des bénéfices de la BNS (8.4.5). On pouvait également s'attendre en cas d'acceptation de l'initiative à ce qu'il devienne difficile d'affecter le capital ou les revenus des réserves d'or excédentaires à un but autre que l'AVS, à moins que la question de l'utilisation de ces réserves ne trouve son épilogue auparavant.

La Banque nationale était également opposée à l'initiative COSA, mais pour d'autres motifs, et elle le fit savoir publiquement. L'introduction d'un but de politique sociale – le financement de l'AVS – dans l'article constitutionnel sur la politique monétaire mettrait en péril le principe de l'indépendance de la banque centrale. Les auteurs de l'initiative se fondaient sur des estimations de bénéfices totalement irréalistes – ils portaient de l'idée que la BNS serait durablement en mesure de distribuer un bénéfice annuel net de 3 milliards de francs –, et la Direction générale craignait que la Banque nationale, en cas de problèmes de financement des assurances sociales, ne subisse des pressions politiques et soit obligée d'augmenter ses distributions en faveur de l'AVS. De telles pressions s'accroîtraient forcément dès l'instant où les distributions de bénéfices seraient ramenées à leur potentiel à long terme, soit à environ un milliard de francs (8.4.5), car il ne resterait alors plus rien pour l'AVS.

62 FF 2002 6823.

9.4.6 *Le message concernant l'utilisation de 1300 tonnes d'or et l'initiative COSA*

Après avoir examiné plusieurs options, le Conseil fédéral prit à la fin du mois de janvier 2003 la décision de principe de distribuer aux cantons (deux tiers) et à la Confédération (un tiers) les revenus générés par les 1300 tonnes d'or dont la Banque nationale n'avait plus besoin pour mener sa politique monétaire. Le capital ainsi dégagé devait conserver sa valeur réelle et être transféré pour cela à un fonds externe. La décision du Conseil fédéral prenait largement en compte les conclusions d'une analyse VOX des résultats de la votation du 22 septembre 2002 dont il ressortait que les personnes interrogées étaient en majorité favorables à l'idée de conserver le capital à sa valeur réelle⁶³.

Consultée au préalable, la Banque nationale avait rappelé son souhait d'être déliée le plus rapidement possible de la gestion des actifs libres, raison pour laquelle elle aurait préféré la solution consistant à distribuer le capital, une fois achevées les ventes d'or, à la Confédération et aux cantons selon la clé de répartition en vigueur. Cette approche conforme à la Constitution et à la législation aurait permis de libérer rapidement et entièrement la Banque nationale de ses tâches de gérant de fortune pour le compte des pouvoirs publics et de mettre un terme à l'instrumentalisation des actifs libres de la BNS par les partis politiques.

Le 20 août 2003, le Conseil fédéral présenta un message au Parlement dans lequel il lui soumettait deux objets: une disposition constitutionnelle pour régler l'utilisation de 1300 tonnes d'or et un arrêté fédéral concernant l'initiative populaire «Bénéfices de la Banque nationale pour l'AVS»⁶⁴. La solution proposée consistait à transférer le produit de la vente des 1300 tonnes d'or dans un fonds juridiquement indépendant constitué par le Conseil fédéral, à conserver la valeur réelle du capital de ce fonds et à verser les revenus tirés du capital pendant trente ans à raison d'un tiers à la Confédération et de deux tiers aux cantons. Au bout de trente ans, le capital du fonds devait revenir pour un tiers à la Confédération et pour deux tiers aux cantons, à moins que le peuple et les cantons ne décident de maintenir le fonds ou de l'utiliser à d'autres fins. La préservation du capital à sa valeur réelle – chaque année, la fortune du fonds aurait été relevée en fonction du renchérissement observé – devait garantir que ce patrimoine accumulé pendant des décennies reste entièrement disponible pour les générations futures. Le Conseil fédéral jugeait

63 Message (2003), pp.5603s.

64 Message (2003), pp.5597ss.

qu'une base constitutionnelle spécifique était nécessaire pour assurer cette préservation⁶⁵.

Dans son message, le Conseil fédéral recommandait également le rejet de l'initiative «Bénéfices de la Banque nationale pour l'AVS», sans proposer de contre-projet. Selon lui, cette initiative n'aurait de toute façon pas atteint son objectif, à savoir assainir l'AVS à long terme. De plus, introduire un financement de l'AVS dans l'article constitutionnel sur la banque centrale aurait mis en péril l'indépendance de celle-ci⁶⁶.

9.4.7 *L'examen parlementaire*

D'emblée, les observateurs estimèrent que la solution proposée par le Conseil fédéral – préservation de la valeur réelle, gestion par un fonds externe, distribution des revenus selon la clé de répartition en vigueur – avait peu de chances de réunir une majorité dans les deux Chambres. Les cantons, après le double non de la votation populaire du 22 septembre 2002, attendaient davantage qu'une simple distribution des revenus du capital, alors que de grands partis politiques affichaient une nette préférence pour un financement de l'AVS.

Le Conseil national, première des deux Chambres à examiner ces projets, décida en juin 2004 de distribuer les revenus réels du capital issu de la vente des réserves d'or excédentaires de la BNS à raison de deux tiers à l'AVS et d'un tiers aux cantons. Il adopta en outre un contre-projet à l'initiative COSA, contre-projet qui prévoyait la distribution des bénéfices futurs de la BNS en deux parts égales, l'une allant à l'AVS et l'autre aux cantons⁶⁷. La Banque nationale, qui avait été auditionnée par la commission chargée de l'examen préliminaire, s'était pourtant employée, sans succès, à expliquer qu'elle était opposée à l'établissement d'un lien entre ses bénéfices et le financement d'une institution de prévoyance sociale, et qu'aucun pays de l'OCDE n'avait établi un tel lien dans les dispositions constitutionnelles régissant son ordre monétaire.

En septembre 2004, le Conseil des Etats décida de ne pas entrer en matière sur le projet constitutionnel du Conseil fédéral visant le maintien de la valeur réelle du capital issu de la vente de l'or de la BNS. De la sorte, il rejetait indirectement la clé de répartition adoptée par le Conseil national pour les revenus réels de ce capital. Il s'opposa également à l'initiative COSA qu'il recommanda de rejeter sans contre-projet⁶⁸.

65 Message (2003), pp. 5613ss et p. 5640.

66 Message (2003), pp. 5624ss et p. 5641.

67 BO CN (2004), p. 948, p. 966 et p. 976.

68 BO CE (2004), pp. 500ss.

Lors de la session de décembre 2004, le Conseil national maintint d'abord sa décision d'entrer en matière sur le projet d'utilisation des réserves d'or excédentaires présenté par le Conseil fédéral. Puis il confirma son contre-projet à l'initiative COSA⁶⁹. Dès le lendemain, soit le 16 décembre 2004, le Conseil des Etats réaffirma lui aussi sa décision de ne pas entrer en matière⁷⁰, ce qui enterrait la deuxième tentative politique de trouver une nouvelle affectation aux réserves d'or excédentaires de la BNS. Le conseiller fédéral Hans-Rudolf Merz qualifia la situation de «tragédie politicienne» («*demokratiepolitisches Trauerspiel*»)⁷¹.

9.4.8 La distribution rapide de l'or excédentaire

En décidant une seconde fois de ne pas entrer en matière, le Conseil des Etats avait laissé entendre que les réserves d'or excédentaires de la Banque nationale devaient désormais être distribuées à la Confédération et aux cantons conformément à la clé de répartition en vigueur. En fait, le produit de la vente de l'or excédentaire – opération pratiquement achevée à la fin de 2004, puisqu'il restait 64,1 tonnes à écouler – constituait aussi un «bénéfice distribuable» au sens de l'article 30, alinéa 2, de la loi sur la Banque nationale. Il est vrai que la BNS avait maintenu jusque-là ce patrimoine dans son bilan et en avait distribué les revenus. Mais cette manière de procéder ne pouvait à ses yeux se justifier que pendant une phase temporaire, tant qu'un projet prévoyant une utilisation différente de cet or demeurerait en suspens au Parlement.

La seule conclusion qui pouvait être tirée de la décision de non-entrée en matière prise le 16 décembre 2004 au Conseil des Etats était que tout nouveau projet sur l'utilisation de l'or n'aurait guère de chances de réunir une majorité au Parlement. Faisant acte de réalisme politique, le Conseil fédéral décida donc, le 2 février 2005, d'attribuer l'or excédentaire de la BNS aux cantons et à la Confédération, selon la clé de répartition en vigueur. Il ne fixa pas la date de la distribution, mais les cantons insistèrent pour que le versement intervienne le plus tôt possible. A la fin du mois de février 2005, le Département fédéral des finances et la Banque nationale conclurent une convention spéciale sur la distribution du produit de la vente de 1300 tonnes d'or. Les fonds en question, soit 21,1 milliards de francs, furent prélevés sur le résultat de l'exercice 2004 de la Banque nationale et versés en dix tranches entre le début de mai et la mi-juillet 2005⁷².

69 BO CN (2004), p. 2090 et p. 2103.

70 BO CE (2004), pp. 908ss.

71 BO CE (2004), p. 911.

72 Hildebrand et Jordan (2005), p. 29.

La distribution rapide du produit des ventes d'or libéra la Banque nationale de son double rôle d'autorité monétaire et de gérant de fortune pour le compte de tiers. Les huit longues années durant lesquelles il avait fallu batailler pour répartir les réserves d'or excédentaires montrèrent de façon inquiétante l'incapacité de l'appareil politique suisse à trouver, dans un délai raisonnable, une solution à un problème de portée limitée. Le versement du produit des ventes d'or aux cantons et à la Confédération, autrement dit aux détenteurs du monopole d'émission des billets de banque d'hier et d'aujourd'hui, fut accueilli avec soulagement loin à la ronde; il mettait un terme à un chapitre de l'histoire récente de la banque centrale jalonné d'expressions aussi fleuries que «la malédiction du magot d'or» ou «la danse autour du veau d'or».

9.4.9 La votation populaire sur l'initiative COSA

En 2005, l'initiative populaire «Bénéfice de la Banque nationale pour l'AVS» (initiative COSA) resta bloquée plusieurs mois durant aux Chambres fédérales. A la fin du mois d'octobre, les partis gouvernementaux soumirent à la commission du Conseil national chargée de l'examen préalable une proposition qui était le fruit de leur concertation: la part de la Confédération au produit de la vente des réserves d'or excédentaires, soit environ 7 milliards de francs, devrait revenir au Fonds de compensation de l'AVS. La commission élaborait alors le projet d'une «loi fédérale sur l'utilisation de la part de la Confédération aux réserves d'or excédentaires de la Banque nationale», conçue comme un contre-projet indirect à l'initiative COSA, et qui ne devait entrer en vigueur qu'en cas de rejet en votation populaire de l'initiative COSA. Au mois de décembre, les Chambres fédérales adoptèrent cette loi et décidèrent également à la majorité de recommander au peuple et aux cantons le rejet de l'initiative COSA.

La campagne en vue de la votation s'anima fortement à partir du printemps de 2006. Les auteurs de l'initiative reçurent l'appui des forces de gauche, en particulier des syndicats, des socialistes et des Verts. Une alliance forte de quelque 140 conseillers nationaux et conseillers aux Etats des partis bourgeois se constitua pour combattre l'initiative. Elle put compter sur l'appui des organisations économiques et des directeurs cantonaux des finances. La Direction de la Banque nationale prit elle aussi clairement position contre l'initiative. Les auteurs de l'initiative avaient certes invité la Banque nationale à rester en dehors du débat⁷³. Mais la Direction de la Banque estima nécessaire pour des

73 BNS, procès-verbal de l'Assemblée générale (2006), p. 5 (intervention du conseiller national Rudolf Rechsteiner).

raisons de fond d'intervenir à maintes reprises dans le débat public afin de souligner que l'initiative laissait miroiter une capacité bénéficiaire de la BNS qui était complètement irréaliste et qu'elle mettait gravement en danger l'indépendance de la banque centrale⁷⁴. Le président de la Direction générale, Jean-Pierre Roth, attira notamment l'attention sur le fait qu'en cas d'acceptation de l'initiative la BNS devrait, par une politique plus agressive, convaincre les marchés financiers de sa volonté d'assurer à long terme la stabilité des prix⁷⁵.

Lors de la votation populaire du 24 septembre 2006, la participation atteignit un niveau nettement supérieur à la moyenne, et l'initiative COSA fut clairement rejetée (41,7% de oui, contre 58,3% de non). Seuls le demi-canton de Bâle-Ville et les cantons de Genève et du Tessin l'acceptèrent à une faible majorité. Nombreux furent ceux qui virent dans ce résultat très net un signe en faveur d'une politique monétaire indépendante. La Banque nationale prit connaissance avec satisfaction du résultat de la votation, sachant qu'elle pouvait désormais continuer à mener, dans un cadre inchangé, sa politique monétaire axée sur la stabilité.

9.5 La nouvelle loi sur l'unité monétaire et les moyens de paiement

PETER KLAUSER

9.5.1 Introduction

Les travaux préliminaires visant à consacrer l'abolition du rattachement du franc à l'or dans la législation fédérale commencèrent alors que la mise à jour de la Constitution et la réforme séparée du régime monétaire étaient encore examinées par le Parlement. C'est pourquoi le groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» put remettre en automne 1998 son projet de nouvelle loi fédérale sur l'unité monétaire et les moyens de paiement (LUMMP) au Département fédéral des finances, avec un rapport explicatif⁷⁶. Il remplissait ainsi la deuxième partie de son mandat (9.3.1).

Une nouvelle loi s'imposait pour deux raisons. D'une part, la nouvelle Constitution consacrait un seul article aux questions monétaires et non plus deux (l'un sur les espèces métalliques et l'autre sur l'institut d'émission et les

⁷⁴ En particulier NZZ (2006a) et Roth (2006), p. 6.

⁷⁵ NZZ (2006b).

⁷⁶ Groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» (1998), pp. 2ss et p. 30.

billets de banque). Fondée sur le support matériel du numéraire, l'ancienne systématique du droit fédéral, avec une loi sur la monnaie (espèces métalliques) en application de l'article 38 et une loi sur la Banque nationale (billets de banque) en application de l'article 39 de l'ancienne Constitution, n'était donc plus soutenable. En outre, la loi régissant les espèces métalliques était une relique de l'époque où les pièces d'or circulaient. Depuis fort longtemps, le régime de la monnaie légale ne se limitait plus aux seules espèces métalliques, étant donné que la politique monétaire – au sens moderne du terme – porte sur la totalité des moyens de paiement exprimés dans la monnaie du pays. Il était donc logique de régler dans un seul texte l'ensemble des dispositions applicables à la monnaie suisse.

D'autre part, des considérations pratiques allaient dans le même sens. Le citoyen désireux de connaître les droits que lui confère la détention de pièces et de billets devait jusque-là se frayer un chemin dans un véritable maquis de lois, d'ordonnances et d'arrêtés. Le temps paraissait donc venu de rassembler dans une loi unique toutes les normes relatives au pouvoir libératoire de la monnaie légale et aux droits des détenteurs des moyens de paiement émis par l'Etat⁷⁷.

9.5.2 *Le projet de loi du groupe d'experts et la procédure de consultation*

Le projet proposé par le groupe d'experts consacrait l'abolition dans la loi du rattachement du franc suisse à l'or. Il comportait douze articles, répartis en cinq sections. La première définissait l'unité monétaire suisse et décrivait les moyens de paiement ayant cours légal. Le régime des espèces métalliques (section 2) et le régime des billets de banque (section 3) réglaient essentiellement les compétences du Conseil fédéral, du Département fédéral des finances et de la Banque nationale dans l'exercice des monopoles du numéraire. La section 4 portait sur les avoirs à vue à la BNS, tandis que les normes pénales protégeant les monopoles des espèces métalliques et des billets faisaient l'objet de la section 5. Le projet de LUMMP remplaçait complètement l'ancienne loi sur la monnaie et intégrait les dispositions qui, dans la loi de 1953 sur la Banque nationale, régissaient les billets de banque (art. 17 à 23 aLBN). Aussi fut-il possible ultérieurement de concentrer dans la nouvelle LBN les dispositions relatives aux tâches ne concernant pas le numéraire, aux moyens d'action de la politique monétaire et à l'organisation de la banque centrale (9.6).

Le groupe d'experts avait envisagé, puis rejeté l'idée de transférer le monopole des espèces métalliques à la Banque nationale dans la législation

77 Groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» (1998), pp. 7s.

d'exécution de l'article 99, alinéa 1, de la Constitution. Ce transfert aurait permis à la BNS de contrôler directement la création de monnaie légale dans sa totalité. Mais la Confédération – comme l'avaient soutenu ses représentants au sein du groupe d'experts – ne voulait pas céder aux cantons les deux tiers du bénéfice tiré de la frappe des pièces de monnaie (le seigneurage), ce qu'elle aurait dû faire en application de la règle constitutionnelle sur la répartition du bénéfice de la Banque nationale (art. 99, al. 4, Cst.). De son côté, la Banque nationale n'a pas cherché activement à obtenir le monopole des espèces métalliques. Entre le montant des pièces en circulation et celui des billets, le rapport était de 1 à 14 à la fin de 1999. Le monopole des espèces métalliques exercé par la Confédération ne posait donc aucun problème pour la conduite de la politique monétaire.

Le Conseil fédéral considéra le projet de loi et le commentaire du groupe d'experts comme une base adéquate pour présenter une proposition au Parlement. Lors de la procédure de consultation qui dura de fin octobre 1998 à mi-janvier 1999, la proposition des experts reçut un très bon accueil. Les seules demandes de modifications portant sur le fond émanaient des milieux proches de la numismatique, qui critiquaient le fait que le projet de loi limite à la Banque nationale et aux caisses publiques de la Confédération l'obligation d'accepter les pièces commémoratives et les monnaies de thésaurisation. Ils craignaient que cette limitation du pouvoir libératoire ne fasse diminuer la demande de ce type de monnaies⁷⁸.

9.5.3 *Le message du Conseil fédéral et les grandes lignes de la loi*

Le Conseil fédéral adopta le message concernant une loi fédérale sur l'unité monétaire et les moyens de paiement le 26 mai 1999, après avoir précisé le projet des experts sur un seul point. Pour garantir une plus grande sécurité du droit, le projet de loi maintenait la limitation de l'obligation d'accepter les pièces commémoratives et les monnaies de thésaurisation, celles-ci étant sensiblement moins connues du grand public que les pièces de monnaie usuelles⁷⁹.

Comme l'indique son titre, la LUMMP réglemente d'abord «l'unité monétaire», autrement dit la monnaie dans sa fonction abstraite d'unité de compte et d'unité de valeur standard⁸⁰. L'article 1 définit cette unité monétaire en donnant son nom et en précisant sa subdivision. La LUMMP présente

⁷⁸ Message (1999), p. 6544.

⁷⁹ Message (1999), pp. 6547s.

⁸⁰ Schar-Schuppisser (1989), pp. 71ss.

deux particularités sur lesquelles il vaut la peine de s'arrêter. Contrairement aux lois monétaires d'autres pays, elle ne comporte aucune règle sur le régime de change du pays. Ainsi, le législateur laisse le choix entre deux options fondamentales dans la conduite de la politique monétaire: la banque centrale peut viser soit la stabilité de la valeur intérieure de la monnaie – autrement dit la stabilité des prix – qu'elle gère en contrôlant les agrégats monétaires, soit la stabilité de la valeur extérieure de la monnaie par un rattachement du franc à une monnaie tierce ou à un panier de monnaies⁸¹. Le projet de LUMMP évitait sciemment de fixer des procédures et des compétences relatives à la détermination de la valeur extérieure de la monnaie, dans l'éventualité où l'on souhaiterait lier le franc suisse à une autre monnaie, par exemple l'euro. Un modèle de réglementation aurait pu s'inspirer du droit européen selon lequel le Conseil des ministres de l'économie et des finances est habilité à conclure des accords formels portant sur un système de change pour l'euro vis-à-vis des monnaies non communautaires, sur recommandation de la Banque centrale européenne (BCE) ou de la Commission et après consultation de la BCE (art. 111, al. 1, Traité instituant la CE). Dans son message, le Conseil fédéral reconnaissait toutefois qu'il lui serait difficile de présenter des critères ou un ordre de compétences clairement établi pour justifier le choix d'un système de changes fixes ou flottants «tant que l'attitude de la Suisse face à l'Union monétaire européenne restera incertaine»⁸². La Banque nationale partageait cette analyse pragmatique.

La LUMMP tient aussi compte de l'évolution de l'argent dans sa fonction de «moyen de paiement» au cours du XX^e siècle. Il était clair dès le départ que les moyens de paiement émis par le secteur privé – chèques, cartes de débit et de crédit, avoirs bancaires et postaux, monnaie électronique – ne pouvaient être régis par la LUMMP, car, dans une économie de marché, cette activité doit rester soumise aux lois de la concurrence. La portée de la LUMMP a donc été limitée aux moyens de paiement émis par l'Etat ou par la banque centrale, c'est-à-dire à ceux grâce auxquels un débiteur peut éteindre une dette d'argent avec effet libératoire (cours légal)⁸³. La loi définit donc, pour chacun des moyens de paiement ayant cours légal, l'obligation du créancier d'accepter ces moyens de paiement en règlement d'une dette en argent libellée en francs suisses. Outre les billets de banque et les espèces métalliques suisses, la loi inclut également, et c'est une nouveauté, les avoirs à vue en francs à la BNS

81 Klauser (2000), p. 21.

82 Message (1999), p. 6542.

83 Klauser (2000), pp. 23s.

dans les moyens de paiement ayant cours légal (art. 2 LUMMP). Le groupe d'experts avait estimé qu'une telle incorporation serait logique, étant donné que ces avoirs à vue peuvent être échangés en toutes circonstances et sans difficulté en billets de banque ou en espèces métalliques et qu'ils ne présentent aucun risque de solvabilité⁸⁴. Tout titulaire d'un compte à vue à la BNS a ainsi l'obligation d'accepter en paiement les montants crédités sur ce compte, sans limitation de la somme (art. 3, al. 3, LUMMP). On relèvera toutefois que seuls les agents du trafic des paiements peuvent ouvrir un tel compte (art. 10 LUMMP).

Les dispositions pénales relatives aux moyens de paiement ayant cours légal qui sont énoncées dans la LUMMP ont pour objet la défense d'intérêts juridiquement protégés (*Rechtsgüter*). Si le public a confiance dans les billets de banque et les espèces métalliques, c'est grâce au monopole d'émission dont jouit l'Etat et au cours légal de l'argent liquide: le monopole de la Confédération sur les espèces métalliques et celui de la BNS sur les billets doivent donc être protégés pénalement (art. 11 LUMMP). Ensuite, l'annexe de la LUMMP comporte une modification de la norme pénale relative à l'imitation de billets de banque et de pièces de monnaie sans dessein de faux, lorsqu'il existe un risque de confusion avec les billets et les pièces authentiques (art. 243 CP): le but de cette mesure est d'accroître la sécurité des opérations en numéraire⁸⁵.

A la suite de la suppression du rattachement du franc à l'or, toute une série de dispositions de l'ancienne loi sur la Banque nationale (aLBN) étaient devenues caduques et ne furent donc pas reprises dans le nouveau régime des billets de banque (art. 7 à 9 LUMMP). Pour l'essentiel, il s'agissait de la couverture-or minimale des billets en circulation, alors fixée à 25% à l'art. 19 aLBN, ainsi que des dispositions d'exécution concernant l'obligation de rembourser les billets en or et la parité-or (art. 20 à 22 aLBN).

9.5.4 L'examen parlementaire

Considérée comme une loi essentiellement technique, la LUMMP ne souleva pas les passions du Parlement. Lors du débat d'entrée en matière au Conseil national, la gauche reprocha néanmoins au Conseil fédéral et à la Banque nationale d'avoir temporisé pour prendre les mesures supprimant le rattachement du franc à l'or et d'avoir ainsi bradé le patrimoine du peuple, le prix de l'or ayant chuté dans un passé récent⁸⁶.

⁸⁴ Giovanoli (1993), pp. 110ss.

⁸⁵ Pour une vue d'ensemble sur cette question: Klauser (2000), pp. 27s.

⁸⁶ BO CN (1999), pp. 2026ss.

Le Conseil national examina la LUMMP au début du mois d'octobre 1999. Il n'apporta quasiment aucun changement au projet de loi. Il rejeta uniquement la proposition du Conseil fédéral d'instaurer une norme pénale condamnant l'imitation, sans dessein de faux, de pièces présentant un risque de confusion avec des pièces de monnaie authentiques, en remplacement du régime d'autorisation pour la fabrication ou l'importation d'objets ressemblant à des pièces de monnaie. Alors que cette modification avait été conçue comme une mesure de libéralisation, une majorité de la Chambre du peuple craignit que le risque de s'exposer à une sanction pénale ne décourage les cantons, les communes ou les particuliers d'émettre des médailles commémoratives lors d'événements particuliers.

A la session parlementaire d'hiver 1999, le Conseil des Etats accepta le projet du Conseil fédéral dans son intégralité. Il modifia toutefois légèrement le libellé, afin de permettre une privatisation ultérieure de la Monnaie fédérale⁸⁷. Lors de l'élimination des divergences, le Conseil national se rallia sans réserve à la version du Conseil des Etats. Ainsi, les deux Chambres adoptèrent la LUMMP à une large majorité le 22 décembre 1999 déjà⁸⁸.

9.5.5 *Appréciation*

La LUMMP est entrée en vigueur le 1^{er} mai 2000, en même temps qu'une ordonnance du Conseil fédéral concernant l'abrogation d'actes législatifs en matière monétaire datant du régime de l'étalon-or. Concrètement, il s'agissait de l'arrêté du Conseil fédéral du 29 juin 1954 concernant le cours légal des billets de banque et la suppression de leur remboursement en or ainsi que de l'arrêté du Conseil fédéral du 9 mai 1971 fixant la parité-or du franc (9.1.3), qui devenaient caducs du fait de la LUMMP. Après la mise à jour des bases constitutionnelles sur la monnaie et la politique monétaire (art. 99 Cst.), cette étape mit un terme au deuxième volet de la réforme de l'ordre monétaire de la Suisse. En même temps, elle créait les conditions légales permettant à la Banque nationale de procéder à des ventes d'or. Dans le bilan de la BNS au 1^{er} mai 2000, l'évaluation du stock d'or au prix du marché se traduisit par un gain comptable de 27,7 milliards de francs⁸⁹. Ce gain était le signe tangible que l'or de la Banque nationale avait été «démonétisé» et devait désormais être considéré comme un actif parmi d'autres. Enfin, le Conseil fédéral a adopté une nouvelle ordonnance sur la monnaie, qui est entrée en vigueur

87 BO CE (1999), pp. 1041ss.

88 BO CN (1999), p. 2506. BO CE (1999), p. 1205.

89 BNS, 93^e rapport de gestion 2000, p. 87 et p. 89.

le 1^{er} mai 2000. Cette ordonnance, dont la teneur et la systématique sont conformes à la LUMMP, précise entre autres le rôle de la Banque nationale en tant qu'«office central d'approvisionnement en monnaie».

9.6 La révision totale de la loi sur la Banque nationale

HANS KUHN

9.6.1 Introduction

Le troisième volet du mandat confié au groupe d'experts institué par le Département fédéral des finances (DFF) en avril 1997 (9.3.1) consistait à préparer un projet de message concernant la révision de la loi sur la Banque nationale. Cet aspect du mandat gagna en importance à la suite de l'échec de la réforme séparée du régime constitutionnel de la monnaie, car le mandat de la banque centrale formulé en termes très généraux à l'article 99, alinéa 2, de la Constitution fédérale de 1999 demandait à être concrétisé dans la loi (9.2.5). Lors de la mise à jour de la Constitution, il avait notamment été précisé que la garantie constitutionnelle de l'indépendance de la BNS n'avait de sens que dans l'exercice d'un mandat clair et précis.

La loi du 23 décembre 1953 sur la Banque nationale (aLBN), qui était entrée en vigueur le 1^{er} juillet 1954⁹⁰, avait remplacé la première loi fédérale du 6 octobre 1905⁹¹ sur la Banque nationale suisse. Ayant subi les assauts du temps, elle nécessitait une refonte de toute urgence. Les moyens d'action qu'elle mettait à la disposition de la banque centrale répondaient de moins en moins aux besoins de la pratique de tous les jours: elle accordait notamment une large place aux instruments relevant de la puissance publique, surtout depuis la révision partielle de 1978 qui avait introduit dans la législation ordinaire les moyens d'action institués en vertu du droit d'urgence (réserves minimales obligatoires, contrôle des émissions, mesures destinées à contenir l'afflux de fonds étrangers)⁹². Or, ces moyens d'action n'étaient plus utilisés depuis les années quatre-vingt. Par ailleurs, les instruments opérationnels, qui jouent un rôle de premier plan dans la mise en œuvre de la politique monétaire, étaient réglementés jusque dans les moindres détails. Du fait de cette densité réglementaire, la Banque nationale avait toujours un temps de retard

90 ACF du 18 mai 1954, RO 1954 613.

91 FF 1905 V 317.

92 Loi fédérale du 15 décembre 1978, RO 1979 983.

sur l'évolution des marchés financiers. L'organisation de la BNS, qui ne comprenait pas moins de sept organes, avait également vécu. En outre, elle n'était plus conforme aux attentes en matière de gouvernement d'entreprise (10.2). Finalement, après trois révisions partielles et la suppression des articles sur le numéraire et sur les espèces métalliques, cette loi était également devenue obsolète sur le plan formel. Une révision totale s'imposait donc, mais il fallait attendre la fin du processus de révision des bases constitutionnelles avant de s'y atteler.

9.6.2 *Le déroulement des travaux de révision*

Le groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» entreprit la révision de la loi sur la Banque nationale aussitôt après avoir remis en été 1998 son avant-projet de loi sur l'unité monétaire et les moyens de paiement. Après deux années d'études, il présenta un avant-projet de loi fort de 51 articles et accompagné d'un volumineux rapport explicatif⁹³, qui représentait l'aboutissement d'un travail scientifique rigoureux et approfondi sur les aspects économiques et juridiques justifiant une réforme du statut de la banque centrale helvétique. Un groupe de travail interne de la BNS avait fourni une contribution importante à cette réflexion, par le biais notamment d'études sur la fonction économique des réserves minimales et d'analyses de droit comparé des éléments constitutifs d'un statut moderne de banque centrale.

Le groupe d'experts remit son projet et le rapport qui l'accompagnait au chef du Département fédéral des finances en octobre 2000, mettant ainsi un point final à son mandat de réforme de l'ordre monétaire de la Suisse. A partir de la mi-mars 2001, le Conseil fédéral mit cet avant-projet en consultation pour une durée de trois mois. Quelque 62 organismes intéressés – cantons, institutions, associations – exprimèrent leur avis, y compris la BNS elle-même qui contribua au débat par une volumineuse prise de position. L'avant-projet du groupe d'experts reçut un accueil très favorable. Deux questions émergèrent toutefois à ce stade des discussions, questions sur lesquelles le débat politique allait se focaliser dans la suite de la procédure: la formulation du mandat de la banque centrale et le mode de détermination du bénéfice de la Banque nationale. Le Conseil fédéral prit connaissance des résultats de la procédure de consultation au début de 2002 et émit sur cette base ses directives pour la rédaction d'un message. Il soumit au Parlement son projet de loi accompagné du message le 26 juin 2002⁹⁴. Le Conseil des Etats l'examina

93 Groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» (2001).

94 Message (2002).

durant la session de printemps 2003, et le Conseil national, lors de la session d'automne de la même année. Après l'élimination d'une divergence, la nouvelle loi sur la Banque nationale (LBN) fut adoptée lors du vote final du 3 octobre 2003 par 39 voix contre 5 au Conseil des Etats et par 142 voix contre 37 au Conseil national (avec 10 abstentions et 10 absents). Le 22 janvier 2004, le délai référendaire étant écoulé, le Conseil fédéral fixa l'entrée en vigueur de la nouvelle LBN au 1^{er} mai 2004, un jour après l'Assemblée générale de la BNS⁹⁵.

La réforme fut complétée par trois textes réglementaires. L'ordonnance sur la Banque nationale (OBN), adoptée par la Direction générale et entrée également en vigueur le 1^{er} mai 2004, met en œuvre les dispositions de la loi concernant les instruments relevant de la puissance publique (statistiques, réserves minimales, surveillance des systèmes de paiement et de règlement des opérations sur titres). Le règlement d'organisation (RdO), arrêté par le Conseil de banque lors de sa séance constitutive du 14 mai 2004, définit les structures de la Banque nationale, ses organes et leurs procédures internes. Enfin, la Direction générale a réglementé l'utilisation des instruments opérationnels dans des directives générales sur les instruments de politique monétaire (du 25 mars 2004) et sur la politique de placement (du 27 mai 2004). Contrairement à l'ordonnance sur la Banque nationale et au règlement d'organisation, ces directives n'ont pas force de loi. Elles décrivent simplement les instruments et les procédures appliqués par la BNS dans la mise en œuvre de la politique monétaire et dans la gestion des réserves monétaires.

Six thèmes ont focalisé l'attention, mais aussi dominé le débat public, au cours de la révision de la loi sur la Banque nationale, à savoir:

- le mandat et les tâches,
- l'indépendance et l'obligation de rendre compte,
- les instruments opérationnels,
- les instruments relevant de la puissance publique,
- la détermination et la distribution du bénéfice,
- le statut juridique et l'organisation.

9.6.3 *Le mandat et les tâches*

La teneur du mandat de la BNS fut la principale pierre d'achoppement sous l'angle politique. Car la formulation de l'article 99, alinéa 2, de la Constitution fédérale, qui oblige la Banque nationale à mener la politique monétaire

95 ACF du 24 mars 2004, RO 2004 2002. L'art. 4 modifié de la loi sur les banques – conformément à l'annexe de la nouvelle LBN – n'est quant à lui entré en vigueur que le 1^{er} janvier 2005.

dans l'intérêt général du pays, reprend l'article 39, alinéa 3, de l'ancienne Constitution (aCst.) et l'article 2, alinéa 1, de l'ancienne loi sur la Banque nationale (9.2.2). Or, les termes plutôt vagues de cette disposition en réduisent sensiblement la portée normative, et c'est pour cette raison que la matérialisation du mandat constitutionnel de la banque centrale avait été l'un des enjeux majeurs de la réforme séparée de l'ordre monétaire. A la suite de l'échec de ce projet, l'importance à accorder, au niveau de la loi, à la définition du mandat de la banque centrale s'était donc sensiblement accrue (9.3.5).

Le groupe d'experts proposa d'inscrire la primauté de la stabilité des prix dans la loi, tout en obligeant la BNS à tenir compte simultanément de l'évolution conjoncturelle⁹⁶. Reprenant les considérations qu'il avait émises à propos de la réforme des dispositions constitutionnelles sur la monnaie (9.3.2), il rappela que le contrôle du processus de création monétaire constituait la tâche principale d'une banque centrale. Cette dernière peut certes influencer à court terme la production et l'emploi, mais les moyens de la politique monétaire sont à cet égard très limités; ils sont même assez inefficaces sur le long terme⁹⁷. Les mêmes fronts politiques se formèrent lors de la procédure de consultation sur l'avant-projet que lors des débats concernant le nouvel article constitutionnel sur la monnaie (9.3.3). Tandis que les partis de gauche et les syndicats réclamaient que les objectifs du plein emploi et d'une croissance économique équilibrée soient mis au moins sur un pied d'égalité avec l'objectif de stabilité des prix dans le mandat de la Banque nationale, le PRD et l'UDC ainsi qu'*economiesuisse* voulaient affirmer encore davantage le caractère prioritaire de la stabilité des prix et éliminer la notion vague d'intérêt du pays. Mais une majorité de cantons, le PDC, l'USAM, l'ASB ainsi que la BNS avaient apporté leur soutien à la version équilibrée de l'avant-projet, et, de fait, le Conseil fédéral conserva cette formulation dans le projet présenté au Parlement⁹⁸.

Le mandat de la banque centrale fut à nouveau au centre des débats parlementaires. La gauche déposa des propositions de minorité dans les deux Chambres, tant au sein des commissions chargées de l'examen préliminaire du projet qu'en séance plénière; toutes visaient à supprimer la hiérarchie des objectifs prévue dans le projet du Conseil fédéral et à mettre l'évolution conjoncturelle au même niveau que la stabilité des prix⁹⁹. Une autre proposition conservait la hiérarchie des objectifs mais demandait que le plein emploi soit mentionné de

96 Groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» (2001), art. 5, al. 1.

97 Groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» (2001), pp. 100ss. Message (2002), pp. 5733s.

98 Message (2002), art. 5, al. 1.

99 BO CE (2003), p. 295. BO CN (2003), p. 1270.

manière plus explicite comme élément de la politique conjoncturelle. Toutes ces interventions étaient motivées par la volonté d'empêcher la conduite d'une politique «monétariste». Les opposants à la primauté de l'objectif de stabilité des prix durent tout de même concéder que la politique menée jusque-là par la Banque nationale avait été tout sauf dogmatique¹⁰⁰. Et le conseiller fédéral Kaspar Villiger de préciser: «La tentative de générer une croissance durable par le biais d'une stimulation monétaire continue s'est soldée par un échec. Elle a été la cause des dérapages inflationnistes que l'on sait, qu'il a fallu corriger au prix d'énormes sacrifices et d'une politique monétaire restrictive. Il serait donc dangereux de donner un tel mandat à la banque centrale.»¹⁰¹ Malgré un débat tout empreint de rhétorique – les procès-verbaux rapportent à de nombreuses reprises l'ambiance de franche bonne humeur qui le caractérisa –, la proposition médiane du Conseil fédéral, très légèrement retouchée, finit par s'imposer¹⁰² à une nette majorité. Cette légère modification avait trait à l'obligation faite à la Banque nationale de prendre également en compte l'évolution conjoncturelle dans la poursuite de l'objectif principal de stabilité des prix. Si, d'après l'avant-projet du groupe d'experts et le projet du Conseil fédéral, la Banque nationale devait «observer» l'évolution de la conjoncture, il lui incombe, dans la version définitive de la loi, d'en «tenir compte».

Après avoir précisé la portée du mandat de la banque centrale, la loi devait également détailler les tâches de la BNS. A cet égard, l'ancienne loi sur la Banque nationale était aussi incomplète qu'imprécise (art. 2, al. 1, aLBN). Dans l'avant-projet, le groupe d'experts avait établi une distinction entre les tâches principales de la BNS, que cette dernière devait exécuter «dans les limites» de l'exercice de son mandat de politique monétaire (approvisionner en liquidités le marché monétaire en francs suisses, garantir l'approvisionnement en numéraire, faciliter et assurer le bon fonctionnement des systèmes de paiement sans numéraire, gérer les réserves monétaires), et ses tâches secondaires et spéciales (participer à la coopération monétaire internationale, fournir des services bancaires à la Confédération)¹⁰³. Dans la suite du processus législatif, la contribution de la Banque nationale à la stabilité du système financier fut ajoutée au nombre des tâches principales de la banque centrale¹⁰⁴.

100 Voir interventions Leuenberger (PS/SO), BO CE (2003), pp. 296s et Strahm (PS/BE), BO CN (2003), p. 1270.

101 BO CE (2003), p. 299.

102 Au Conseil des Etats, les deux propositions de minorités ont été retirées à l'issue des débats, BO CE (2003), p. 300. Au Conseil national, les propositions de minorité ont été balayées respectivement par 96 voix contre 57 et 98 voix contre 61, BO CN (2003), p. 1276.

103 Groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» (2001), art. 5, al. 2, 3 et 4.

104 Message (2002), art. 5, al. 2, let. e.

9.6.4 *L'indépendance et l'obligation de rendre compte*

L'indépendance de la Banque nationale fut énoncée pour la première fois de manière explicite dans la Constitution fédérale de 1999 (art. 99, al. 2, Cst.), mais ce principe demandait lui aussi à être précisé dans la loi. D'un côté, l'indépendance d'une institution ne peut se rapporter qu'à l'exercice d'un mandat concret. Cette exigence fut satisfaite par la définition du mandat de la banque centrale à l'article 5, alinéa 1, de la loi sur la Banque nationale et par l'énumération de ses tâches principales, secondaires et spéciales aux alinéas 2 à 4, qui ont rendu les activités de la BNS plus concrètes. D'un autre côté, la loi devait déterminer la portée matérielle de l'indépendance de la Banque nationale et en définir la contrepartie: l'obligation de rendre compte, dont les modalités devaient également être fixées dans la loi¹⁰⁵.

Le groupe d'experts mit en évidence – conformément à la doctrine¹⁰⁶ – quatre aspects de l'indépendance d'une banque centrale: son indépendance fonctionnelle, son indépendance institutionnelle, son indépendance financière et l'indépendance des membres de son organe de direction¹⁰⁷. L'indépendance fonctionnelle de la banque centrale suppose qu'elle exerce son mandat sans recevoir de directives ou d'instructions du gouvernement ou du Parlement (art. 6 LBN). La loi ne garantit cependant l'indépendance fonctionnelle de la BNS que dans l'accomplissement de son mandat de politique monétaire (tâches principales), et non dans l'exercice de ses tâches secondaires et spéciales. Son indépendance institutionnelle s'exprime à travers son statut de société anonyme instituée par une loi spéciale, qui lui confère la personnalité juridique (10.1). Son indépendance financière comporte deux aspects: l'interdiction formelle qui lui est faite d'accorder directement des crédits à l'Etat et son autonomie budgétaire. Le premier aspect figure textuellement à l'article 11, alinéa 2, LBN, alors que l'autonomie budgétaire découle également de l'organisation de la Banque nationale en tant que société anonyme instituée par une loi spéciale. Enfin, l'indépendance des membres de son organe de direction, quatrième pilier de l'indépendance d'une banque centrale, est garantie par la nomination des membres de cet organe pour un mandat d'une durée déterminée, qui ne peut être révoqué qu'en présence de motifs précis¹⁰⁸. Ce volet de l'indépendance est le seul qui figurait déjà dans l'ancienne loi sur la Banque nationale. La règle qui permettait au Conseil fédéral de destituer les membres de la Direction générale à tout moment «par une décision motivée»

105 Principe d'*accountable independence*, voir Lastra (1996), pp. 49ss.

106 Lastra (1992), pp. 482ss.

107 Groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» (2001), pp. 10ss. Message (2002), p. 5742.

108 Message (2002), pp. 5657ss.

(art. 60 aLBN) était toutefois de nature discrétionnaire et ne répondait pas aux exigences en matière d'indépendance des membres de l'organe de direction. C'est pourquoi la nouvelle loi prévoit explicitement, par analogie avec les statuts de la BCE, que le Conseil fédéral peut révoquer un membre du Conseil de banque ou de la Direction générale qu'il a nommé, ou son suppléant, «s'il ne remplit plus les conditions nécessaires à l'exercice de son mandat ou s'il a commis une faute grave» (art. 41, al. 3, et art. 45, al. 1, LBN¹⁰⁹). A noter que le Conseil fédéral ne peut révoquer les membres de la Direction générale ou leurs remplaçants de sa propre initiative, mais uniquement sur proposition du Conseil de banque.

Lors des débats parlementaires, la gauche tenta – sans succès – de restreindre l'indépendance fonctionnelle de la Banque nationale en proposant une dérogation au principe d'indépendance pour «les objectifs visés à long terme par le Parlement en matière de stabilité des prix et de plein emploi»¹¹⁰. Mais le droit du Conseil fédéral de révoquer un membre de la Direction générale fut beaucoup plus disputé. Aussi bien dans l'avant-projet du groupe d'experts que dans le projet du Conseil fédéral, ce droit ne pouvait être exercé que «sur proposition» du Conseil de banque. Par contre, la commission du Conseil des Etats chargée de l'examen préliminaire ne voulait accorder au Conseil de banque que le droit d'être entendu¹¹¹. Cette conception aurait toutefois constitué une entorse aux normes internationales en matière d'indépendance des membres de l'organe de direction, raison pour laquelle les deux Chambres se rallièrent finalement à la version du Conseil fédéral.

Le corollaire de l'indépendance accordée à la Banque nationale est son obligation de rendre compte. Sur cette question, le rapport du groupe d'experts releva que l'obligation faite à la banque centrale de commenter régulièrement sa politique et de rendre compte de ses décisions donnait une légitimité démocratique à son statut d'institution indépendante et rendait son activité transparente¹¹². La loi distingue trois échelons: l'obligation de rendre compte au Conseil fédéral, à l'Assemblée fédérale et au public (art. 7, al. 1 à 4, LBN). Cette conception ne fut contestée ni lors de la procédure de consultation, ni au cours des débats parlementaires, mais le Conseil des Etats souhaita tout de même durcir quelque peu l'obligation de rendre compte au Parlement en contraignant la BNS à présenter chaque année un rapport sur l'accomplissement des tâches de politique monétaire à l'Assemblée fédérale (art. 7, al. 2,

109 Statuts SEBC (1992), art. 11.4.

110 BO CN (2003), p. 1276.

111 BO CE (2003), pp. 308s.

112 Groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» (2001), pp. 12s.

LBN). Ce rapport s'ajoute aux rencontres régulières entre la BNS et les commissions compétentes du Parlement, à l'occasion desquelles la Direction générale fait le point sur la situation économique et expose sa politique monétaire.

9.6.5 *Les instruments opérationnels*

La réglementation légale des instruments opérationnels nécessitait également une réforme en profondeur. L'ancienne loi sur la Banque nationale énumérait de manière exhaustive les différents types d'opérations que la BNS était autorisée à pratiquer pour remplir son mandat. Cette approche, héritée de la première loi sur la Banque nationale de 1905, visait d'abord à éviter que la BNS ne concurrence les banques commerciales¹¹³, puis à s'assurer qu'elle n'effectue que des opérations répondant à de sévères critères de sécurité et de liquidité¹¹⁴. L'inconvénient majeur de cette conception pour le moins rigide, qui limitait les opérations de la Banque aux catégories énumérées dans la loi, était que la BNS devait s'engager régulièrement dans de longues procédures législatives pour pouvoir s'adapter à des marchés financiers en développement rapide et recourir à de nouveaux instruments financiers. C'est ainsi que l'autorisation de conclure des contrats à terme sur devises, devenus essentiels dans la conduite de la politique monétaire, ne fut accordée à la BNS qu'en 1971 sous forme d'un arrêté fédéral urgent¹¹⁵ et qu'elle ne fut inscrite dans le droit ordinaire qu'en 1976 par le biais d'une révision partielle de l'article 14, alinéa 3, de la loi sur la Banque nationale¹¹⁶. Par la révision du 15 décembre 1978¹¹⁷, le législateur avait encore prolongé à douze mois l'échéance maximale des autres avoirs sur l'étranger (art. 14, ch. 3, aLBN) et étendu une nouvelle fois la portée des opérations d'*open market* de la BNS (art. 14, ch. 2 et 2^{bis}, aLBN). Une nouvelle catégorie d'opérations avait également été créée à l'occasion de cette révision, à savoir l'achat et la vente de moyens de paiement internationaux (art. 14, ch. 14, aLBN). Une autre révision partielle, du 20 juin 1997 celle-là, avait pour objectif premier d'offrir une plus grande souplesse à la BNS en matière de placement de ses réserves monétaires et d'améliorer la rentabilité de ses placements¹¹⁸. A cette fin, elle avait créé une base légale autorisant la Banque nationale à recourir aux pensions de titres (repos), aux prêts d'or et aux produits dérivés pour la gestion des risques. En tout état de cause, cette

113 Groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» (2001), p. 34, note 112.

114 Groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» (2001), p. 34. Message (2002), p. 5681.

115 RO 1971 960.

116 RO 1976 1460.

117 Message (1978), p. 819.

118 RO 1997 2252. Message (1997), p. 867.

énumération exhaustive limitait la marge de manœuvre de la BNS et la privait des moyens dont elle aurait eu besoin pour pouvoir réagir rapidement à une situation exceptionnelle. Sous l'empire de cette loi, il aurait par exemple fallu recourir au droit d'urgence pour que, dans sa fonction de «prêteur ultime», la Banque nationale puisse fournir des liquidités à une banque en crise contre des sûretés autres que celles prévues à l'article 14 de la loi.

La nouvelle loi fait donc table rase de ce catalogue des opérations que la BNS est autorisée à pratiquer et se limite à décrire un cadre opérationnel suffisamment ample, fondé sur les tâches de la banque centrale¹¹⁹. Cette marge de manœuvre est fixée à l'article 9 LBN, qui s'inspire en partie des statuts de la BCE¹²⁰. Selon cette disposition, la Banque nationale est autorisée à tenir des comptes et à accepter des actifs en dépôt, à ouvrir elle-même des comptes auprès d'établissements financiers, à acheter et vendre de même qu'à prêter et emprunter des créances et des effets ainsi que des métaux précieux et des créances en métaux précieux, à émettre et racheter ses propres bons, à émettre des produits dérivés et enfin à effectuer des opérations de crédit avec des banques et d'autres intervenants sur les marchés financiers. Dans l'ancien catalogue des opérations de la BNS, le principe d'éligibilité des garanties était essentiel. La nouvelle loi a commué ce principe en cadre fonctionnel: toutes les garanties qui peuvent être qualifiées de «suffisantes» sont admissibles (art. 9, al. 1, let. e, LBN). De la sorte, la Banque nationale dispose de la liberté nécessaire pour demeurer constamment en phase avec l'évolution des marchés financiers¹²¹.

Cette description souple et fonctionnelle présente toutefois le défaut de manquer de transparence. La Banque nationale a donc édicté des directives générales sur ses instruments de politique monétaire (du 25 mars 2004) et sur la politique de placement (du 27 mai 2004), afin de clarifier, tant vis-à-vis de l'extérieur que d'elle-même, de quelle manière elle s'acquitte concrètement de ses tâches dans le cadre défini par la loi. Ces directives appartiennent à une nouvelle catégorie de normes qui ne sont pas absolument contraignantes sur le plan juridique et qui peuvent être modifiées rapidement. Les directives générales sur les instruments de politique monétaire précisent à quelles conditions la BNS conclut des opérations et détaillent les procédures à observer. Elles indiquent également les garanties que la Banque nationale accepte dans les opérations conclues avec elle et décrivent en particulier les instruments

119 Groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» (2001), p. 38. Message (2002), p. 5683 et p. 5746.

120 Statuts SEBC (1992), art. 17 et 18.

121 Klauser (2001), pp. 36ss.

ordinaires de la politique monétaire (opérations principales de financement et opérations destinées à absorber des liquidités, opérations de réglage fin, facilités intrajournalières, facilités pour resserrements de liquidités). Elles signalent en outre les instruments utilisés dans des situations exceptionnelles. La Banque nationale y mentionne notamment pour la première fois dans un document officiel les aides extraordinaires qu'elle accorde sous forme de liquidités dans sa fonction de prêteur ultime. Les annexes comportent enfin des détails techniques sur les différents types de facilités et sur la composition des paniers repos. De la même manière, les directives générales sur la politique de placement précisent le cadre dans lequel la BNS peut investir ses actifs. Elles énoncent en particulier les principes de la politique de placement et déterminent les instruments de placement ainsi que les processus à suivre en matière de placement et de contrôle des risques.

9.6.6 *Les instruments relevant de la puissance publique*

A l'instar du catalogue des moyens d'action opérationnels de la BNS, celui des instruments relevant de la puissance publique était désespérément suranné. Les moyens d'action prévus dans la loi de 1953 étaient constitués des réserves minimales obligatoires (art. 16a à 16f aLBN), du contrôle des émissions (art. 16g et 16h aLBN) et du contrôle des fonds en provenance de l'étranger (art. 16i aLBN). Deux autres moyens d'action de même nature trouvaient leur fondement légal dans la loi sur les banques (LB). L'article 8 permettait à la BNS d'instaurer un régime d'autorisation pour les exportations de capitaux effectuées par les banques. La compétence de la BNS pour collecter des informations statistiques auprès des banques était elle aussi prévue par la loi sur les banques et se fondait par ailleurs sur des dispositions ponctuelles de la loi sur les fonds de placement et de l'ordonnance de la CFB sur les bourses¹²². Cet éparpillement des instruments relevant de la puissance publique entre plusieurs actes législatifs était dû au fait que le législateur ne disposait que depuis 1978 d'une base constitutionnelle claire en la matière¹²³. Auparavant, lorsque la Banque nationale souhaitait intervenir par d'autres moyens que les instruments opérationnels, elle devait se fonder sur des *gentlemen's agreements* ou sur le droit d'urgence (extraconstitutionnel).

Les experts soumirent cet ensemble d'instruments à un examen approfondi, et leur conclusion fut que toutes les prérogatives relevant de la puissance publique pouvaient être abolies à l'exception de celles touchant aux

122 Art. 7 LB. Art. 64 LFP. Art. 85 OFP. Art. 2, al. 2, OBVM-CFB.

123 Groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» (2001), p. 56.

trois domaines suivants: la collecte de données statistiques, les dispositions – à revoir complètement – relatives aux réserves minimales obligatoires, et une nouvelle compétence de la BNS en matière de surveillance des systèmes de paiement pouvant représenter un risque systémique. Ils relevèrent notamment que le contrôle des émissions était un instrument de politique monétaire superflu, car la complexité et l'intégration des marchés financiers l'avaient rendu inopérant¹²⁴. Ils qualifièrent également d'inutiles les mesures destinées à contrôler les importations de capitaux, en soulignant leur coût élevé pour l'économie. Quant aux mesures destinées à limiter les exportations de capitaux, ils ne purent identifier aucun argument économique en leur faveur¹²⁵. Ce n'est d'ailleurs pas sans raison que la BNS ne recourait plus à ces instruments depuis le début des années quatre-vingt¹²⁶ (4.7.1).

Dans son rapport, le groupe d'experts avait en revanche souligné le rôle central de la collecte de données statistiques pour permettre à la BNS de remplir son mandat de politique monétaire de manière fiable. Cette dernière recueille par ailleurs des informations à des fins prudentielles et pour le compte d'organisations internationales. Il convenait donc de regrouper de façon systématique l'ensemble des bases légales concernant les activités statistiques de la BNS dans la loi sur la Banque nationale, ce que les experts firent dans leur projet en comblant encore un certain nombre de lacunes (art. 14 à 16 LBN). En outre, l'obligation de détenir des réserves minimales (art. 17 et 18 LBN) a été maintenue, quoique entièrement revue. Les réserves minimales sont un instrument classique de la politique de l'institut d'émission, aux finalités multiples: elles permettent en particulier de contrôler le potentiel de création de monnaie par les banques, d'atténuer la volatilité des taux d'intérêt ou de la demande d'argent et d'assurer des liquidités suffisantes. Sous le régime de l'ancienne loi sur la Banque nationale, les réserves minimales avaient valeur d'instrument actif de la politique monétaire, parce qu'elles permettaient à la BNS de se servir de sa puissance publique pour gérer la masse monétaire (art. 16a aLBN). Le groupe d'experts avait qualifié cette conception des réserves minimales d'inopérante et de dommageable. L'instrument est cependant approprié en tant que moyen permettant d'assurer en tout temps une demande minimale de monnaie centrale de la part des banques et de diminuer ainsi la volatilité des taux d'intérêt¹²⁷. Les dispositions de

124 Groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» (2001), pp. 78s. Message (2002), pp. 5707ss.

125 Groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» (2001), pp. 79ss. Message (2002), pp. 5709s.

126 BNS (1982), pp. 153ss.

127 Groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» (2001), p. 72 et pp. 76ss. Message (2002), p. 5703 et p. 5763.

l'ordonnance sur les banques (OB) relatives à la liquidité de caisse, qui remplissaient précédemment cette fonction, devaient par conséquent être abrogées¹²⁸ (4.6.2). Enfin, les experts proposèrent un troisième instrument relevant de la puissance publique, consistant à conférer à la Banque nationale une nouvelle compétence en matière de surveillance des systèmes de paiement qui revêtent de l'importance pour la stabilité du système financier.

Lors de la procédure de consultation, cette approche entièrement nouvelle des instruments relevant de la puissance publique reçut un accueil largement favorable. Certains demandèrent tout de même que l'on précise quelque peu les règles applicables aux réserves minimales, afin de restreindre la marge d'appréciation de la banque centrale. L'élargissement des compétences de la BNS en matière de statistiques ne rencontra pas non plus d'opposition de principe, mais plusieurs établissements financiers attirèrent l'attention sur les coûts qui en résulteraient. Les propositions de mesures concernant la surveillance des systèmes de paiement furent accueillies favorablement, la CFB et l'ASB demandant même qu'elles soient étendues aux systèmes de règlement des opérations sur titres. Un groupe de travail conjoint de la BNS et de la CFB reprit donc les dispositions de l'avant-projet concernant la surveillance systémique et remit ses propositions au Département fédéral des finances, qui les intégra dans le projet du Conseil fédéral¹²⁹ (7.5.4).

Cette matière plutôt technique ne souleva pas les passions du Parlement. La question de la reconnaissance des avoirs en comptes postaux au titre de réserves minimales prit cependant des proportions surprenantes et devint une véritable pomme de discorde. Le groupe d'experts n'avait pas voulu inclure ces avoirs dans les réserves minimales, jugeant que cela n'était pas compatible avec la nouvelle conception envisagée. Mais la Poste exprima la crainte qu'il n'en résulte un reflux des avoirs des banques et, partant, un manque à gagner pour elle. Lors de l'examen parlementaire de cet objet, le Conseil des Etats décida donc, sur proposition d'une majorité de sa commission, que les avoirs en comptes postaux seraient inclus dans les réserves minimales. Tout en admettant que ces avoirs constituaient un corps étranger dans la législation sur la banque centrale, la Chambre des cantons fit valoir que le risque de manque à gagner pour la Poste et les intérêts du service public importaient davantage à ses yeux que la conformité conceptuelle de la définition des réserves minimales¹³⁰. Le Conseil national fut plus vertueux et refusa d'inclure

128 Klauser (2001), pp. 40ss.

129 Message (2002), art. 19 à 21. Kuhn (2004), pp. 89ss.

130 BO CE (2003), pp. 301ss.

les avoirs en comptes postaux dans les réserves minimales. Les Chambres restèrent sur leurs positions lors des deux votes successifs. Ce n'est qu'au jour du vote final que cette divergence put être éliminée dans une conférence de conciliation au cours de laquelle le Conseil des Etats se rallia à la décision du Conseil national et renonça à sa proposition.

La nouvelle loi sur la Banque nationale confère à l'institut d'émission la compétence de fixer par une ordonnance d'exécution les modalités de la collecte des données statistiques, du calcul des réserves minimales et de la surveillance des systèmes de paiement et des systèmes de règlement des opérations sur titres (art. 15, al. 3, art. 17, al. 2, art. 18, al. 1 et art. 20, al. 3, LBN). Il incombe à la Direction générale d'arrêter cette ordonnance, conformément au principe de l'indépendance fonctionnelle de la banque centrale (art. 6 LBN).

9.6.7 *La détermination et la distribution du bénéfice*

La loi de 1953 sur la Banque nationale réglementait la distribution du bénéfice de la BNS de manière exhaustive (art. 39, al. 4, aCst. et art. 27 aLBN), mais ne comportait aucune disposition sur la détermination de ce bénéfice. Cette situation découlait du fait que, sous le système de l'étalon de change-or, les bénéfices de la BNS ne pouvaient être que marginaux (8.1.4). Depuis l'abandon du rattachement du franc à l'or, les réserves monétaires jouaient un rôle nettement plus important en tant qu'élément inspirant la confiance. C'est pour cette raison que la Constitution fédérale de 1999 oblige la Banque nationale à constituer des réserves monétaires suffisantes à partir de ses revenus (art. 99, al. 3, Cst.). Or, le bénéfice qui peut être distribué dépend justement du niveau des provisions que la BNS doit constituer, au moyen de ses revenus, pour renforcer ses réserves monétaires. Les modalités et compétences régissant la détermination des réserves monétaires sont donc primordiales.

Le groupe d'experts avait proposé de déléguer ces compétences à la Direction générale¹³¹ tout en lui imposant, pour limiter sa marge d'appréciation, de «[tenir] compte de l'évolution de l'économie suisse» dans la détermination du niveau des réserves monétaires nécessaires à la conduite de sa politique monétaire. Lors de la procédure de consultation, les cantons avaient suggéré de soumettre la décision de la BNS à l'approbation d'un comité indépendant composé de représentants de la BNS, du Conseil fédéral et des cantons. De leur côté, le PRD, l'UDC et l'ASB avaient mis en garde contre une politisation

131 Groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» (2001), art. 27, al. 1, et art. 43, al. 2.

du processus de détermination du bénéfice. Dans son message, le Conseil fédéral défendit lui aussi le point de vue selon lequel l'approbation du niveau des réserves monétaires par un organe politique n'était pas souhaitable et restreignait de façon inacceptable l'indépendance de la banque centrale¹³². Pour tenir compte des réticences des cantons, il proposa toutefois de confier au Conseil de banque, et non à la Direction générale, la compétence de fixer le niveau des provisions, et donc indirectement celui des réserves monétaires¹³³. Il incomberait cependant toujours à la Direction générale de fixer la composition des réserves monétaires, celle-ci devant parfois être modifiée rapidement en fonction des besoins de la politique monétaire et de l'évolution du marché¹³⁴. Enfin, le projet du Conseil fédéral définit sous une forme un peu plus contraignante (en choisissant la formulation «se fonde sur» plutôt que «tient compte de») la manière dont le Conseil de banque devait prendre en considération l'évolution de l'économie suisse dans la détermination du niveau des provisions¹³⁵.

Le Conseil des Etats adopta la solution du Conseil fédéral sans grande discussion, tandis qu'au Conseil national elle donna lieu à de vifs débats. Une proposition de minorité demanda que la Banque nationale consulte périodiquement le Conseil fédéral au sujet de la détermination du niveau des réserves monétaires nécessaires¹³⁶. L'argument avancé était que, le niveau des réserves monétaires ne pouvant être déterminé scientifiquement, le facteur politique devrait aussi intervenir dans la réflexion. D'autres intervenants proposèrent la création d'un fonds pour la distribution du bénéfice, dans lequel les bénéfices pouvant être distribués seraient versés, et qui serait géré conjointement par la Confédération et les cantons¹³⁷. Ces deux propositions furent balayées par respectivement 103 voix contre 60 et 91 voix contre 55. Le droit de la Banque nationale de déterminer en toute autonomie le niveau des réserves monétaires considérées comme adéquates pour mener la politique monétaire du pays resta donc acquis, et par là son droit de décider elle-même du bénéfice à distribuer.

132 Message (2002), p. 5788.

133 Message (2002), art. 42, al. 2, let. d.

134 Message (2002), art. 46, al. 2, let. b.

135 Message (2002), art. 30, al. 1.

136 BO CN (2003), p. 1281.

137 BO CN (2003), pp. 1286s.

9.6.8 *Le statut juridique et l'organisation*

Le dernier pilier de la réforme avait trait à l'organisation de la BNS. La loi de 1953 sur la Banque nationale, qui n'avait pas apporté de modification fondamentale à l'organisation instituée par la loi de 1905, prévoyait pas moins de sept organes: l'Assemblée générale, le Conseil de banque, le Comité de banque, la Direction générale, la Commission de contrôle et enfin des Comités locaux et des Directions locales. Cette structure était devenue trop lourde et constituait un obstacle à la rapidité des décisions. De plus, le décalage était flagrant entre la réglementation légale et la réalité, s'agissant en particulier des fonctions de surveillance du Conseil de banque et du Comité de banque, de la position de fait des Directions de succursale et des Comités locaux, ainsi que des exigences professionnelles imposées aux membres de la Commission de contrôle.

Le groupe d'experts proposa donc de réduire le nombre des organes à quatre, à savoir l'Assemblée générale, le Conseil de banque, la Direction générale et l'organe de révision¹³⁸. Dans le même temps, le Conseil de banque devrait être ramené à quinze membres, afin qu'il puisse assumer dans de meilleures conditions ses responsabilités en matière de surveillance, d'organisation et de finances. En outre, les conditions d'éligibilité des membres du Conseil de banque devaient être durcies. Les experts proposèrent enfin de remplacer la Commission de contrôle par un véritable organe de révision constitué exclusivement de réviseurs présentant des qualifications professionnelles particulièrement élevées. Par ailleurs, les Directions locales et les Comités locaux, dont la fonction originelle était d'assurer l'approvisionnement en numéraire dans les différentes régions du pays en tenant compte des conditions et des besoins locaux, n'avaient plus leur place parmi les organes de la banque centrale. Globalement, toutes ces mesures visaient le même objectif: simplifier et professionnaliser l'organisation de la BNS (10.2).

Lors de la procédure de consultation, les propositions du groupe d'experts reçurent un accueil largement favorable. La Banque nationale suggéra même de franchir un pas supplémentaire en ramenant le Conseil de banque à onze membres. Dans sa prise de position, elle avait relevé que, dans une assemblée de taille réduite, chaque membre assume une plus grande part de responsabilité dans le processus de décision, qu'il s'identifie mieux avec sa charge et que l'efficacité du groupe s'en trouve renforcée. Cette proposition, que le Conseil fédéral fit sienne dans son projet de loi¹³⁹, transformait le Conseil de

138 Groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» (2001), p. 31.

139 Message (2002), pp. 5797s.

banque en un organe de surveillance actif, à l'efficacité encore renforcée par la création de comités spécialisés (Comité d'audit, Comité des risques, Comité de rémunération, Comité de nomination).

Le point le plus débattu au cours de l'examen parlementaire fut celui de savoir à qui reviendrait la tâche de mener le processus de sélection des candidats en cas de vacance au sein de la Direction générale. Contrairement à l'avant-projet du groupe d'experts et au projet du Conseil fédéral qui prévoyaient tous deux un droit de proposition du Conseil de banque, sans changement par rapport à la pratique antérieure, la commission du Conseil des Etats voulut transformer cette prérogative en simple droit d'audition et placer ainsi le Conseil fédéral à la tête du processus. Son intention était de mettre en évidence le fait que la Direction générale de la BNS assume une tâche publique de premier plan et que, pour cette raison, le gouvernement ne devrait pas être limité dans son choix par l'exercice d'un droit de proposition du Conseil de banque. Par 18 voix contre 13, la Chambre des cantons suivit sa commission¹⁴⁰. Le Conseil national, convaincu du bien-fondé de la réglementation en vigueur, adopta quant à lui la version du Conseil fédéral. Le Conseil des Etats se rallia finalement à cette solution lors de la procédure d'élimination des divergences¹⁴¹.

A l'instar des instruments opérationnels et des moyens d'action relevant de la puissance publique, les détails relatifs à l'organisation de la BNS sont fixés par voie réglementaire, en l'occurrence par le Règlement d'organisation de la Banque nationale, qui est édicté par le Conseil de banque et approuvé par le Conseil fédéral (art. 42, al. 2, let. a, LBN). Ce règlement établit en particulier les structures internes de la BNS, organise le déroulement de l'Assemblée générale et fixe les tâches et activités du Conseil de banque, de la Direction générale et de la Direction générale élargie (art. 1 RdO). Il est complété par les règlements respectifs des quatre Comités du Conseil de banque.

9.6.9 *Appréciation*

La nouvelle loi sur la Banque nationale, qui est entrée en vigueur le 1^{er} mai 2004, a mis un point final à un ambitieux programme de modernisation des bases légales de la BNS. En énonçant un mandat clair pour la banque centrale, en affirmant son indépendance et en la dotant d'instruments adaptés aux conditions actuelles, cette loi remplit tous les critères matériels et formels d'un statut de banque centrale moderne. La réglementation des compétences

¹⁴⁰ BO CE (2003), pp. 308s.

¹⁴¹ BO CN (2003), pp. 1290s. BO CE (2003), p. 790.

en matière de détermination des réserves monétaires protège en outre l'institut d'émission des pressions ou des appétits financiers des milieux politiques. Grâce à ces nouvelles structures, l'organisation de la BNS répond dorénavant aux exigences actuelles en matière de gouvernement d'entreprise.

Il convient encore de souligner à quel point les propositions formulées par le groupe d'experts et par le Conseil fédéral ont pu s'imposer tout au long du processus de réforme. Le débat parlementaire fut marqué par des velléités de renforcer, du moins ponctuellement, le contrôle politique sur la Banque nationale. Mais à l'exception de l'obligation formelle de rendre compte à l'Assemblée fédérale, toutes ces tentatives ont échoué. Il est également intéressant de relever que les rivalités politiques au sujet de l'utilisation des réserves d'or excédentaires de la BNS ont épargné le débat sur la modernisation de la loi sur la Banque nationale. Cela s'explique vraisemblablement par les conditions monétaires de l'époque (taux d'intérêt bas, stabilité relative du cours du franc), qui ont suffi à amadouer bon nombre de parlementaires fédéraux.

Sources

Avant-projet (1995) de nouvelle Constitution fédérale, soumis à la consultation le 26 juin, tiré à part, Chancellerie fédérale, Berne; ABNS.

BNS, 93^e rapport de gestion 2000, Bibliothèque de la BNS, Zurich.

BNS, procès-verbal de l'Assemblée générale (2006), procès-verbal de la 98^e Assemblée générale des actionnaires de la BNS, 28 avril; ABNS.

BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (diverses années), ABNS.

BO, Bulletin officiel de l'Assemblée fédérale (diverses années).

FF, Feuille fédérale (diverses années).

Groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» (1997), «Nouvel article constitutionnel sur la monnaie», rapport du 24 octobre, Berne; Bibliothèque de la BNS, Zurich.

Groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» (1998), «Rapport explicatif concernant une loi fédérale sur l'unité monétaire et les moyens de paiement (LUMMP)», du 3 novembre, Berne; Bibliothèque de la BNS, Zurich.

Groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» (2001), «Nouvelle loi sur la Banque nationale», rapport et projet du 16 mars, projet mis en consultation, [Berne]; Bibliothèque de la BNS, Zurich.

Message (1948) concernant la révision de l'article 39 de la Constitution relatif à la Banque nationale, du 5 novembre, FF 1948 III 709–720.

Message (1978) concernant la révision de la loi sur la Banque nationale, du 27 février, FF 1978 I 757–839.

Message (1996) relatif à une nouvelle Constitution fédérale, du 20 novembre, FF 1997 I 1–653.

Message (1997) relatif à la révision de la loi sur la Banque nationale, du 17 mars, FF 1997 II 866–899.

Message (1998) concernant un nouvel article constitutionnel sur la monnaie, du 27 mai, FF 1998 3485–3559.

Message (1999) concernant une loi fédérale sur l'unité monétaire et les moyens de paiement (LUMMP), du 26 mai, FF 1999 6536–6564.

Message (2000) concernant l'utilisation des réserves d'or et une loi fédérale sur la Fondation Suisse solidaire, du 17 mai, FF 2000 3664–3703.

Message (2001) relatif à l'initiative populaire «pour le versement au fonds AVS des réserves d'or excédentaires de la Banque nationale suisse (Initiative sur l'or)», du 28 février, FF 2001 1311–1329.

Message (2002) concernant la révision de la loi sur la Banque nationale, du 26 juin, FF 2002 5645–5856.

Message (2003) concernant l'utilisation de 1300 tonnes d'or de la Banque nationale suisse et l'initiative populaire «Bénéfices de la Banque nationale pour l'AVS», du 20 août, FF 2003 5597–5639.

RO, Recueil officiel du droit fédéral (diverses années).

Statuts SEBC (1992), protocole du 7 février 1992 sur les statuts du Système européen de banques centrales et de la Banque centrale européenne, <http://www.europa.eu.int/eur-lex/fr/treaties/selected/livre324.html>.

Bibliographie

- Alesina, A. et L. Summers (1993), «Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence», dans *Journal for Money, Credit and Banking*, 25 (2), pp. 151–162.
- BNS (1957), *Banque nationale suisse 1907–1957*, Zurich.
- BNS (1982), *75e anniversaire – Banque nationale suisse – Les années 1957 à 1982*, Editions 24 Heures, Lausanne.
- Buomberger, P. (1997), «Sind Währungsreserven unantastbar? Was die Nationalbank braucht – und was sie abgeben kann», dans *Neue Zürcher Zeitung*, n° 176 du 2 août, p. 23.
- Giovanolli, M. (1993), «Bargeld, Buchgeld, Zentralbankgeld: Einheit oder Vielfalt im Geldbegriff?», dans B. Gehrig et I. Schwander (éd.), *Banken und Bankrecht im Wandel*, Festschrift für Beat Kleiner, Schulthess, Zurich, pp. 87–124.
- Giovanolli, M. (1997), «Vers l'abolition du principe constitutionnel de la stabilité monétaire?», dans B. Knapp et X. Oberson (éd.), *Problèmes actuels de droit économique*, mélanges en l'honneur du professeur Charles-André Junod, Helbing&Lichtenhahn, Bâle, pp. 111–133.
- Gold, J. (1982), «Developments in the International Monetary System, the International Monetary Fund and International Monetary Law since 1971», dans *Recueil des cours de l'Académie de droit international de la Haye*, 174 (1), Nijhoff, Dordrecht, pp. 111–365.
- Heise, A. (1992), «Geldpolitik im Disput», dans *Konjunkturpolitik*, 38 (4), p. 175–194.
- Hildebrand, P. M. et T. J. Jordan (2005), «Eine Transaktion von historischem Ausmass, Details zur Ausschüttung der Golderlöse der Nationalbank», dans *Neue Zürcher Zeitung*, n° 82 du 9 avril, p. 29.
- Junod, C.-A. (1988), «Kommentar zu Art. 38/39 BV», dans J.-F. Aubert, K. Eichenberger, J.-P. Müller, R. A. Rhinow et D. Schindler (éd.), *Kommentar zur Bundesverfassung der Schweizerische Eidgenossenschaft vom 29. Mai 1874*, Helbing&Lichtenhahn, Bâle, pp. 1–31.
- Klauser, P. (1997a), «Geld und Gold: Zur Reform der schweizerischen Währungsverfassung», dans P. Nobel (éd.), *Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz*, 5, Stämpfli, Berne, pp. 15–40.
- Klauser, P. (1997b), «Wie sichert der Staat die Geldwertstabilität? Gedanken zur Reform der Geldverfassung», dans B. Knapp et X. Oberson (éd.), *Problèmes actuels de droit économique*, mélanges en l'honneur du professeur Charles-André Junod, Helbing&Lichtenhahn, Bâle, pp. 185–211.
- Klauser, P. (2000), «Das neue Währungs- und Zahlungsmittelgesetz (WZG)», dans P. Nobel (éd.), *Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz*, 8, Stämpfli, Berne, pp. 15–34.
- Klauser, P. (2001), «Der Expertenentwurf zur Totalrevision des Nationalbankgesetzes – Erneuerte Zentralbankinstrumente», dans P. Nobel (éd.), *Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz*, 10, Stämpfli, Berne, pp. 21–55.
- Kuhn, H. (2004), «Die Systemüberwachung im Rahmen der Revision des Nationalbankgesetzes», dans P. Nobel (éd.), *Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz*, 11, Stämpfli, Berne, pp. 89–104.
- Lastra, R. M. (1992), «The Independence of the European System of Central Banks», dans *Harvard International Law Journal*, 33 (2), pp. 475–519.
- Lastra, R. M. (1996), *Central Banking and Banking Regulation*, Financial Markets Group, London School of Economics and Political Science, Londres.

Lusser, M. (1996), «Auf dem Weg zu einer neuen schweizerischen Geldverfassung – Preisstabilität und Unabhängigkeit: die Anker der Notenbank», dans *Monnaie et conjoncture*, bulletin trimestriel de la BNS, 14 (2), pp. 155–162.

NZZ (2006a), fon [K.Fontana], «Eidgenössische Abstimmung vom 24 September 2006: Breit abgestützte Kampfansage», dans *Neue Zürcher Zeitung*, n° 124 du 31 mai, p. 13.

NZZ (2006b), «Die KOSA-Initiative schürt gefährliche Illusionen», un entretien avec Jean-Pierre Roth, président de la Direction générale de la BNS, dans *Neue Zürcher Zeitung*, n° 203 des 2/3 septembre, p. 29.

Richli, P. (1988), «Zur internationalen Verflechtung der schweizerischen Währungsordnung», dans *Zeitschrift des Bernischen Juristenvereins (ZBJV)* 124^{bis}, Festgabe zum Schweizerischen Juristentag 1988, Stämpfli, Berne, pp. 339–362.

Roth, J.-P. (2006), remarques introductives à la conférence de presse du 15 juin, p. 6; Bibliothèque de la BNS.

Schar-Schuppisser, M. (1989), *Standardwertseinheit, Währung, Geld*, Grammata, Genève.

Schürmann, L. (1980), *La loi sur la Banque nationale et ses dispositions d'exécution. Commentaire et textes*, Stämpfli, Berne.

Strahm, R. (1997), «Die Solidaritätsstiftung wird zu einer Totgeburt», dans *Service de presse du PS*, du 26 septembre.

von Ungern-Sternberg, T. (1996), «The Swiss National Bank and Seignorage», dans *Cahiers de recherches économiques* du DEEP, 9601, Département d'économétrie et d'économie politique, Ecole des HEC, Université de Lausanne.

10 L'entreprise Banque nationale

10.1 Une société anonyme instituée par une loi spéciale

DANIEL HÜBSCHER ET HANS KUHN

10.1.1 Introduction

A l'origine, l'émission des billets de banque était le fait de banques privées qui pratiquaient cette activité en vertu du droit privé. C'est la raison pour laquelle de nombreuses banques d'émission fondées aux XVIII^e et XIX^e siècles se trouvaient en mains privées et exerçaient parallèlement le métier de banque commerciale¹. Ce n'est qu'au cours de la seconde moitié du XIX^e siècle que leurs tâches publiques commencèrent à prendre le dessus. La maximisation des bénéfices disparut progressivement de leurs objectifs prioritaires, et elles aspirèrent à moins de concurrence avec les autres banques². Ce processus de transformation des banques d'émission en institutions publiques trouva son épilogue au XX^e siècle avec l'étatisation de diverses banques centrales³.

La Banque nationale présente aujourd'hui encore ce caractère mixte, à mi-chemin entre une banque d'Etat et une banque privée, puisqu'elle est organisée sous forme d'une société anonyme instituée par une loi spéciale et compte un nombre respectable de particuliers parmi ses actionnaires. Le législateur de 1905 l'avait autorisée à contracter certaines opérations avec le public, tout en la chargeant de s'occuper des affaires bancaires de la Confédération. L'organisation fortement décentralisée de la BNS était essentiellement axée sur le trafic des paiements, qu'elle était tenue d'assurer pour le compte de l'Etat fédéral, ainsi que sur les opérations sur titres qui, à l'époque, constituaient l'instrument principal de la politique monétaire (1.3). L'organisation fonctionnelle de la nouvelle banque d'émission fut sacrifiée sur l'autel du fédéralisme, qui réclamait alors un ancrage régional de l'établissement. Il en découla une multiplication d'organes de gestion et de surveillance répartis sur l'ensemble du territoire. Cette structure, reflet d'une Suisse caractéristique de la fin du XIX^e siècle, resta pratiquement inchangée des décennies durant.

Ce n'est qu'à partir des années septante que l'organisation de la BNS commença à être remise en cause. Le processus de réflexion aboutit, en 2003,

1 Goodhart (1988), pp. 9ss. Goodhart, Capie et Schnadt (1994), pp. 4ss.

2 Goodhart (1988), p. 9.

3 Goodhart, Capie et Schnadt (1994), p. 23.

à l'adoption d'une nouvelle loi sur la Banque nationale (LBN) qui, si elle ne touche pas à son statut juridique de société anonyme instituée par une loi spéciale, n'en réforme pas moins les compétences des différents organes de gestion et de surveillance en les alignant sur les nouvelles normes en matière de gouvernement d'entreprise (10.2). La Direction générale avait cependant commencé bien avant à centraliser les activités de la Banque (10.3), cessant notamment toute opération avec le public et réorganisant aussi ses relations bancaires avec la Confédération (10.4).

10.1.2 Un statut mixte entre banque d'Etat et banque privée

Durant les années qui suivirent l'adoption de l'article constitutionnel sur la banque centrale dans sa version de 1891, la question du statut juridique de la future banque d'émission de la Confédération fut âprement débattue, ce qui retarda considérablement la création de la Banque nationale. Le premier projet du Conseil fédéral, qui proposait une banque d'Etat, fut repoussé en votation populaire le 28 février 1897. Un deuxième projet prévoyant la création d'une banque d'émission privée, contrôlée par l'Etat, fut présenté le 24 mars 1899, mais il échoua à l'été 1901 devant le désaccord des deux Chambres sur la question du siège du futur établissement. La troisième tentative fut la bonne: en 1904, le Conseil fédéral proposa une banque centrale mêlant des éléments de droit privé et de droit public, ce qui ouvrit la voie à l'adoption de la loi sur la Banque nationale suisse par l'Assemblée fédérale, le 6 octobre 1905, et déboucha en 1907 sur la création de la BNS sous forme d'une société anonyme régie par une loi spéciale et administrée avec le concours et sous le contrôle de la Confédération⁴. La loi réservait aux cantons les deux cinquièmes du capital social de 50 millions de francs, répartis proportionnellement à leur population, et un cinquième aux anciennes banques d'émission, proportionnellement à leur émission effective de billets. Le solde devait être mis en souscription publique. L'opération connut un succès retentissant, puisque le montant souscrit par les particuliers couvrait plus de trois fois le capital disponible⁵. Peu après le début de l'activité de la banque centrale, son actionnariat se composait de 23 cantons et demi-cantons, de 33 banques cantonales et banques d'émission et de plus de 10 000 particuliers; la loi excluait la Confédération de l'actionnariat. L'entrée en Bourse de la Banque nationale fut la suite logique de cette large diffusion du titre dans le public, et c'est ainsi que dès 1907, l'action de la BNS fut cotée aux Bourses de Bâle, Berne, Genève, Neuchâtel et Zurich.

4 BNS (1932), pp. 10ss.

5 BNS (1932), p. 40.

En raison de son statut juridique, la Banque nationale présente donc «le double caractère d'une banque privée et d'une banque d'Etat»⁶. Le statut juridique des actionnaires s'en ressent tout particulièrement, avec des différences fondamentales par rapport à ceux des autres sociétés cotées. Néanmoins, durant le premier siècle d'existence de la BNS, cette structure de société anonyme instituée par une loi spéciale, avec des actionnaires de droit public et du secteur privé ainsi que des titres cotés en Bourse, se révéla appropriée dans la plupart des situations. Après réexamen, elle fut d'ailleurs reconduite dans le cadre de la révision totale de la loi sur la Banque nationale mise sous toit en 2003. L'éventualité d'exclure les particuliers avait aussi été envisagée, pour être finalement repoussée.

10.1.3 Le statut juridique particulier des actionnaires

Au vu des rivalités qui présidèrent à la création de la banque centrale helvétique, nul ne s'étonnera que la formule législative finalement trouvée présente toutes les caractéristiques d'un compromis politique⁷. Ainsi la Banque nationale est-elle constituée sous forme d'une société anonyme en vertu d'une loi spéciale, la loi sur la Banque nationale, qui revêt la même fonction que les statuts d'une société anonyme ordinaire et définit notamment la raison sociale, les sièges, le but social et l'organisation interne de la Banque. Le droit ordinaire de la société anonyme, autrement dit le code des obligations (CO), lui est applicable, à moins que la loi sur la Banque nationale n'en dispose autrement (art. 2 LBN). Que la Banque nationale soit régie en partie par des règles de droit privé ne change cependant rien au fait qu'en qualité de banque centrale de la Suisse elle exerce des tâches publiques pour le compte de la Confédération. La nature publique de son but social transparaît dans sa structure interne⁸.

La coexistence d'éléments de droit privé et de droit public a pour effet de restreindre considérablement l'étendue des droits patrimoniaux et sociaux des actionnaires de la BNS. Leurs droits patrimoniaux sont réduits au droit à un dividende, fixé légalement à 6% au maximum du capital-actions (art. 31, al. 1, LBN). La loi ne limite pas le droit de souscription des actionnaires en cas d'augmentation du capital-actions (art. 2 LBN; art. 652b CO), mais ce droit est purement théorique dans la mesure où le capital-actions de la BNS ne joue plus aucun rôle depuis fort longtemps. En cas de liquidation de la Banque,

6 Message (1904), p. 435.

7 Groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» (2001), pp. 15s.

8 BNS (1957), p. 314.

éventualité prévue par la loi (art. 32, al. 1, LBN), les actionnaires ne participeraient pas à la totalité du produit de la liquidation: la loi leur réserve en effet un montant correspondant à la valeur nominale de leurs actions et à un «intérêt équitable» pour la période postérieure à l'entrée en vigueur de la décision de liquidation (art. 32, al. 2, LBN). La loi précise encore que le solde du patrimoine serait attribué à la nouvelle banque centrale et que les actionnaires n'auraient aucun autre droit sur le patrimoine de la Banque nationale.

En écho à la position prépondérante de la Confédération qui découle de ses droits constitutionnels en matière de concours et de surveillance dans l'administration de la Banque (art. 99, al. 2, Cst.), la loi sur la Banque nationale restreint les droits sociaux des actionnaires et les attributions de l'Assemblée générale. Elle limite par exemple le droit de vote des actionnaires du secteur privé (art. 26, al. 1 et 2, LBN) et n'attribue à l'Assemblée générale que le droit d'élire une minorité des membres du Conseil de banque ainsi que l'organe de révision. En outre, l'Assemblée générale approuve le rapport annuel et les comptes annuels (art. 36, let. c, LBN), mais uniquement après que le Conseil fédéral en a fait autant. Son pouvoir de décision en matière d'affectation du bénéfice net (art. 36, let. d, LBN) est sans importance sur le plan matériel, dans la mesure où le mode de répartition du bénéfice est réglé dans la loi (art. 31, al. 2 et 3, LBN).

Sous un angle purement économique, ces restrictions des droits patrimoniaux et sociaux des actionnaires ont pour effet que l'action de la BNS a des propriétés qui l'assimilent plus à une obligation perpétuelle qu'à un titre de participation. Le dividende étant limité par la loi, il ne dépend pas de la marche des affaires et présente en fait toutes les caractéristiques d'un coupon obligataire. Le cours de l'action de la BNS devrait donc évoluer de manière semblable à celui d'une obligation, autrement dit augmenter en cas de baisse probable du niveau des taux d'intérêt et diminuer dans la situation inverse. Par ailleurs, les prévisions quant au déroulement futur des affaires de la Banque ne devraient jouer aucun rôle dans la formation du prix de l'action, puisqu'une insolvabilité de la BNS, qui détient le monopole de l'émission des billets de banque, est techniquement impossible. Pourtant, dans les années nonante, après avoir fluctué entre 450 et 700 francs environ pendant de nombreuses années, le cours de l'action⁹ de la BNS a connu des pressions spéculatives qui l'ont propulsé jusqu'à 2645 francs en 1997. L'envolée avait été

9 Lors de la révision de 2003 de la loi sur la Banque nationale, le capital-actions a été réduit à 25 millions de francs par abandon du non-versé (art. 57, al. 1, LBN). Avant l'entrée en vigueur de cette modification, soit début mai 2004, il fallait donc déduire un montant de 250 francs du cours de l'action à la cote.

déclenchée par les affirmations des médias qui avaient laissé entendre que, d'une manière ou d'une autre, les actionnaires pourraient se voir attribuer une part du bénéfice issu de la réévaluation du stock d'or, et cela en dépit du libellé on ne peut plus limpide de l'ancienne loi sur la Banque nationale (art. 68, al. 1, aLBN; art. 32, al. 2, LBN). Cet espoir ayant été déçu, l'action avait d'abord dégringolé à 750 francs, son cours moyen de l'année 2000, avant de s'envoler vers de nouveaux sommets en 2001, dépassant parfois les 1000 francs.

Indépendamment de ces anomalies du cours de l'action, la composition de l'actionnariat de la Banque nationale est demeurée remarquablement stable au fil du temps. Depuis la fondation de la Banque, les cantons détiennent environ 39% du capital-actions. Le nombre des banques cantonales et des banques d'émission possédant des actions de la BNS a passé de 33 à 24, et leur participation de 16,7% à 14,5%. D'autres corporations de droit public font partie de l'actionnariat de la BNS depuis 1952. Il s'agit pour l'essentiel de villes et de communes ainsi que de fondations, de fonds, de compagnies d'assurances et de caisses de pension de droit public. Leur nombre a varié entre 30 et 58, et leur participation au capital-actions a dépassé la barre des 6% en 1990, avant de redescendre à 1%. Quant aux actionnaires du secteur privé, dont le nombre était supérieur à 10 000 peu après le début de l'activité de la Banque, ils n'étaient qu'un peu plus de 2000 à fin 2006. Et même si, aujourd'hui, ils détiennent en moyenne davantage d'actions qu'hier, à savoir quatorze par actionnaire contre quatre à l'origine, leur part au capital-actions a passé de 45% à près de 32%. Il faut encore relever que depuis le début des années nonante l'actionnariat du secteur privé compte également des étrangers, dont la participation se monte à environ 6%. Les 14% restants sont des actions dont les demandes de transfert étaient en suspens ou attendues.

10.1.4 Réexamen et confirmation du statut juridique de l'institut d'émission

Au départ, le choix du statut de société anonyme fondée sur une loi spéciale avait été dicté à la fois par des raisons pratiques et des considérations de principe. La première entre toutes était très clairement qu'une banque centrale organisée en vertu du droit privé serait mieux à même de défendre son indépendance dans la conduite de la politique monétaire. «Les influences politiques ne peuvent être que nuisibles lorsqu'il s'agit de la solution de questions purement économiques et, selon toute probabilité, ces influences se feraient plus facilement sentir sur la banque d'Etat.»¹⁰ expliquait le Conseil fédéral en 1890. Une autre raison invoquée lors de la création de la BNS était

¹⁰ Message (1890), p. 11.

qu'en cas d'occupation de la Suisse, le patrimoine d'une banque centrale ayant un statut privé serait inviolable, car le droit des gens protège la propriété privée, tandis que celui d'une banque d'Etat pourrait être confisqué comme butin de guerre¹¹. D'un point de vue pratique, la forme juridique de la société anonyme permettrait surtout d'indemniser plus facilement les cantons et les anciens instituts d'émission en leur offrant une participation dans la nouvelle banque centrale. Enfin, en instituant une société anonyme, la Confédération pouvait exclure tout risque de perte¹².

A la fin du XX^e siècle, toutes ces raisons étaient devenues obsolètes et le groupe d'experts chargé de préparer la révision totale de la loi sur la Banque nationale se pencha également sur la question de l'organisation de la BNS en société anonyme en vertu d'une loi spéciale. Dans son rapport du 16 mars 2001, il avait conclu que le statut de société anonyme était l'un des éléments prépondérants de l'indépendance de la Banque nationale et qu'il avait fait ses preuves¹³. Dans leur grande majorité, les avis émis lors de la consultation concernant la révision de la loi étaient d'ailleurs favorables au maintien de cette structure. Seule l'Union syndicale suisse aurait souhaité voir la Banque nationale transformée en établissement de droit public, arguant que le statut de société anonyme n'était nécessaire ni d'un point de vue économique, ni d'un point de vue politique. Dans son message du 26 juin 2002, le Conseil fédéral reconnut qu'il serait certes possible de réaliser l'indépendance fonctionnelle, financière et institutionnelle de la BNS ainsi que l'indépendance des dirigeants sous la forme juridique d'un établissement¹⁴, ajoutant que la véritable autonomie, c'est-à-dire la liberté de décision dont jouit un établissement, est définie concrètement dans les bases juridiques qui lui sont applicables, et que de ce point de vue chaque établissement peut être différent. L'avantage de la forme juridique de la société anonyme est que les voies de décision qui sont les siennes lui sont par principe tracées d'avance en ce qui concerne l'administration et la gestion des affaires. Tout droit d'intervention concédé à une autorité externe constitue une exception à cette règle et doit à ce titre faire l'objet d'une réglementation explicite dans la loi, non sans avoir été dûment justifiée au préalable. Et plus loin: «L'organisation en société anonyme est en effet propre à incarner l'indépendance de l'institution. Cette forme juridique est la mieux adaptée pour assurer que les décisions sont prises en toute indépendance et pour protéger la fortune de la banque centrale contre une utilisation par l'Etat

11 Message (1894), pp. 128ss. Message (1890), p. 12.

12 Message (1890), p. 12.

13 Groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» (2001), p. 16.

14 Message (2002), p. 5674.

à des fins non conformes à sa mission.»¹⁵ Lors des débats parlementaires, la question de la structure juridique ne fut abordée qu'au Conseil des Etats, où un député demanda pour quelle raison la nouvelle loi s'en tenait à cette forme juridique traditionnelle, alors que la nature de la BNS était plus proche de celle d'une corporation de droit public. Le conseiller fédéral Villiger lui avait alors répondu que ce statut juridique renforçait l'indépendance institutionnelle et financière de la Banque nationale, et que les actionnaires du secteur privé étaient aussi «un moyen, certes limité, pour renforcer les liens entre cette société et la population». Il avait ajouté qu'il fallait cependant «particulièrement aimer cette action, car le dividende est modeste, et il ne se produira certainement jamais une prise de contrôle permettant d'espérer une quelconque plus-value»¹⁶.

Lors de la consultation, certaines prises de position avaient suggéré de maintenir le statut de société anonyme instituée par une loi spéciale, mais de restreindre le cercle des actionnaires aux seuls cantons. Après un examen approfondi de la question, cette proposition fut jugée inopportune à la fois pour des raisons pratiques et des considérations de fond. La Banque des Règlements Internationaux (BRI) avait fait le choix contraire peu auparavant, en excluant en 2001 ses actionnaires du secteur privé et en restreignant son actionnariat aux seules banques centrales. Le litige concernant l'indemnisation des actionnaires de la BRI s'était terminé devant le tribunal arbitral, illustrant de manière on ne peut plus saisissante combien il est difficile de déterminer objectivement la valeur du titre d'une banque centrale. De plus, en cas d'exclusion de l'actionnariat du secteur privé, une participation de la Confédération aurait très certainement été proposée. Or, une telle participation aurait rompu l'équilibre existant entre droits de propriété, droits patrimoniaux, droits sociaux et droits de contrôle.

La révision de la loi sur la Banque nationale a eu tout de même quelques incidences pour les actionnaires, mais de nature secondaire seulement. En 1907, le capital-actions de 50 millions de francs n'avait été libéré que pour moitié. Etant donné que, du point de vue économique, ce capital ne jouait plus aucun rôle depuis des lustres, les promoteurs de la révision de la loi sur la Banque nationale proposèrent de renoncer au capital non versé et de ramener le capital-actions à 25 millions. Cette opération n'eut aucun effet patrimonial pour les actionnaires. Par ailleurs, la nouvelle loi sur la Banque nationale créait les bases qui allaient permettre de franchir un pas supplémentaire en

¹⁵ Message (2002), p. 5675.

¹⁶ BO CE (2003), p. 295.

direction de la dématérialisation de l'action de la BNS. La première étape de ce processus avait été l'émission, en 1988, de certificats à usage unique en lieu et place des titres magnifiquement ornés de 1907. La révision autorisait dorénavant la Banque nationale à mettre en place un modèle d'action nominative avec impression différée du titre, à l'instar des autres émetteurs cotés à la SWX Swiss Exchange, qui disposaient de cette possibilité depuis longtemps déjà.

10.1.5 La cotation en Bourse de l'action de la Banque nationale

Dès la fondation de la Banque nationale, ses actions nominatives furent cotées aux Bourses de Bâle, Berne, Genève, Neuchâtel et Zurich, qui disparurent toutes au début des années nonante à la suite du passage au négoce électronique à la SWX Swiss Exchange. La Bourse téléphonique de Berne a survécu, mais la BNS s'en est retirée en 1999. A l'instar de tout émetteur dont les titres sont cotés, la Banque nationale est tenue d'observer un certain nombre de prescriptions, en particulier le règlement de cotation ainsi que d'autres dispositions en matière d'autorégulation que la SWX Swiss Exchange a édictées en vertu de l'article 4 de la loi sur les bourses (LBVM). Du fait cependant de la dualité du statut de la Banque nationale et des particularités de son action, les règles de cotation lui sont bien souvent inapplicables, raison pour laquelle la Bourse a dû à diverses reprises accorder des dérogations à la BNS, en matière notamment de présentation des comptes et de publications financières. La nouvelle loi sur la Banque nationale oblige désormais les organes de la Bourse à tenir compte de la nature particulière de la BNS dans l'application des dispositions régissant la cotation (art. 27 LBN).

Les règles concernant la publicité événementielle posent également un problème d'application. D'abord, parce que la probabilité que la Banque nationale connaisse des faits susceptibles d'influencer les cours, au sens où on l'entend dans le droit boursier, est pratiquement nulle. Ensuite, parce que la fortune et le rendement de la Banque nationale n'ont aucune influence sur l'évolution du cours de son action, du moins aussi longtemps que l'institution dégage un bénéfice suffisant pour verser le dividende maximal prévu par la loi. La communication des informations destinées à éclairer les actionnaires sur le gouvernement d'entreprise crée aussi quelques difficultés: les règles édictées par la Bourse ne peuvent être appliquées telles quelles à la BNS, puisque le gouvernement d'entreprise y est garanti pour l'essentiel par des structures relevant du droit public, notamment par les droits en matière de concours et de surveillance du Conseil fédéral et de l'Assemblée fédérale. De plus, la Banque nationale est tenue d'appliquer par analogie la réglementation sur les salaires des cadres de l'Administration fédérale (art. 42, al. 2, let. j, LBN). Enfin, les

directives boursières exigent la publication de nombreuses informations sur le gouvernement d'entreprise qui figurent déjà dans la loi sur la Banque nationale.

La cotation en Bourse a influé sur la présentation des comptes de la BNS et la publication d'informations financières. L'ancienne loi sur la Banque nationale ne comportait aucune disposition particulière concernant la présentation des comptes. Les règles succinctes du code des obligations sur l'établissement des comptes des sociétés anonymes étaient donc applicables (art. 13 aLBN). Jusque dans les années quatre-vingt, la Banque nationale dressait par conséquent ses comptes dans le même état d'esprit que de nombreuses autres sociétés suisses ouvertes au public et avec les mêmes effets: la valorisation des actifs selon le principe de précaution favorisait la constitution de réserves ouvertes et latentes, et le montant du bénéfice net était déterminé par le montant des amortissements pris en compte ainsi que par la constitution et la dissolution de provisions, de manière qu'il atteigne la valeur cible, soit en l'occurrence la distribution prévue (2.3.5). Cette situation s'est modifiée au cours des années nonante sous la pression des Bourses, qui ont durci leurs exigences en matière de présentation des comptes. Depuis 1996, la Banque nationale établit ainsi ses comptes annuels sur la base des Swiss GAAP RPC, hormis quelques exceptions justifiées par son statut de banque centrale. Elle a profité de ce changement pour rénover et moderniser le graphisme de son rapport de gestion. Depuis, elle évalue ses actifs financiers à leur valeur de marché et applique des critères économiques lors de l'appréciation et de l'amortissement de ses immeubles et installations. Grâce aux Swiss GAAP RPC, les comptes annuels de la BNS ont considérablement gagné en qualité et en pertinence. Au cours des années suivantes, à mesure que les exigences réglementaires se multipliaient et que ses activités devenaient plus complexes, la Banque nationale a sensiblement étoffé ses rapports financiers. La nouvelle LBN, qui est entrée en vigueur en 2004, l'oblige à dresser ses comptes annuels «conformément au droit de la société anonyme et aux principes généralement admis en matière d'établissement des comptes» (art. 29 LBN).

10.1.6 Conclusion

Quand bien même les considérations qui avaient initialement conduit à la constitution de la Banque nationale sous forme d'une société anonyme régie par une loi spéciale ne sont plus d'actualité, il s'est toujours trouvé de bonnes raisons pour reconduire ce statut particulier, à commencer par le fait que la société anonyme garantit pour ainsi dire naturellement l'indépendance institutionnelle de la BNS. L'option consistant à transformer la banque centrale en

établissement de droit public n'est restée qu'un projet de papier, car nul n'osait présager ce qui aurait pu en advenir au cours du processus politique. Mais tout cela ne change rien au fait que la Banque nationale doit sans cesse composer entre son mandat de droit public et son organisation qui relève essentiellement du droit privé.

10.2 Le gouvernement d'entreprise

HANS KUHN

10.2.1 *La situation initiale*

La Banque nationale est constituée en société anonyme. Elle est donc régie par les dispositions du code des obligations, pour autant que la loi sur la Banque nationale (LBN) n'en dispose autrement (art. 2 LBN). La structure de la BNS diffère toutefois sensiblement, et sur des points essentiels, du modèle prévu par le droit de la société anonyme. Ainsi, en lieu et place des trois organes habituels, le législateur de 1905 en avait institué sept, à savoir l'Assemblée générale des actionnaires, le Conseil de banque et le Comité de banque, la Commission de contrôle, la Direction générale ainsi que les Comités locaux et les Directions locales. De plus, l'indépendance de la banque centrale dans la conduite de la politique monétaire se traduisait par une séparation entre les fonctions de gestion et de surveillance, séparation que les sociétés de droit suisse ne connaissent pas. Depuis sa fondation, la Banque nationale présente donc une organisation qui lui est propre et dont les caractéristiques la rapprochent davantage du modèle allemand, qui exige une séparation stricte entre les fonctions exécutives et de surveillance, que du modèle suisse, dans lequel le conseil d'administration surveille la gestion de la société tout en revêtant la fonction d'organe exécutif suprême.

Cette organisation singulière était le résultat de considérations multiples, les unes d'ordre politique, les autres liées à la structure fédérale du pays. La composition du Conseil de banque, fort de quarante membres, résultait d'un savant dosage de composantes partisans et régionales, qui veillait à ce que soient représentés l'ensemble des intérêts économiques et sociaux, des cantons aux employeurs et aux salariés en passant par les paysans et les organisations de consommateurs. Vu la taille de cette assemblée, il n'était guère possible d'y aborder les questions concernant la surveillance administrative de la BNS. D'ailleurs, il n'y a pas si longtemps, le Conseil de banque ne menait plus de débats de fond, et ses membres étaient absents plus souvent qu'à

leur tour. De taille plus raisonnable, avec d'abord sept puis dix membres¹⁷, le Comité de banque avait pour tâche d'exercer «en qualité de délégation du Conseil de banque, la surveillance et le contrôle régulier de la gestion» (art. 48, al.1, aLBN). Conformément à son règlement, il devait également contrôler périodiquement «[les] départements de la Direction générale et [les] succursales» (art. 3 du Règlement du Comité de banque). Des sections de contrôle avaient même été instituées à cette fin. Le Comité de banque n'a cependant jamais assumé à proprement parler les fonctions d'un organe de surveillance, qui aurait examiné systématiquement les activités de la Direction générale relevant de l'exploitation. Par ailleurs, certaines des compétences des différents organes se recoupaient ou n'étaient tout simplement plus exercées¹⁸. Dans l'idée du premier législateur, la surveillance des Directions locales aurait par exemple dû être exercée par les Comités locaux¹⁹; mais dans les faits, cette compétence était exercée exclusivement par la Direction générale. La Commission de contrôle elle-même (art. 51 aLBN), équivalent de l'organe de contrôle d'une société anonyme, ne disposait pas d'un pouvoir de surveillance très étendu, puisque sa seule attribution consistait à contrôler l'observation des prescriptions légales dans la reddition des comptes²⁰. Une Direction générale forte, autonome dans la conduite de la politique monétaire, avait donc en face d'elle une série d'organes dépourvus d'assise solide et dont les compétences étaient largement insuffisantes pour leur permettre d'exercer une véritable surveillance dans les domaines relevant de l'exploitation. Ce déséquilibre était encore aggravé par la limitation des droits sociaux des actionnaires (10.1.3). Une telle gouvernance ne répondait plus aux exigences de notre temps.

10.2.2 Le nouveau système de gouvernance introduit par la loi de 2003 sur la Banque nationale

Le renforcement du gouvernement d'entreprise et la modernisation des organes de la société figuraient par conséquent au nombre des objectifs prioritaires du projet de révision de la loi sur la Banque nationale. A cette occasion, le Comité de banque a été supprimé, et le Conseil de banque, dont les compétences ont été accrues, a subi une compression radicale. Le niveau de qualifications professionnelles désormais exigé de ses membres, la constitution de

17 Schürmann (1980), art. 48, ch. 1.

18 Message (2002), p. 5678.

19 Sans restriction dans l'art. 53 de la loi de 1905 sur la Banque nationale: message (1894), p. 153. Plus tard, les compétences des Comités locaux ont été limitées à l'estimation du crédit, à l'examen des effets de change et aux avances sur nantissement: Schürmann (1980), art. 50, ch. 1.

20 Schürmann (1980), art. 51, ch. 3.

comités permanents, et enfin le versement d'indemnités autres que symboliques ont également mis cet organe en position d'assumer beaucoup plus efficacement ses fonctions de surveillance.

La Direction générale est restée «l'organe exécutif suprême de la Banque nationale» (art. 46, al. 1, LBN), et elle jouit d'une compétence illimitée dans ses décisions de politique monétaire (art. 46, al. 2, let. a, LBN). De plus, la Banque nationale a institué une Direction générale élargie, qui est responsable de la gestion opérationnelle et de l'exploitation de l'institut d'émission.

L'ancienne Commission de contrôle a été remplacée par un véritable organe de révision, et les réviseurs doivent désormais disposer de qualifications professionnelles particulières et satisfaire aux critères d'indépendance définis par la loi (art. 47, al. 2, LBN). Enfin, les Directions locales et les Comités locaux, organes devenus obsolètes, ont été remplacés respectivement par des représentations chargées d'observer l'évolution de la vie économique et par des Conseils consultatifs régionaux.

10.2.3 La fonction de surveillance du Conseil de banque

Le Conseil de banque «surveille et contrôle la gestion des affaires de la Banque nationale» (art. 42, al. 1, LBN). Il lui incombe notamment de définir les grandes lignes de l'organisation de la BNS (art. 42, al. 2, let. a à c, LBN) et d'exercer la haute direction dans le domaine des ressources humaines (art. 42, al. 2, let. h à k, LBN). Il est aussi responsable des finances de l'institution et approuve le budget (art. 42, al. 2, let. f, LBN; art. 10, al. 2, let. e, RdO). Enfin, il surveille le placement des actifs et la gestion des risques (art. 42, al. 2, let. e, LBN).

Lors de la révision de la loi sur la BNS, le nombre des membres du Conseil de banque a été ramené de quarante à onze, six étant nommés par le Conseil fédéral – dont le président et le vice-président – et cinq élus par l'Assemblée générale des actionnaires. Le but visé par cette réduction était d'améliorer la qualité de la surveillance. Les responsabilités individuelles sont en effet moins diluées dans un petit Conseil de banque, et les membres s'identifient mieux à leur fonction. En outre, sous le régime de la nouvelle loi, il ne suffit plus, pour être candidat au Conseil de banque, de jouir d'une bonne réputation et d'être de nationalité suisse; il faut aussi posséder «des connaissances reconnues dans les domaines des services bancaires et financiers, de la gestion d'entreprises, de la politique économique ou des sciences» (art. 40, al. 1, LBN).

Le «Code suisse de bonne pratique pour le gouvernement d'entreprise», qui a servi de modèle de référence pour le nouveau Règlement d'organisation de la BNS (RdO), a conduit la Banque à instituer divers comités, dont trois sont permanents. Le Comité de rémunération aide le Conseil de banque à

fixer les principes de la politique en matière d'indemnités et de salaires et établit une proposition pour la fixation des salaires des membres de la Direction générale ainsi que de leurs suppléants. Le Comité des risques est responsable de l'évaluation et de la surveillance (notamment de l'unité d'organisation responsable en la matière) de la politique de risques, de même que du processus de placement. Le Comité d'audit apporte son aide au Conseil de banque pour surveiller la comptabilité et les rapports financiers, ainsi que le respect des lois et des directives (*compliance*). Il évalue en outre l'efficacité du système de contrôle interne et surveille l'activité des organes externe et interne de révision. Enfin, le Comité de nomination n'est pas permanent. Il ne se constitue qu'en cas de vacance au sein de la Direction générale. Sa tâche consiste alors à établir, à l'intention du Conseil fédéral, la proposition de nomination du Conseil de banque.

Le législateur a doté le Conseil de banque de toutes les compétences nécessaires pour qu'il puisse surveiller efficacement la gestion des affaires de la BNS. Le Règlement d'organisation astreint notamment la Direction générale à informer spontanément le Conseil de banque de certains faits et à lui fournir automatiquement la documentation financière concernant l'entreprise (art. 15, al. 1 à 3, RdO). La Direction générale doit encore mettre «à la disposition du Conseil de banque, sur demande, tout autre document dont cet organe a besoin pour l'accomplissement de ses tâches» (art. 15, al. 2, RdO). Enfin, la loi considère désormais la Révision interne comme «un instrument indépendant de surveillance et de contrôle des activités de la BNS» et elle la subordonne au président du Conseil de banque (art. 6 RdO).

Il faut relever que la fonction de surveillance du Conseil de banque s'étend uniquement à la conduite des affaires de la Banque nationale et non aux questions touchant à la politique monétaire, qui sont de la compétence exclusive de la Direction générale. Tant la loi sur la Banque nationale que le Règlement d'organisation tentent de tracer la frontière la plus nette qui soit entre gestion des affaires et politique monétaire, mais des interférences sont pratiquement inévitables. C'est ainsi que la détermination de la composition des réserves monétaires nécessaires, y compris de la part qui doit être détenue sous forme d'or en vertu de la Constitution fédérale, est une tâche de politique monétaire, donc du ressort de la Direction générale (art. 46, al. 2, let. b, LBN). De son côté, le Conseil de banque doit évaluer le contrôle des risques et les principes fondamentaux du processus de placement et surveiller leur mise en œuvre (art. 10, al. 2, let. c et d, RdO). De là à influencer la structure des réserves monétaires, il n'y a qu'un tout petit pas à franchir. D'ailleurs, le Conseil de banque a également la compétence d'approuver le niveau des provisions et

peut par ce biais agir directement sur la croissance des réserves monétaires (art. 42, al. 2, let. d, LBN), bien que la détermination du volume adéquat de ces dernières repose sur des considérations de pure politique monétaire.

10.2.4 La Direction générale, autorité exécutive suprême

Ainsi qu'elle l'était déjà sous l'empire de l'ancienne loi sur la Banque nationale, la Direction générale, composée de trois membres, est l'organe exécutif suprême de la BNS (art. 46, al. 1, LBN). Il lui incombe notamment de prendre les décisions de politique monétaire sur les plans stratégique et opérationnel, de statuer sur le placement des actifs et d'appliquer les moyens d'action relevant de la puissance publique dans les domaines de la statistique, des réserves minimales et de la surveillance du système (art. 46, al. 2, let. a, c et d). Elle doit également, en collaboration avec le Conseil fédéral (art. 5, al. 3, LBN), remplir des tâches dans le domaine de la coopération monétaire internationale (art. 46, al. 2, let. e, LBN). Elle fixe enfin les salaires du personnel (art. 46, al. 2, let. f, LBN), mais les principes de la politique salariale sont définis dans un règlement qui est édicté par le Conseil de banque (art. 42, al. 2, let. k, LBN).

La Direction générale est une autorité collégiale (art. 18, al. 1, RdO), ce qui signifie que toutes ses décisions sont prises à la majorité. Le président conduit les séances de la Direction générale, qui se tiennent en principe deux fois par mois, mais il n'a pas la compétence de lui donner des instructions et ne dispose pas d'un droit de veto; quant à la question de la voix prépondérante, elle ne se pose évidemment pas dans un groupe composé de trois personnes. En Suisse, ce type de structure est inconnu du monde des entreprises, alors qu'il est très répandu dans le système politique. Chacun des membres de la Direction générale dirige l'un des trois départements de la BNS. Leurs compétences, individuelles à la tête de leur département et collectives au sein du collège de la Direction générale, sont délimitées dans le Règlement d'organisation de la BNS (art. 4 et 18).

Une Direction générale élargie, composée des membres de la Direction générale et de leurs suppléants, a été instituée pour assumer la gestion opérationnelle de la Banque nationale (art. 21 RdO). Ses compétences sont limitées aux affaires internes, à savoir l'établissement des directives internes, la direction de la planification et du processus budgétaire, l'engagement, la promotion et la révocation des collaborateurs ainsi que la prise de décision concernant les affaires de portée interdépartementale qui touchent à l'organisation, aux affaires immobilières et à l'informatique. En revanche, les tâches liées à la conduite de la politique monétaire (art. 5 LBN) et la représentation de la BNS

à l'égard de tiers demeurent le domaine réservé de la Direction générale. La Banque nationale s'est dotée d'une Direction générale élargie afin de libérer les membres de la Direction générale de certaines tâches, de manière notamment qu'ils aient plus de temps à consacrer aux décisions stratégiques en matière de politique monétaire et à la consolidation du réseau de relations de la banque centrale. L'idée était aussi d'élargir l'assise de la gestion interne. Cette démarche ne délie cependant pas les membres de la Direction générale de leur responsabilité dans ce domaine, et c'est toujours la Direction générale qui a le dernier mot: toute décision prise par la Direction générale élargie doit recueillir les suffrages d'au moins deux membres de la Direction générale, et en cas d'égalité la voix du président de la Direction générale est prépondérante (art. 22, al. 2, RdO). La Direction générale élargie a en outre délégué certaines décisions en matière de gestion du personnel et de dépenses au collège des suppléants (art. 22, al. 3, RdO).

10.2.5 L'obligation de rendre compte au Conseil fédéral et à l'Assemblée fédérale

La surveillance par le Conseil de banque est limitée à la gestion des affaires et ne porte pas sur la définition et la mise en œuvre de la politique monétaire. En l'espèce, la Direction générale doit rendre compte de manière plus approfondie que précédemment au Conseil fédéral (art. 7, al. 1, LBN) et – nouveauté introduite par le nouveau régime – à l'Assemblée fédérale (art. 7, al. 2, LBN). Vis-à-vis du Conseil fédéral, cette obligation se concrétise sous forme d'entretiens réguliers sur la situation économique et la politique monétaire. Par ailleurs, avant de prendre des décisions importantes en matière de politique économique et monétaire, le Conseil fédéral et la Banque nationale sont tenus de s'informer mutuellement de leurs intentions. Enfin, la Banque nationale doit soumettre son rapport et ses comptes annuels à l'approbation du Conseil fédéral avant de les présenter à l'Assemblée générale (art. 7, al. 1, LBN). L'obligation de rendre compte à l'Assemblée fédérale revêt la forme d'un rapport sur l'accomplissement des tâches de politique monétaire (art. 5 LBN). Le président de la Direction générale est également tenu de commenter ce rapport devant les commissions compétentes de l'Assemblée fédérale (art. 7, al. 2, LBN). Il ne s'agit cependant pas à proprement parler de surveillance. Il faudrait en effet dans une telle hypothèse que l'autorité de surveillance puisse donner des instructions à l'instance surveillée sur la manière de remplir ses tâches. Or, la loi interdit explicitement au Conseil fédéral et à l'Assemblée fédérale de le faire (art. 6 LBN). La portée du droit d'approbation du rapport et des comptes annuels qui incombe au Conseil fédéral est d'ailleurs assez limitée. Car ce dernier ne pourrait refuser de les approuver que sur la base de

vices de forme et en aucun cas pour sanctionner des décisions de politique monétaire prises par la Direction générale.

10.2.6 L'organe de révision

La modernisation du système de révision est l'un des piliers du renforcement du gouvernement d'entreprise de la BNS. L'ancienne loi sur la Banque nationale avait institué une Commission de contrôle qui, par analogie avec l'organe de contrôle prévu dans l'ancien droit de la société anonyme, se composait de trois membres et de trois suppléants nommés par l'Assemblée générale, et dont la mission consistait à vérifier les comptes annuels et le bilan (art. 51 aLBN). Après la révision du droit de la société anonyme du 4 octobre 1991²¹, qui exigeait notamment des qualifications professionnelles particulières de la part des réviseurs des sociétés cotées en Bourse, cette réglementation est devenue totalement insuffisante. La Banque nationale a tenté de surmonter cet obstacle en durcissant de façon informelle les critères de sélection des membres de la Commission de contrôle. Pourtant, il n'a pas été possible d'élire des personnes morales en tant que réviseurs, ce qui a obligé l'instance d'admission de SWX Swiss Exchange à accorder une dérogation à la BNS pendant un certain laps de temps. La loi de 2003 sur la Banque nationale a comblé cette lacune: les réviseurs doivent maintenant disposer de qualifications professionnelles particulières et être indépendants du Conseil de banque, de la Direction générale et des principaux actionnaires (art. 47, al. 2, LBN). Ainsi, le système de révision de la Banque nationale est désormais conforme aux exigences actuelles en la matière.

10.2.7 Conclusion

La modernisation du gouvernement d'entreprise était l'un des objectifs majeurs de la loi de 2003 sur la Banque nationale. Le système de révision a été aligné sur les meilleures pratiques généralement admises. Le débat sur la gouvernance qui agite l'économie privée ne peut toutefois que difficilement être transposé à la Banque nationale. Cette dernière jouit en effet d'une indépendance totale dans la conduite et la mise en œuvre de la politique monétaire. La Direction générale étant seule compétente en la matière, la fonction du Conseil de banque se limite à contrôler sa gestion de l'exploitation et ne peut donc guère être comparée à celle du conseil d'administration d'une société anonyme de droit privé. Aussi est-il parfois difficile de tracer correctement une ligne de démarcation entre les deux et de la respecter.

21 RO 1992 733; en vigueur depuis le 1^{er} juillet 1992/1^{er} juillet 1993.

10.3 Une présence dans les régions

THOMAS WIEDMER

10.3.1 La situation initiale

L'organisation et la structure de la Banque nationale ont été longtemps dictées par des considérations liées à la structure fédérale du pays. À partir de 1907, les billets émis par la BNS se substituèrent progressivement à ceux des 36 anciennes banques d'émission, quasiment toutes en mains des cantons. La centralisation du monopole des billets touchait donc de très près aux intérêts financiers des cantons. C'est pour compenser cette perte que l'on offrit aux cantons et aux banques cantonales de s'associer au capital-actions de la banque centrale et que les cantons eurent droit à une part du bénéfice net de la Banque nationale. Mais l'émission centralisée de la monnaie remettait aussi en question l'importance économique de bon nombre de villes et de régions du pays. La présence de la Banque nationale dans les cantons revêtit donc longtemps une valeur hautement symbolique sur le plan politique.

La loi de 1953 sur la Banque nationale (aLBN) précisait d'ailleurs que les opérations de l'institut d'émission devaient être confiées à des succursales «sur les places importantes de commerce», et au moins à des agences «dans d'autres localités» (art. 4, al. 1, aLBN). La décision de créer ou de supprimer une succursale ou une agence appartenait au Conseil de banque²², mais la Banque était tenue de prendre auparavant l'avis du gouvernement cantonal. En cas de contestation entre un canton et la Banque nationale, il appartenait au Conseil fédéral de statuer (art. 4, al. 2, aLBN). Si la Banque nationale n'entendait pas ouvrir de succursale dans un canton ou un demi-canton, celui-ci pouvait au moins exiger l'établissement d'une agence sur son territoire (art. 4, al. 3, aLBN). Le 20 juin 1907, lorsque la Banque nationale commença son activité, elle ne disposait que des cinq comptoirs de Zurich, Berne, Bâle, St-Gall et Genève. Ce réseau s'étoffa au fil du temps, et des succursales furent créées à Neuchâtel (1907), Lucerne et Lausanne (1908), Aarau (1922) et Lugano (1929). La Banque nationale ouvrit également ses propres agences à La Chaux-de-Fonds (1907), Winterthour (1910) et Bienne (1931)²³, auxquelles s'ajoutèrent une douzaine d'agences gérées par des tiers, principalement par des banques cantonales, ainsi qu'un grand nombre de correspondants.

Chaque succursale avait à sa tête un directeur nommé par le Conseil fédéral sur proposition du Conseil de banque (art. 54, al. 1, aLBN). Le Conseil de

²² BNS (1957), p. 327.

²³ BNS (1932), pp. 310s.

banque désignait également des Comités locaux, dont la fonction consistait à estimer les crédits des succursales et à contrôler l'escompte d'effets de change et les avances sur nantissement (art. 50, al. 1^{bis}, aLBN). Ils avaient également un droit de proposition pour la nomination du directeur, des fondés de pouvoir et des mandataires commerciaux de leur succursale. Pour se convaincre de l'importance politique accordée à la représentation régionale de la BNS, il faut se souvenir que les Comités locaux et les Directions locales avaient le statut d'organes de la Banque nationale.

10.3.2 Les impératifs matériels d'une structure décentralisée

Outre ces considérations liées à la structure fédérale du pays, des impératifs matériels justifiaient également une décentralisation des activités de la Banque nationale. À l'époque de sa création, les opérations les plus courantes de la banque centrale étaient l'escompte, les virements et l'approvisionnement en numéraire, trois types d'opérations qu'une organisation décentralisée ne pouvait que faciliter.

Que ce soit pour l'escompte ou pour les virements, le fait de disposer d'un réseau de comptoirs offrait des avantages indéniables. La vérification des effets de change présentés à l'escompte ainsi que la surveillance de la solvabilité des tirés pouvaient se faire sur place. La Banque nationale était à même d'exécuter rapidement les virements locaux, et le bénéficiaire disposait le jour même de la somme virée.

Toutefois, la place de l'escompte et des virements parmi les moyens d'action de la banque centrale ne perdura pas. Avec l'avènement de nouvelles habitudes de paiement, l'importance des effets de change en tant qu'instruments de création de liquidités déclina peu à peu à partir des années vingt. Et depuis le passage au régime des changes flottants, la Banque nationale ne gère pratiquement plus la masse monétaire et les taux d'intérêt que par le biais de ses opérations sur devises et sur titres²⁴, opérations que les contreparties de la BNS, se détournant progressivement des succursales, ont préféré regrouper dans leur siège. C'est ainsi qu'au fil du temps les affaires de la Banque nationale se sont centralisées d'elles-mêmes. Dans le domaine des paiements sans numéraire, le système de virement de la Poste se révéla nettement plus attrayant que celui de la Banque nationale. Grâce à son réseau dense d'offices et à un instrument de paiement simple, le bulletin de versement, la Poste supplanta peu à peu la banque centrale et son système relativement complexe de formulaires de virement. Le volume des virements effectués dans les succursales,

24 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1984), 23 août, n° 379.

qui représentaient encore une partie importante du travail de la BNS dans les années cinquante et soixante, régressa ainsi jusqu'à devenir pratiquement négligeable au début des années quatre-vingt. Outre le succès du système de virement postal, la percée du traitement électronique des données au cours des années septante contribua elle aussi au déclin du système de virement de la Banque nationale.

Des trois activités principales qui se déroulaient autrefois dans les succursales et qui justifiaient la structure décentralisée de la BNS, seul l'approvisionnement en numéraire jouait encore un rôle déterminant au début des années quatre-vingt. Ce déclin de la fonction opérationnelle des succursales entraîna un déplacement progressif de l'activité principale des directeurs vers leur fonction d'information, qui consiste depuis lors principalement à expliquer la politique monétaire de la BNS aux interlocuteurs locaux ainsi qu'à observer l'évolution de l'économie régionale et à en rendre compte à la Direction générale.

10.3.3 La réorganisation du réseau des succursales

Au début des années quatre-vingt, les directeurs des succursales firent état d'une baisse constante du taux d'occupation de celles-ci. La Direction générale les chargea alors de rédiger un rapport sur la situation des succursales et d'y formuler des propositions quant à la répartition des tâches de la BNS entre les sièges et les succursales. Ce rapport, que la Direction générale examina en novembre 1983²⁵, proposait essentiellement deux options: une centralisation accrue dans les sièges ou la décentralisation de certaines opérations bancaires dans les succursales.

La Direction générale opta pour la première solution, étant donné qu'en matière bancaire, il n'y avait plus guère d'opérations autres que les opérations en numéraire qui auraient pu être décentralisées. Selon ce modèle, les succursales devraient concentrer leurs activités sur l'approvisionnement en numéraire et sur la communication dans les régions²⁶. Leurs directeurs seraient également appelés à donner davantage d'ampleur à leur fonction d'ambassadeur local, en limitant leurs activités à l'information et à l'observation de l'économie régionale²⁷. La gestion courante des affaires, qui tenait à peu de chose près à la gestion d'une caisse, devrait être prise en charge par les suppléants des directeurs de succursale.

25 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1983), 17 novembre, n° 614.

26 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1983), 17 novembre, n° 614, et 1^{er} décembre, n° 643.

27 BNS, procès-verbal de séance du Conseil de banque (1984), 27 avril, pp. 53s.

Le trafic du numéraire impliquant un risque certain, la sécurité du réseau fut l'objet d'une attention toute particulière lors de cette réorganisation. Il en résulta des modifications techniques d'envergure, et coûteuses, dans divers comptoirs. La Direction générale décida alors d'adapter la structure du réseau aux besoins du marché et céda les dernières agences qu'elle exploitait en propre (Bienne, La Chaux-de-Fonds) à des banques cantonales. Ces dernières reprirent ainsi à leur compte, dans leurs propres bâtiments et avec leur propre infrastructure de sécurité, la fonction d'approvisionnement de l'économie locale en numéraire²⁸.

10.3.4 La fermeture de succursales

Les développements intervenus dans le troisième et dernier pilier de l'activité des succursales, à savoir l'approvisionnement en numéraire, furent si rapides qu'une quinzaine d'années après sa mise en place cette organisation décentralisée ne répondait déjà plus aux besoins²⁹. L'évolution des habitudes de paiement, au cours de la seconde moitié des années nonante surtout, induisit une concentration des activités qui nécessita une réorganisation du trafic du numéraire à la Banque nationale³⁰ (5.1.4).

En 1998, dans le cadre d'une première réorganisation, la Banque nationale centralisa le contrôle et le tri du numéraire aux sièges de Berne et de Zurich ainsi que dans les succursales de Genève et de Lugano. Après avoir fermé ses succursales d'Aarau et de Neuchâtel à la fin de la même année, elle supprima encore à fin 1999 les services de caisse des succursales de Bâle, Lausanne, Lucerne et St-Gall. Malgré ces adaptations rendues nécessaires par l'évolution des modes d'exploitation, la Direction générale entendait garantir une présence de la BNS dans les régions³¹ et a réitéré à cet effet, comme elle l'avait déjà fait lors de la réorganisation de 1984, son attachement à un échange d'informations décentralisé. C'est dans cet esprit que la BNS a ouvert de nouveaux bureaux de représentation dans diverses localités d'une certaine importance économique et politique situées hors du rayon d'activité des deux sièges et leur a confié un mandat d'information (Bâle, Lausanne, Lucerne et St-Gall). Enfin, des Comités consultatifs ont été institués dans les comptoirs et représentations de la BNS, à la place des Comités locaux.

Fin 2006, la Banque nationale a également fermé son service de caisse à Lugano, car celui-ci ne traitait plus assez de numéraire pour permettre une

28 Lusser (1985).

29 BNS, McKinsey (1998).

30 BNS, communiqué de presse du 16 février 1998.

31 BNS, procès-verbal de séance du Comité de banque (1998), pp. 20ss.

exploitation sûre et efficace. La quantité de billets de banque livrée à Lugano était devenue insuffisante pour garantir la pleine utilisation d'une seule machine de tri, mais l'effectif ne pouvait plus être réduit pour des raisons de sécurité (double contrôle). La Banque nationale a toutefois maintenu une représentation et garde ainsi un pied au Tessin.

10.3.5 Le remaniement de l'organisation interne

Après cette deuxième phase de restructuration qui avait touché essentiellement les succursales et le trafic du numéraire, la Banque nationale entreprit en 2003 une réorganisation de grande ampleur de ses sièges³², dont une partie des structures d'origine avait été conservée, en particulier la décentralisation des opérations bancaires. Une concentration des activités de la Banque nationale sur un seul site, qui aurait pu paraître souhaitable sous l'angle de la gestion d'entreprise, ne fut cependant pas envisagée. D'une part, parce que des aspects de sécurité propres à l'activité d'une banque centrale faisaient plutôt pencher la balance en faveur du maintien de deux sites, et d'autre part, parce que lors de la révision de la loi sur la Banque nationale, la Direction générale avait renoncé à proposer au Conseil fédéral et au Parlement de regrouper les deux sièges. Elle craignait en effet que le débat politique sur cette question, qu'elle jugeait secondaire, ne prenne de l'ampleur et remette en question des points importants du projet. Le message du 26 juin 2002 concernant la révision de la loi sur la Banque nationale relevait d'ailleurs qu'aucun problème pratique n'avait découlé de l'existence de deux sièges et que des motifs d'intérêt national justifiaient que la Banque nationale soit dotée «d'un siège juridique dans la capitale fédérale ainsi que dans le centre financier de la Suisse»³³.

La réorganisation de 2003 visait plusieurs objectifs³⁴. La Direction générale voulait d'abord que les sphères d'activités des trois départements soient mieux délimitées. En regroupant plus systématiquement les structures de conduite hiérarchique et technique, elle entendait que chacun d'eux puisse réaliser sa mission dans de meilleures conditions d'efficacité. Un autre but était, après la réorganisation des succursales, de concentrer également les opérations bancaires auprès des sièges. Auparavant, des activités de même nature étaient conduites par deux départements et sur deux sites différents, ce qui nécessitait un surcroît de coordination et occasionnait également des pertes

32 BNS, à son personnel (2003) et BNS, *note* (2003).

33 Message (2002), p. 5729.

34 BNS, organisation en 2004 (2003).

d'efficacité. La Direction générale décida donc de confier les activités de placement à une seule unité d'organisation au sein du 3^e département et chargea le 2^e département de surveiller la stabilité du système financier, activité à laquelle la loi de 2003 sur la Banque nationale accordait une importance nouvelle. Le troisième objectif de la réorganisation était la réduction des échelons hiérarchiques. Diverses unités d'organisation furent ainsi directement subordonnées aux Directions de département, et le nombre des suppléants des membres de la Direction générale fut ramené de cinq à trois.

Ces trois phases de réorganisation visaient en résumé un seul et même but: centraliser l'opérationnel. La Banque nationale a d'abord rapatrié les opérations bancaires des succursales vers les deux sièges, pour les centraliser ensuite auprès d'un seul. Ce faisant, la Direction générale a optimisé les processus d'exploitation, mais aussi renforcé la conduite de la Banque selon les principes de la gestion d'entreprise en l'adaptant aux besoins actuels.

10.4 L'abandon des activités accessoires

HANS-CHRISTOPH KESSELRING

10.4.1 La banque des banques

La Banque nationale n'accomplit les tâches principales qui lui ont été confiées que dans le cadre des relations qu'elle entretient avec les banques commerciales. Elle n'est pas en affaires avec le secteur non bancaire, à savoir les cantons et les communes, les entreprises privées et publiques et les particuliers. La seule exception à cette règle réside dans les services bancaires qu'elle fournit à la Confédération, services dont l'ampleur est fixée d'un commun accord et pour lesquels la BNS perçoit une juste indemnité.

Mais il n'en a pas toujours été ainsi. L'ancienne loi sur la Banque nationale, en vigueur jusqu'en 2004, comportait à ce sujet des différences notables par rapport à la réglementation actuelle. D'abord, la Banque nationale était tenue de fournir à la Confédération toutes les prestations de services que celle-ci lui demandait, et elle devait le faire à titre gracieux. Ensuite, la loi permettait à la banque centrale d'effectuer des opérations avec le secteur non bancaire³⁵, mais dans certaines limites seulement. Il lui était par exemple interdit d'accorder des crédits et des prêts hypothécaires, ou encore de se livrer à des opérations de caisse d'épargne; en outre, elle ne pouvait rémunérer les dépôts

35 Message (1904), p. 452, en relation avec message (1894), pp. 139ss.

de ses clients, à l'exception du compte de la Confédération. En établissant ces règles, le législateur avait voulu avant tout limiter les risques inhérents aux affaires et empêcher la BNS d'entrer en concurrence avec les banques commerciales.

La Banque nationale a mené ces activités accessoires avec la Confédération et les institutions du secteur non bancaire pendant des décennies. Les opérations d'escompte, le principal instrument de gestion des liquidités lorsque la nouvelle banque centrale ouvrit ses portes, en firent partie³⁶, mais pas dès le début (1.3). Leur importance dans la conduite de la politique monétaire commença à décliner au cours des années vingt, alors que de nouvelles formes de crédits prenaient le pas sur les effets de change³⁷. Durant les années trente, l'escompte n'occupa plus qu'une place accessoire. La Direction générale de l'époque accorda alors des crédits à quelques branches et entreprises dans des conditions qui, avec le recul, paraissent pour le moins discutables.

Vers la fin des années septante, la Direction générale éprouva de plus en plus un certain malaise face aux entorses aux principes de l'économie de marché que constituait le recours à l'escompte d'effets à des fins étrangères à son but initial et commença à s'inspirer davantage du bon ordre économique dans la conduite de ses opérations. Cette nouvelle orientation fit peu à peu son chemin et déboucha sur une prise de conscience accrue des tâches essentielles de banque centrale dont la BNS voulait s'acquitter en sa qualité de «grossiste», autrement dit dans le cadre de ses relations avec les établissements bancaires exclusivement. La Banque nationale entendait ainsi assumer de plus en plus un rôle de banque des banques. Cette autolimitation du champ d'activité de la BNS conduisit finalement la Direction générale à abandonner autant que possible les tâches non essentielles, ou du moins à les laisser aux forces du marché.

La mise en œuvre n'en fut cependant pas méthodique: au début surtout, les décisions de la Direction générale étaient parfois entachées de contradictions. Le changement d'orientation n'avait pas fait l'objet d'une décision explicite et ne se fondait pas sur des études ou des états des lieux. Bien au contraire, le processus fut hésitant, voire erratique. Les arguments avancés relevaient davantage d'une politique au jour le jour que d'une analyse systématique. Il n'y a rien d'étonnant à cela si l'on se rappelle que, jusqu'aux années septante, la politique économique telle que la concevaient les responsables de la Banque nationale était encore très fortement empreinte de l'esprit interventionniste

36 Ruoss (1992), p. 39.

37 BNS (1957), tableau 1, pp. 348s.

de l'après-guerre (2.3.4 et 2.4.3). Et le recentrage des activités de la Banque manquait parfois de cohérence, car la Direction générale était tiraillée entre sa crainte de porter atteinte à sa réputation en supprimant des mesures de soutien auxquelles les bénéficiaires s'étaient habitués et son souhait d'éviter tout conflit de nature à mettre en péril l'appui politique dont elle bénéficiait dans la lutte contre le renchérissement, tâche qu'elle considérait à juste titre comme sa mission principale. Ce recentrage sera illustré ci-après à l'aide des trois exemples d'opérations accessoires mentionnés en introduction. Pour cela, un retour au passé est indispensable.

10.4.2 La politique d'escompte au service d'intérêts particuliers

Durant la Grande dépression des années trente, et même auparavant (1.8), la Banque nationale était occasionnellement venue en aide à certaines branches ou entreprises, en leur accordant des crédits d'escompte à des conditions avantageuses. Cette pratique, qui se perpétua longtemps encore après la fin de la Seconde Guerre mondiale, sous-tendait souvent des mesures d'encouragement promues par la Confédération. On peut citer à titre d'exemple les crédits d'escompte octroyés à la viticulture et à l'économie laitière qui servaient à financer les stocks à la suite de bonnes récoltes, de manière à prévenir un effondrement des prix. Dès le milieu des années septante, la Direction générale considéra d'un œil toujours plus critique ce type d'opérations. Précédemment, elle avait déjà émis des doutes sur la politique d'escompte³⁸, mais à partir de 1976 la question de la légitimité de telles pratiques se posa de façon de plus en plus brûlante³⁹. Au début, ces interrogations demeurèrent sans conséquence sur la politique de la BNS, jusqu'à ce qu'en 1982, estimant qu'il n'appartenait pas à la banque centrale de soutenir le niveau des prix, la Direction générale opposa une fin de non-recevoir à un canton qui demandait à la Banque nationale d'accorder des financements au secteur agricole⁴⁰. Malgré l'intervention de l'Office fédéral de l'agriculture, puis du Département fédéral de l'économie publique, la Direction générale ne revint pas sur sa décision⁴¹ et n'accorda plus jamais de soutien de ce type à l'agriculture.

Il est aussi arrivé que la Direction générale accorde des crédits d'escompte pour atténuer des pressions politiques. C'est ainsi qu'à partir du milieu des

38 BNS, à l'Administration fédérale des finances (1961), par exemple.

39 En particulier BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1976), 11 mars, n° 253, et (1978), 19 octobre, n° 681/5.

40 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1982), 28 octobre, n° 574/2.

41 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1984), 22 novembre, n° 539/4, et (1986), 3 avril, n° 150/2.

années septante, alors que les secteurs de l'horlogerie, du textile, de la chaussure et de la construction menaçaient d'étouffer sous l'effet conjugué du raffermissement du franc et de la récession, elle recourut de nouveau à cet instrument à la suite de plusieurs interventions parlementaires. Elle accorda aux entreprises de ces branches des lignes de crédit au-delà des limites existantes et à un taux d'intérêt inférieur au taux officiel d'escompte, de sorte que ces transactions revêtaient à certains égards le caractère de subventions⁴². La Banque nationale renouvela plusieurs fois ces crédits, élargissant même le cercle des bénéficiaires à d'autres branches, et compléta les crédits d'escompte par d'autres formes d'aides financières. Les sources ne font cependant état d'aucune réflexion sur la question de savoir si de telles opérations entraient dans la sphère de compétences d'une banque centrale. En tout état de cause, la Direction générale les laissa courir jusqu'au début des années quatre-vingt et ne les prolongea pas.

La multiplication de telles mesures de soutien, alors qu'une réflexion sur un éventuel abandon des crédits d'aide à l'agriculture était en cours, témoigne d'une conception de l'ordre économique pour le moins nébuleuse de la part des autorités de la Banque. Dans son ouvrage commémoratif de 1982, la Banque nationale jette néanmoins un regard critique sur son passé et reconnaît qu'une politique modulée en fonction des régions ou des branches n'est pas compatible avec la mission que la banque centrale doit remplir dans l'intérêt général⁴³. Ce constat démontre qu'à ce moment-là les mentalités étaient en train de changer. Avec la remise au goût du jour des théories monétaristes, les forces du marché étaient de nouveau à l'honneur, surtout après les expériences peu concluantes d'interventions directes sur les marchés (2.4.3).

10.4.3 Le financement des stocks obligatoires par l'escompte

Dans le domaine du financement des stocks obligatoires, la Banque nationale a temporisé encore une décennie avant de renoncer à utiliser le crédit d'escompte à des fins détournées. Les stocks obligatoires avaient été institués peu avant l'éclatement du second conflit mondial, afin de garantir l'approvisionnement du pays en biens d'importance vitale. Leur financement incombait aux propriétaires, mais la BNS avait accepté d'escompter les billets à ordre émis par les propriétaires – et garantis par la Confédération – à un taux

42 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1975), 6 mars, n° 284, et 1^{er} mai, n° 489.

43 BNS (1982), p. 261.

préférentiel et au-delà des limites habituelles. Elle s'était aussi engagée à renouveler automatiquement ces crédits d'escompte à leur échéance.

Le financement des stocks obligatoires étant par nature une opération inscrite dans la durée, il était d'emblée incompatible avec le principe même du crédit d'escompte, qui devait rester une opération à court terme⁴⁴ (1.3), et qui servit par la suite à couvrir des besoins spéciaux de trésorerie⁴⁵. Mais au vu de la menace qui pesait sur l'Europe à l'aube de la Seconde Guerre mondiale, on peut comprendre que cette concession n'ait soulevé aucune objection⁴⁶, d'autant que la Direction générale avait déjà lancé des programmes d'escompte à long terme durant la crise des années trente.

Il se peut aussi que des considérations de politique monétaire aient facilité la décision de la BNS. A cette époque, elle souhaitait en effet ranimer le marché des effets de change, «qui lui offre une vue d'ensemble sur les engagements internes et externes, et revêt donc une importance primordiale pour la conduite de la politique de change, et par conséquent pour la politique monétaire»⁴⁷. D'ailleurs, jusqu'au début des années quatre-vingt, le 3^e département a caressé l'idée de créer un marché monétaire liquide avec les effets de stocks obligatoires, qui représentaient alors un volume de 8 milliards de francs. Il en espérait quelque soutien pour la politique monétaire.

Le potentiel de refinancement considérable des effets de stocks obligatoires allait toutefois bientôt créer un malaise, étant donné qu'il permettait aux banques de se soustraire à la politique monétaire. De fait, lorsque la Banque nationale tentait de freiner la croissance de la masse monétaire et que le taux d'escompte – qui n'était ajusté que périodiquement aux conditions du marché – se trouvait passagèrement au-dessous des taux d'intérêt du marché, les banques en profitaient pour présenter leurs effets de stocks obligatoires au réescompte, ce qui leur permettait d'élargir leur marge de trésorerie. De son côté, la Banque nationale était tenue d'accepter ces effets, car, en son temps, elle avait renoncé à en limiter la quantité.

Pendant longtemps, la Direction générale jugea que ce problème n'avait pas suffisamment d'incidence sur sa politique pour que la BNS se retire du marché du financement des stocks obligatoires. Elle tenta au contraire de prendre des mesures pour calmer le jeu. C'est ainsi qu'en 1982 elle décida de lever avec effet immédiat les conditions de faveur qu'elle avait accordées aux banques en 1974 pour la prise en pension des effets de stocks obligatoires,

44 BNS (1932), pp. 67s. BNS (1957), pp. 168ss.

45 BNS, à l'Administration fédérale des finances (1961), par exemple.

46 BNS, procès-verbal de séance du Comité de banque (1939), 22 avril, p. 221.

47 BNS, au conseiller fédéral Schulthess (1936), dans un cas semblable.

afin de prévenir un renchérissement de leur financement. Ces conditions de faveur permettaient aux banques de se procurer de la monnaie de banque centrale contre le dépôt d'effets, afin de pallier leurs besoins de trésorerie en fin de mois, au moment où les liquidités leur faisaient souvent défaut. Mais en 1986, face à l'opposition de l'office fédéral en charge du dossier, la Direction générale dut revenir sur sa décision, et son souhait de se retirer des opérations de financement des stocks obligatoires redevint un objectif à long terme. Vers la fin des années quatre-vingt, le chef économiste de la BNS avait qualifié ces opérations de talon d'Achille de la politique monétaire. Cependant, pour des raisons politiques, la Direction générale hésitait encore à tirer les conséquences qui s'imposaient, préférant, mais sans beaucoup de succès, emprunter la voie de la négociation avec l'office fédéral compétent. Plus tard, elle se mit à douter de la pertinence de l'argument de politique monétaire, jugeant que le principal problème résidait dans le subventionnement indirect des stocks obligatoires inhérent à ce type d'opérations. Elle déplaçait ainsi le débat sur le plan de l'ordre économique⁴⁸.

Un avis de droit interne rendu en 1989, qui aboutissait à la conclusion que le taux spécial d'escompte et la prise en pension étaient insuffisamment fondés en droit, permit de démêler la situation. La Direction générale et la Confédération s'accordèrent sur une période transitoire devant permettre de trouver une solution à la question du financement des stocks obligatoires qui fût en accord avec les principes de l'ordre économique. A l'échéance du délai, soit en 1992 – la guerre froide avait pris fin –, les autres partenaires s'étaient déjà entendus sur une solution laissant agir les forces du marché, sans que la BNS eût à intervenir. L'institut d'émission mit alors un terme à ses dernières mesures de soutien et, en 1999, il renonça définitivement à fixer un taux d'escompte, cet instrument ayant perdu tout intérêt dans la conduite de la politique monétaire (4.6.4).

10.4.4 La fin des opérations avec le secteur non bancaire

La loi sur la Banque nationale n'a jamais mentionné explicitement les opérations avec le secteur non bancaire, celles-ci n'étant que tacitement comprises dans le cercle des opérations de la Banque⁴⁹. Les documents à l'appui des premiers projets de loi ne contiennent aucune indication particulière sur les raisons qu'il y aurait eu d'autoriser la future banque centrale à effectuer ce type d'opérations, même sous conditions. La chose allait peut-être de soi à

48 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1989), 30 mars, n° 141/2.

49 Message (1894), pp. 139s.

l'aube du XX^e siècle. Il est vrai qu'à cette époque le grand public faisait aussi partie de la clientèle des banques centrales d'Europe⁵⁰ et des banques d'émission de Suisse antérieures à la BNS⁵¹. Il se peut aussi que le législateur ait vu dans ces opérations une source de revenus salubre pour la nouvelle banque centrale: cette dernière étant contrainte de détenir une partie de ses actifs sous forme de dépôts de métaux précieux non rémunérés, ses recettes étaient par la force des choses plutôt maigres au début de son activité. Les opérations passées avec le secteur non bancaire n'ont cependant jamais occupé une place importante⁵².

Si, pour la génération des fondateurs de la Banque nationale, il allait encore de soi qu'une banque centrale mène de front son mandat de politique monétaire et des opérations avec la clientèle, le doute s'est progressivement installé par la suite. Au sortir de la Seconde Guerre mondiale, la question était devenue un réel problème, car la conduite de ces opérations accessoires absorbait des capacités de direction. A cette époque, la Direction générale dut par exemple se pencher à plusieurs reprises sur la manière de traiter les fonds en déshérence, en particulier lorsque les clients étaient des étrangers. Pour autant elle ne chercha pas à trouver de solution définitive. Elle décida simplement de ne plus accepter de clients étrangers⁵³.

Il faut dire que ces opérations nécessitaient une certaine proximité de la clientèle, raison pour laquelle elles revêtaient de l'importance surtout pour les succursales de la Banque nationale. Elles étaient traitées par des services qui étaient aussi impliqués dans la mise en œuvre de la politique monétaire. Compte tenu du faible degré d'automatisation, ces tâches comportaient de nombreuses opérations répétitives, et les relations bancaires avec une clientèle privée rendaient le travail plus intéressant. Les comptoirs de la BNS ne mirent donc pas tous le même empressement à appliquer une directive émise durant les années soixante et qui interdisait l'ouverture de relations avec de nouveaux clients⁵⁴.

Lorsque, vers le milieu des années quatre-vingt, la Direction générale se vit dans l'obligation de réorganiser ses succursales en raison d'un taux d'occupation insuffisant dans le réseau, elle en profita pour dénoncer toutes ses relations commerciales avec le secteur non bancaire⁵⁵. Cette mesure ne

50 Goodhart, Capie et Schnadt (1994), p. 69.

51 Jöhr (1915), p. 233.

52 Jöhr (1915), pp. 371s. BNS (1957), pp. 272ss.

53 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1946), 21 novembre, n° 1528.

54 BNS, opérations avec la clientèle privée (1997).

55 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1984), 23 août, n° 379.

souleva alors pas d'opposition. La banque centrale réduisait de cette façon le risque de se retrouver sous les feux de la critique en raison d'une opération accessoire de peu d'importance et de se trouver ainsi détournée de son mandat de politique monétaire. Vis-à-vis des autorités de la Banque, la Direction générale justifia sa décision par le fait que la BNS entendait désormais limiter ses opérations commerciales au cercle des banques et assumer ainsi sa fonction de banque des banques⁵⁶, décision finalement sanctionnée par l'article 9 de la nouvelle loi de sur la Banque nationale (LBN), en vigueur depuis 2004.

10.4.5 Le banquier de la Confédération

Le premier législateur n'avait pas inscrit l'obligation d'accomplir des opérations de paiement pour le compte de la Confédération dans la Constitution fédérale, mais il l'avait tout de même mentionnée en bonne place dans la LBN, juste après les tâches principales de la banque centrale. Selon le message de 1894, cette tâche devait aider la Banque nationale à contrôler la circulation monétaire du pays⁵⁷. Quant à savoir pourquoi la banque centrale devait effectuer ce travail sans être rémunérée, ni le message de 1894, ni celui de 1899 et encore moins celui de 1904 n'apportent de réponse. La seule allusion à cette question se trouve dans les documents préparatoires du premier projet de loi: la gratuité pouvait être vue comme la contrepartie du monopole de l'émission des billets⁵⁸.

La Banque nationale assura ainsi le trafic des paiements de la Confédération pendant de nombreuses décennies sur la base de conventions détaillées. Au cours des dernières années, la Confédération remboursa par ce biais des impôts anticipés et régla également des achats de biens et de services. La Banque nationale tenait également les comptes de la Confédération, exécutait ses opérations sur devises, émettait pour elle des créances comptables à court terme ainsi que des emprunts, assurait la garde de ses titres et lui procurait des crédits bancaires. Au cours des vingt-cinq dernières années, les rapports entre la Banque nationale et la Confédération ont été marqués par la professionnalisation et l'automatisation des opérations bancaires ainsi que par des questions relatives à la délimitation – pour des raisons d'ordre économique – des prestations à fournir.

La Confédération et la BNS se sont efforcées d'accroître l'attrait des emprunts fédéraux pour les investisseurs professionnels, afin notamment de

56 BNS, procès-verbal de séance du Conseil de banque (1984), 27 avril, p. 51.

57 Message (1894), p. 139.

58 *Eingabe des Banknoteninspektors* (1878), p. 76.

renforcer la demande d'obligations d'Etat sur le marché des capitaux et, par tant, abaisser la charge d'intérêts de la Confédération. Depuis 1992, la Confédération, au lieu de lancer de nouveaux emprunts, a préféré relever progressivement le montant d'emprunts existants et constituer ainsi des émissions «jumbo», plus liquides. Le nombre des emprunts en cours s'en est trouvé réduit de près des deux tiers, pour revenir à vingt-deux, tandis que le montant moyen des emprunts a passé de 300 millions de francs en 1990 à plus de 4 milliards en 2006. La Confédération et la BNS ont également standardisé le mode d'appel d'offres et publient depuis 1992 un calendrier annuel des émissions à venir. A partir de 1998, la Banque nationale a également commencé à accepter sous certaines conditions les offres de banques étrangères⁵⁹ et traite, depuis février 2001, le placement des emprunts fédéraux et des créances comptables à court terme de façon presque entièrement automatisée, par le biais d'une plate-forme de négoce électronique d'Eurex. Le montant des emprunts de la Confédération, qui avait plus ou moins stagné durant les années quatre-vingt, a été presque multiplié par huit en raison de la forte progression de la dette fédérale et atteignait 95 milliards de francs à fin 2006. Dans l'intervalle, les emprunts de la Confédération forment de loin le segment le plus liquide et le plus prisé des opérateurs professionnels sur le marché suisse de capitaux.

La nouvelle loi sur la Banque nationale a apporté une modernisation supplémentaire en supprimant le livre de la dette de la Confédération que la BNS tenait depuis 1939. Les créanciers de la Confédération pouvaient y faire inscrire leurs créances découlant d'emprunts fédéraux, mais contrairement aux obligations d'emprunts, les créances inscrites au livre de la dette n'étaient pas négociables à la Bourse. Par ce biais, la Confédération entendait initialement soustraire une partie de sa dette aux fluctuations de cours sur le marché des capitaux. En contrepartie de la non-négociabilité de la créance, l'inscription dans le livre de la dette était gratuite, tandis que le créancier qui déposait ses titres d'emprunts auprès d'une banque devait s'acquitter des droits de garde usuels. Un autre avantage des créances inscrites était l'absence de frais administratifs à charge de la Confédération pour le traitement des coupons et des titres. Enfin, ces créances étaient évaluées selon des règles particulières qui remontaient à l'émission de l'emprunt de défense nationale de 1936⁶⁰. Mais, à la fin du XX^e siècle, l'environnement et le mode de fonctionnement des marchés financiers avaient subi une telle évolution par rapport à ce qu'ils étaient

59 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1998), 23 avril, n° 200.

60 Boemle *et al.* (2002), p. 941, pour plus de détails.

dans les années trente, le déroulement des opérations sur titres était devenu à ce point différent⁶¹, et le volume des inscriptions au livre de la dette de la Confédération si insignifiant, que l'abolition de cet instrument s'était imposée inéluctablement⁶².

10.4.6 De nouveaux principes fondés sur la liberté de contracter et la rétribution des prestations

La question de la délimitation des prestations d'une manière qui soit conforme à l'ordre économique intéressait pour l'essentiel les institutions fédérales qui pouvaient en bénéficier et touchait à l'ampleur des prestations que la BNS était tenue de leur fournir à titre gracieux. Cette réflexion déboucha sur un réaménagement des relations entre la Confédération et la Banque nationale dans le cadre de la révision de la loi sur la Banque nationale.

Quand, au milieu des années quatre-vingt, la Banque nationale dénonça ses relations avec le secteur non bancaire, sa décision affecta également une entreprise proche de la Confédération. Cette entreprise demanda que son cas soit réexaminé et put par la suite rester cliente – payante – de la BNS⁶³. Lorsque, quelques années plus tard, cette même entreprise chercha à obtenir une réduction du prix des prestations, la Direction générale commanda un avis de droit sur la question des prestations fournies à la Confédération. Cette expertise arriva à la conclusion que le droit en vigueur laissait à la Banque nationale une certaine marge discrétionnaire, et la Direction générale décida de l'exploiter en décrétant que l'obligation de contracter et la gratuité des prestations ne pouvaient s'appliquer à toutes les institutions de la Confédération. A ses yeux, ces principes ne pouvaient valoir que pour la Confédération au sens strict, à savoir l'Administration fédérale et les institutions fédérales sans personnalité juridique, ainsi que celles qui étaient particulièrement proches de la Confédération. Plus le temps passait, et plus la Banque nationale doutait du bien-fondé de la gratuité des prestations qu'elle fournissait à l'Etat. Aussi, dans sa Charte de 1994, se fixa-t-elle pour objectif d'éviter autant que possible d'engendrer des distorsions de la concurrence en fournissant des services bancaires à la Confédération⁶⁴.

En 1997, une institution fédérale ayant manifesté son intérêt pour un service de *global custody* – un type de service bancaire nouveau pour l'époque –, la Direction générale tenta de définir de manière plus précise le rôle qui devrait

61 Boemle *et al.*, p. 941, pour plus de détails.

62 Message (2002), pp. 5826ss.

63 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1986), 4 septembre, n° 297.

64 BNS, Charte de la BNS (1994), p. 8.

être celui de la BNS en tant que banquier de la Confédération. Inspirée en ce sens par les débats qui tournaient alors autour des notions de nouvelle gestion publique, d'externalisation et de privatisation, elle se demanda à quoi devrait ressembler, du point de vue économique général, une relation client optimale entre la Confédération et la Banque nationale. Sa conclusion fut que, *de facto*, la gratuité des prestations était une illusion, dans la mesure où les prestations qu'elle fournissait ainsi grevaient son bénéfice et se faisaient donc au détriment des cantons pour les deux tiers et de la Confédération elle-même pour le tiers restant. Si cet aspect avait pu être ignoré avant que la Banque ne suspende ses distributions de bénéfices, soit jusqu'à la convention de 1992, la Direction générale était désormais résolue à le traiter comme il convient.

Selon la Banque nationale, il importait, conformément à deux exigences de l'ordre économique – éviter des distorsions du marché, et ne pas porter atteinte à la règle de distribution des bénéfices – que les prestations gratuites soient limitées au minimum légal. Dans sa recherche de solutions, la Banque nationale avait également étudié la possibilité que d'autres prestataires se substituent à elle. Une solution d'externalisation avait déjà fait ses preuves au début des années nonante, lorsque la mise aux enchères de créances comptables à court terme sur la Confédération avait donné à la BNS l'occasion de tester une dernière fois les limites qu'elle entendait se fixer dans son rôle de banque des banques. En 1989 en effet, le niveau élevé des taux à court terme avait attiré un large public sur le marché monétaire. Pour éviter les frais perçus par les banques, de nombreux particuliers s'étaient adressés directement à la Banque nationale pour souscrire des créances comptables à court terme sur la Confédération, prestation qui leur était fournie gratuitement. Alors qu'auparavant la BNS ne traitait que quelques douzaines d'offres groupées de banques à chaque émission, le volume des souscriptions se multiplia au point que l'infrastructure de la Banque, qui était conçue pour traiter des affaires «de gros», se trouva rapidement dépassée, d'autant plus que les exigences en matière de vérification de l'identité des clients, qui venaient d'être renforcées dans le cadre de la lutte contre le blanchiment d'argent, nécessitaient un travail accru. La Direction générale envisagea plusieurs options, comme le relèvement du montant minimum pouvant être souscrit, le prélèvement d'une commission, l'augmentation de ses capacités internes ou l'abandon pur et simple des souscriptions émanant du public. Mais la crainte de faire la une à cause d'une opération accessoire et des divergences de vues avec le Département fédéral des finances, qui espérait voir sa charge d'intérêts diminuer grâce à cette large participation du public, retardèrent l'adoption d'une solution. Finalement, les partenaires décidèrent que PostFinance proposerait au public des placements

sous forme de dépôts à terme auprès de la Confédération, et qu'à partir de 1993 la Banque nationale, en tant que banque des banques, se concentrerait sur son rôle de grossiste dans le domaine des émissions.

En 2004, PostFinance prit une nouvelle fois le relais de la BNS lorsque, à la suite d'abus au sein de la troupe, l'armée s'était mise en quête d'une solution plus moderne pour effectuer ses règlements en numéraire. En tant qu'opératrice du trafic des paiements de masse, il lui était en effet possible d'offrir des prix raisonnables, y compris pour des solutions sur mesure. De son côté, avec son infrastructure de grossiste, la Banque nationale n'était plus à même de répondre à un coût acceptable aux exigences du trafic des paiements avec la clientèle, quand bien même elle avait jusque-là fourni cette prestation.

Vers la fin des années nonante, alors que le projet de révision de la loi sur la BNS commençait à prendre forme, la Banque nationale analysa de manière approfondie son rôle de banquier de la Confédération et opta pour les principes de la liberté de contracter et de la rétribution des prestations, qui furent tous deux introduits dans la nouvelle loi. La Banque nationale n'est donc plus tenue de faire le banquier de la Confédération à n'importe quelles conditions; elle peut désormais en négocier les termes sur un pied d'égalité. Toutefois, la Banque nationale ne peut en principe refuser sans motif valable de fournir des services bancaires à la Confédération⁶⁵. Si cette dernière ne trouve pas de substitut équivalent sur le marché, la Banque nationale a l'obligation de répondre à sa demande. Comme par le passé, la Confédération reste libre dans le choix de ses fournisseurs. Mais lorsqu'elle fait appel à la BNS, elle doit aussi la rétribuer équitablement. En 2006, les institutions fédérales ont ainsi payé environ trois millions de francs à la Banque nationale au titre des prestations bancaires reçues.

A aucun moment des considérations de rendement n'ont joué un rôle dans la décision de la BNS. En effet, à la suite de l'accumulation, à partir des années septante, d'un important volume de réserves de devises faisant l'objet de placements rémunérés, son assise financière s'était considérablement améliorée et se présentait sous un jour entièrement différent de ce qu'elle avait été durant les premières décennies de son existence, lorsque les prestations que la Banque devait fournir gratuitement à la Confédération constituaient pour elle un lourd fardeau⁶⁶. Sa décision fut plutôt la conséquence de sa conviction, toujours plus profonde, qu'il valait mieux, conformément aux principes de l'ordre économique, que la Confédération se procure sur le marché les services

65 Message (2002), p. 5695.

66 Jöhr (1915), p. 359.

bancaires dont elle a besoin, le prix qu'elle aurait alors à payer ayant pour effet de la réfréner⁶⁷. Au demeurant, les raisons qui avaient pu justifier à l'origine la gratuité des prestations n'avaient plus cours: la gratuité en contrepartie du monopole des billets n'était plus défendable en regard du montant actuel des distributions de bénéfice. De plus, le système bancaire suisse s'est à ce point développé dans l'intervalle que l'on ne peut plus considérer les prestations bancaires fournies à la Confédération comme des tâches publiques que seule la Banque nationale pourrait être tenue d'assumer⁶⁸.

10.4.7 L'interdiction d'accorder des crédits aux pouvoirs publics

Lors de la révision de la loi sur la BNS, la Banque nationale avait également tenu à ce que la norme lui interdisant d'octroyer des crédits aux pouvoirs publics soit formulée plus clairement. Tout le monde s'accorde sur ce principe dont le but est d'empêcher la banque d'émission de faire tourner la planche à billets pour financer le budget de l'Etat, et par là enfler la circulation monétaire et provoquer de l'inflation. Dans l'ancienne loi sur la Banque nationale, cette interdiction était dissimulée derrière une formulation datant des premiers projets de loi de 1896 et 1899⁶⁹, selon laquelle la BNS «effectue des paiements pour le compte de la Confédération jusqu'à concurrence de l'avoir dont celle-ci dispose chez elle» (art. 15, al. 1, aLBN). Quelques années à peine après la fondation de l'institut d'émission, la Direction générale avait cependant décidé d'escompter les bons émis par la Confédération, les cantons et les communes. L'autorisation formelle lui fut accordée plus tard, lors de la révision de 1911. Ces opérations jouèrent un rôle de premier plan durant la Première Guerre mondiale et pendant la crise des années trente, la Banque nationale acquérant alors à plusieurs reprises les titres des mains mêmes du débiteur⁷⁰. Si les observateurs les plus critiques n'ont jamais émis de doute quant à la légitimité pour la banque centrale d'acheter des titres d'Etat sur le marché secondaire, il est en revanche généralement considéré comme discutable qu'un Etat émette des titres à seule fin de les faire acheter par la banque centrale. La Banque nationale connaît le problème pour en avoir fait l'expérience: ces acquisitions directes, pendant la Première Guerre mondiale, de bons émis par la Confédération, provoquèrent une telle augmentation de la circulation monétaire que, vers la fin du conflit, l'inflation atteignit des sommets⁷¹ (1.4).

67 Message (2002), p. 5693.

68 Message (2002), pp. 5691s.

69 Message (1904), pp. 452s.

70 BNS (1957), pp. 191ss.

71 BNS (1982), p. 28.

Et pourtant, même après la Seconde Guerre mondiale, la Banque nationale continua en certaines occasions à octroyer des crédits à la Confédération. Avec le recul, ces opérations apparaissent tout aussi problématiques, quoiqu'elles aient pris de moindres proportions en termes de volume et d'effets attendus que les crédits concédés durant le premier conflit. Il faut cependant remettre cette pratique en perspective, en considérant notamment les difficultés propres au régime des changes fixes: à l'époque, dès que la BNS cherchait à combattre la surchauffe en relevant les taux d'intérêt, des liquidités affluaient de l'étranger et constituaient une réelle menace pour sa politique de restriction. Le risque de change étant inexistant, rien ne s'opposait aux opérations d'arbitrage de taux à l'échelle internationale. A cela s'ajoute le fait qu'à l'époque déjà les loyers étaient liés aux taux hypothécaires pour des raisons politiques, de sorte que tout relèvement des taux commençait par provoquer une poussée inflationniste avant de déployer ses effets modérateurs sur la conjoncture et la hausse des prix.

Dans cette situation, la Banque nationale fut souvent amenée à retarder le moment où elle relèverait ses taux⁷². Et puisque les différents segments du marché des capitaux se comportent comme des vases communicants, elle était obligée d'intervenir sur tous les fronts, y compris par conséquent sur le marché obligataire, où elle concentrait ses interventions sur les emprunts de la Confédération⁷³. Elle avait deux bonnes raisons pour agir ainsi: premièrement, elle pouvait de cette manière influencer directement le rendement moyen des obligations de la Confédération, qui était alors l'indicateur de taux le plus suivi. Deuxièmement, en sa qualité de chef de file du consortium d'émission, la Banque nationale se sentait responsable du succès des émissions obligataires de la Confédération. Or, il pouvait s'avérer difficile de placer un emprunt dans son intégralité lorsque les taux d'intérêt étaient orientés à la hausse. Pour des questions techniques, la Confédération devait communiquer les conditions de l'emprunt quelques jours avant la date de souscription, si bien qu'au moment de l'émission le coupon et le prix d'émission n'étaient pas toujours conformes aux conditions du marché. De plus, les opérateurs interprétaient volontiers l'insuccès d'une émission fédérale comme indicateur d'une poursuite de la tendance haussière des taux. Afin d'empêcher ce phénomène, la Banque nationale intervenait à maintes reprises pour soutenir le marché, en achetant notamment des obligations en Bourse.

⁷² BNS (1982), pp. 180s.

⁷³ BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1979), 15 février, n° 125/1.

Lors de l'effondrement du régime des changes fixes, le franc suisse était sous-évalué. L'afflux de capitaux étrangers perdura donc encore un certain temps, les opérateurs escomptant une réévaluation. Aussi la Banque nationale poursuivit-elle ses interventions sur le marché des capitaux après 1973. Il était même parfois arrivé qu'elle acquière le solde non souscrit des emprunts de la Confédération ou des cantons. En 1977, les trois quarts d'un emprunt de la Confédération de 500 millions de francs prirent ainsi le chemin du portefeuille de la Banque nationale⁷⁴. Une partie de cette somme fut temporairement mise en attente auprès de la Trésorerie fédérale, car la Banque nationale craignait que sa politique interventionniste n'ait pas l'effet escompté si le public avait eu vent de ces opérations par le biais de son bilan périodique⁷⁵. Les procès-verbaux de séances ne contiennent aucune indication permettant de penser que la Direction générale aurait vu un problème dans ces manipulations. Pourtant, l'interdiction d'octroyer des crédits aux pouvoirs publics telle que l'avait envisagée le législateur de 1904 était probablement plus étendue que ne pouvait l'indiquer la formulation imprécise qu'il avait choisie. En tout état de cause, le message de 1899 stipulait clairement qu'il serait «interdit à la banque de participer directement à l'émission d'emprunts de la Confédération et des cantons»⁷⁶.

Mais deux événements indépendants l'un de l'autre précipitèrent le changement. En janvier 1980, la Banque nationale changea de mode d'émission pour les emprunts de la Confédération et opta pour la procédure d'appel d'offres. De ce fait, l'un des motifs qu'elle avait d'intervenir sur le marché – le décalage dans le temps entre la fixation du cours et l'attribution aux souscripteurs – disparaissait. Par ailleurs, l'échec d'une émission n'était plus possible, puisque dans le nouveau système les souscripteurs ne se voyaient plus attribuer que le nombre d'obligations qu'ils étaient prêts à acquérir au prix offert.

Dans un premier temps, la Direction générale laissa la Banque poursuivre ses interventions sur le marché entre les échéances des émissions. Mais elle modifia cette pratique peu après, à la suite de sa décision d'accroître la masse monétaire par le biais notamment d'opérations d'*open market* sur le marché obligataire en francs (8.1.3). Lors de la mise au point de ce mode d'action, le groupe de travail chargé du projet avait souligné que les opérations d'*open market* devraient entraver le moins possible le fonctionnement du marché, car une pratique agressive en la matière pourrait avoir des incidences sur la

74 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1977), 4 août, n° 555/2.

75 BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (1977), 30 mars, n° 244/1, et 9 juin, n° 413/1.

76 Message (1899), p. 355.

structure et la tendance des taux et compliquer ainsi l'analyse de la situation dans le cadre de la politique monétaire. Les interventions pratiquées jusque-là pour exercer une influence sur le marché obligataire apparaissaient donc sous un jour nouveau, et le groupe de travail recommanda de soumettre cet usage à un examen approfondi. Quelque temps plus tard, la Direction générale constata que ces interventions étaient en contradiction avec la politique de la BNS⁷⁷, après quoi il n'en fut plus question. Elle entendait à tout prix éviter de donner l'impression que ces achats d'*open market* servaient à financer les déficits de la Confédération⁷⁸. C'est pourquoi des directives internes, émises au milieu des années quatre-vingt, ont limité les possibilités de ce type d'opérations au marché secondaire. Dès 1995, les lignes directrices émises à l'intention des opérateurs sur les marchés stipulaient expressément que ces achats ne devaient en aucun cas faciliter l'endettement des pouvoirs publics⁷⁹.

Cette évolution trouva son épilogue lors de la révision totale de la loi sur la Banque nationale sous forme d'une description précise de l'interdiction légale d'octroyer des crédits, inspirée du droit européen. La formulation choisie ne laisse plus aucune place au malentendu: «La Banque nationale ne peut ni accorder de crédits et de facilités de découvert à la Confédération, ni acquérir, à l'émission, des titres de la dette publique.» (art. 11, al. 2, LBN).

10.5 La Banque nationale aux prises avec son rôle pendant la Seconde Guerre mondiale

PETER KLAUSER

10.5.1 Introduction

Vers le milieu des années nonante, le rôle de la Suisse durant la Seconde Guerre mondiale a gagné en actualité de manière inattendue à l'intérieur comme à l'extérieur du pays. Le débat – outre celui sur la politique de la Confédération à l'égard des réfugiés – s'est focalisé sur les relations financières de la Suisse au cours du conflit. Il a porté sur divers sujets, tels que l'ampleur et le sort des avoirs ayant appartenu à des victimes du régime national-socialiste et qui avaient été déposés en Suisse avant ou pendant la guerre (autrement dit la problématique des fonds en déshérence), les opérations sur

77 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1981), 12 mars, n° 152/4.

78 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1981), 18 juin, n° 360/3.

79 BNS, procès-verbal de séance de la Direction générale (1995), 19 octobre, n° 427.

or de la Banque nationale durant la guerre, ou encore le sort des avoirs du régime nazi placés en Suisse. En 1996, la Suisse subit de très fortes pressions, de la part d'organisations britanniques et américaines surtout. De lourdes critiques furent formulées à l'encontre du pays sur son comportement durant la guerre: la Suisse devait rendre des comptes sur les zones d'ombre de cette période de son histoire et indemniser financièrement les victimes du national-socialisme et leurs descendants⁸⁰.

Dans une situation qui prenait de plus en plus l'allure d'une crise politique intérieure et extérieure, les milieux concernés réagirent à différents niveaux. En mai 1996, l'Association suisse des banquiers (ASB) signa un protocole d'accord instituant un comité spécial (*Independent Committee of Eminent Persons, ICEP*) avec diverses organisations juives, à savoir l'Organisation mondiale pour la restitution des avoirs juifs, le Congrès juif mondial et l'Agence Juive. Ce comité avait pour tâches de surveiller les recherches menées par les banques suisses sur les avoirs en déshérence et de proposer une procédure d'examen des demandes en restitution de ces avoirs⁸¹. Il était présidé par Paul Volcker, l'ancien président de la Réserve fédérale américaine, d'où son appellation de «Comité Volcker». Par ailleurs, en octobre 1996, le Conseil fédéral constitua une *task force* dont la mission était de sauvegarder les intérêts suisses dans le dossier des avoirs des victimes du nazisme par le moyen d'une communication active avec les différents groupes cibles, mais aussi de coordonner l'activité des diverses instances impliquées. Enfin, en décembre de la même année, le Parlement adopta un arrêté fédéral instituant la Commission Indépendante d'Experts Suisse – Seconde Guerre Mondiale (CIE ou Commission Bergier) chargée d'étudier les relations économiques et financières de la Suisse avec les puissances belligérantes⁸².

10.5.2 Une relecture des opérations sur or de la BNS durant la Seconde Guerre mondiale

La Direction générale de la Banque nationale accueillit favorablement ces mesures et s'engagea à apporter une contribution significative aux recherches relatives aux opérations sur or effectuées par la BNS durant la Seconde Guerre mondiale. Un groupe de travail interne dirigé par Jean-Pierre Roth, qui était alors vice-président de la Direction générale, entreprit en automne 1996 de quantifier systématiquement les opérations sur or de la BNS en se fondant sur

80 Voir par exemple Maissen (1997), p. 13.

81 Maissen (2005), pp. 214ss.

82 Arrêté fédéral concernant les recherches historiques et juridiques sur le sort des avoirs ayant abouti en Suisse à la suite de l'avènement du régime national-socialiste, RO 1996 3487.

la comptabilité-matière tenue durant cette période. Il mit également en forme l'ensemble des documents archivés, afin que les chercheurs de la Commission Bergier et d'autres milieux intéressés puissent y accéder plus aisément.

En mars 1997, la Banque nationale publia une statistique exhaustive de ses opérations sur or durant la Seconde Guerre mondiale, incluant les opérations pour compte propre effectuées en Suisse et à l'étranger, mais aussi les mouvements dans les dépôts d'or détenus par des banques centrales étrangères à la Banque nationale à Berne. Il apparut que, pendant la guerre, la Banque nationale avait acheté de l'or pour une valeur totale nette de 1355 millions de francs aux puissances de l'Axe (Allemagne, Italie et Japon) et de 1823 millions de francs aux Alliés. Entre 1939 et 1945, le stock suisse de métal jaune avait augmenté de 2122 millions de francs, sous forme de dépôts d'or détenus à New York, Londres et Ottawa. Ceux-ci étaient toutefois bloqués. Au cours de la même période, le stock d'or détenu en Suisse avait légèrement diminué. A cette époque, la *Reichsbank* et d'autres banques centrales européennes entretenaient des dépôts auprès de la BNS à Berne, afin de faciliter leurs paiements réciproques. Pendant la durée des hostilités, la *Reichsbank* livra sur ce compte pour 1655 millions de francs d'or, dont 1224 millions (251,3 tonnes) furent acquis par la BNS. L'Allemagne utilisa le solde pour des paiements en faveur du Portugal, de la Suède et d'autres pays⁸³. La statistique présentée par la BNS confirma pour l'essentiel les chiffres avancés dès le milieu des années quatre-vingt par divers auteurs qui avaient étudié les opérations sur or entre la Banque nationale et la *Reichsbank*, après l'expiration du délai de protection appliqué aux documents archivés de la Confédération⁸⁴.

En mai 1998, la Commission Bergier publia un rapport intermédiaire afférent aux opérations sur or de la Suisse pendant la Seconde Guerre mondiale. Ce rapport, qui se fonde sur les chiffres fournis par la BNS – vérifiés ensuite par la Commission elle-même –, porte un regard très critique sur la politique de la Banque nationale pendant la guerre. Il reproche notamment à la Direction générale de l'époque d'avoir maintenu la libre convertibilité du franc en or sans tenir compte des conséquences politiques et morales de cette stratégie. La Commission Bergier s'est également penchée sur les arguments présentés par la BNS à la fin de la guerre pour justifier ses opérations avec la *Reichsbank*

83 Roth (1997), p. 1 et CIE (2002a), p. 52, pour les cours de conversion.

84 Durrer (1984), p. 203. Vogler (1985), p. 70. Rings (1985), pp. 197s. Ces publications s'appuyaient sur un rapport du 16 mai 1946 de la Direction générale de la Banque nationale concernant les opérations sur or entre la Banque nationale suisse et la *Reichsbank* pendant la guerre de 1939 à 1945.

(1.7). Sa conclusion est que ni la bonne foi, ni la neutralité, ni l'effet dissuasif des opérations sur or n'étaient des arguments convaincants⁸⁵.

La Direction générale qualifia le rapport intermédiaire sur l'or d'étude minutieuse et de qualité. Dans sa prise de position publique, elle considéra, à l'instar de la Commission Bergier, que la Direction générale d'alors avait eu une conception étreinée de la bonne foi et une interprétation trop étroite du droit international. Elle releva toutefois que la Commission aurait dû envisager la possibilité que les dirigeants de l'époque aient involontairement sous-estimé leur marge de manœuvre. La Banque nationale estima en outre que l'absence d'une analyse approfondie de la politique économique de la Suisse pendant la guerre constituait une lacune du rapport intermédiaire⁸⁶.

Il ressort également du rapport intermédiaire de la Commission Bergier que le volume d'or transféré par la *Reichsbank* des camps de concentration vers son dépôt à la BNS était plus important qu'on ne l'avait imaginé. Une étude du Département d'Etat des Etats-Unis avait chiffré à 37 kilos la quantité d'or provenant des camps de concentration et ayant abouti dans les coffres de pays neutres après avoir transité par le «compte Melmer»⁸⁷, alors que, selon la Commission Bergier, la *Reichsbank* aurait transféré au total 119,5 kilos d'or sous forme de lingots des camps de concentration vers son dépôt à la BNS⁸⁸. Le rapport intermédiaire confirme toutefois qu'à cette époque la Direction générale ne pouvait pas connaître l'origine de cet or. Dans sa prise de position du 18 juin 1998, la Banque nationale n'en regretta pas moins «profondément que les tourments de la guerre aient pu impliquer la Banque nationale de cette manière dans les horreurs de l'Holocauste»⁸⁹.

Au vu de certaines lacunes du rapport intermédiaire sur l'or présenté par la Commission Bergier, la Direction générale jugea opportun d'approfondir la question sous l'angle de la politique économique. Aussi la Banque nationale publia-t-elle au mois de mars 1999 une étude menée par deux de ses collaborateurs scientifiques sur les motivations monétaires des opérations sur or pendant la Seconde Guerre mondiale. Cette étude montre que la politique monétaire des dirigeants de l'époque avait visé trois objectifs: asseoir la confiance dans le franc suisse, éviter une hausse démesurée de l'inflation et maintenir la solvabilité internationale de la Suisse afin d'assurer l'approvisionnement du pays en biens d'importance vitale. Pour atteindre ces objectifs,

85 CIE (1998), pp. 123ss.

86 Roth (1998), p. 2.

87 Eizenstat (1997), p. 168.

88 CIE (1998), p. 197 et CIE (2002a), p. 69, pour les chiffres détaillés.

89 Roth (1998), p. 3.

les dirigeants avaient estimé qu'il fallait préserver les conditions de la convertibilité-or du franc malgré la guerre. En conclusion, l'étude considère que la Banque nationale avait globalement atteint ces objectifs. Selon les auteurs, le revers de la médaille de cette politique fut l'achat d'or à la *Reichsbank*, dont la provenance était devenue de plus en plus douteuse à mesure que la guerre se prolongeait. Dès 1943, la Banque nationale avait regagné une marge de manœuvre monétaire qui lui aurait permis de limiter plus rapidement ses opérations avec la *Reichsbank*. Si elle ne l'a pas fait, c'est parce que ses dirigeants n'ont pas apprécié correctement les aspects politiques, juridiques et moraux des opérations sur or avec la *Reichsbank*⁹⁰.

La Banque nationale remit cette étude à la Commission Bergier à titre de contribution à ses recherches. Ses conclusions furent prises en considération dans la partie du rapport final traitant des opérations sur or de la Suisse pendant la Seconde Guerre mondiale, rapport publié par la CIE au printemps 2002⁹¹. A cette occasion, la Direction générale exprima une nouvelle fois le regret que les dirigeants de l'époque n'aient pas accordé une plus grande attention au problème de l'or pillé⁹². Le mandat de la Commission Bergier s'est achevé à la fin du mois de décembre 2001, et son rapport final a été publié en quatre langues en mars 2002. La question des opérations sur or de la BNS durant la Seconde Guerre mondiale y est traitée de façon résumée⁹³.

10.5.3 La contribution de la Banque nationale au Fonds pour les victimes de l'Holocauste

Vers la fin de 1996, l'attitude des banques suisses dans le dossier des fonds en déshérence fit l'objet de critiques de plus en plus virulentes à l'étranger. Aux Etats-Unis, certaines autorités commencèrent à envisager des sanctions, voire un boycott contre des entreprises helvétiques⁹⁴. Dans ce contexte, les grandes banques annoncèrent le 5 février 1997 qu'elles verseraient globalement 100 millions de francs à un fonds en faveur des victimes de l'Holocauste. Peu après, le 26 février, le Conseil fédéral adoptait l'ordonnance portant sur le «Fonds spécial en faveur des victimes de l'Holocauste/Shoah dans le besoin»⁹⁵. Il avait toutefois exclu une participation financière de la Confédération, car il ne souhaitait pas anticiper sur les conclusions de la Commission Bergier.

90 Crettol et Halbeisen (1999), pp. 53ss.

91 CIE (2002a), p. 145 et p. 246.

92 BNS, communiqué de presse du 25 mars 1999.

93 CIE (2002b), pp. 224–238.

94 Maissen (2005), p. 290 et p. 295.

95 RO 1997 811.

La Direction générale se demanda si la Banque nationale devait participer au financement de ce fonds. En principe, la question des opérations sur or de la BNS durant la Seconde Guerre mondiale avait été réglée par l'Accord de Washington du 25 mai 1946, en vertu duquel la Suisse s'était engagée à participer à la reconstruction européenne à hauteur de 250 millions de francs, dont 100 millions à charge de la BNS (2.2.3). En contrepartie, les Alliés avaient renoncé à toute prétention sur l'or acheté par la Suisse à l'Allemagne durant la guerre. Ce n'est donc pas sans inquiétude que, au début de 1997, la Banque nationale vit se développer dans le public le débat à propos de ses opérations sur or durant la Seconde Guerre mondiale. Dans un rapport du Ministère britannique des Affaires étrangères notamment, il était largement fait état des négociations du printemps 1946 entre la délégation suisse et les Alliés, à Washington. Ce rapport laissait entendre que la Suisse s'en était trop bien tirée avec ce versement de 250 millions de francs pour solde de tout compte, car les Alliés l'avaient mise en garde dès 1943 au sujet des avoirs volés par les nazis⁹⁶. La Direction générale ne douta pourtant à aucun instant que les négociateurs de l'Accord de Washington avaient eu connaissance de l'ampleur des opérations sur or passées entre la *Reichsbank* et la BNS⁹⁷. Pour elle, il n'y avait donc aucune raison de revenir sur la question⁹⁸. Néanmoins, par compassion pour les personnes qui, à la fin du XX^e siècle, souffraient encore des séquelles du nazisme, mais aussi parce que le comportement des dirigeants de l'époque n'avait pas été sans reproche, la Banque nationale décida de verser une contribution de 100 millions de francs au Fonds suisse en faveur des victimes de l'Holocauste. La Direction générale communiqua publiquement son intention le 5 mars 1997, simultanément au discours du Président de la Confédération Arnold Koller (9.3.1).

Le montant de la participation financière de la Banque nationale avait été déterminé sur la base des recettes provenant de ses opérations sur or avec la *Reichsbank*, lesquelles avaient pu être chiffrées à 20 millions de francs de l'époque, grâce à l'étude systématique des sources internes. Considérant que le prix du métal jaune avait été multiplié par 3,5 entre 1940 et 1997, la Banque nationale avait estimé la valeur actualisée de ce patrimoine supplémentaire à 70 millions de francs. Compte tenu de la nature humanitaire du fonds et des

96 Rapport Rifkind (1996), pp. 7ss; toutefois, ce rapport évaluait faussement à 2,2 milliards de francs (au lieu de 1,2 milliard) les livraisons d'or allemand à la Suisse. Voir Maissen (2005), p. 228.

97 CIE (1998), pp. 191ss, ce que confirmèrent ensuite les investigations de la Commission Bergier.

98 BNS, 90^e rapport de gestion 1997, p. 50.

contributions des autres donateurs importants, la Direction générale jugea qu'une participation de la BNS à hauteur de 100 millions de francs serait appropriée⁹⁹. Le Conseil fédéral accueillit très favorablement au titre de mesure d'urgence cette proposition de la Banque nationale par laquelle la Suisse officielle s'associait aux efforts de l'économie privée en faveur des victimes de l'Holocauste qui se trouvaient dans le besoin.

Se fondant sur les considérations du service juridique de la BNS et sur un avis de droit de l'Office fédéral de la justice, la Direction générale et le Conseil fédéral étaient parvenus à la conclusion que la loi sur la Banque nationale ne constituait pas une base suffisante pour justifier un tel versement. Cette contribution, qui représentait tout de même un sixième du bénéfice annuel distribué à l'époque (8.4.4), revêtait plutôt pour la BNS le caractère d'une nouvelle tâche publique, visant essentiellement des objectifs de politique étrangère. A l'appui de leur argumentation, les experts relevèrent que, pour déboursier sa contribution aux 250 millions de francs versés par la Suisse en application de l'Accord de Washington de 1946, la Banque nationale avait reçu à l'époque un mandat clair des Chambres fédérales sous forme d'un arrêt simple¹⁰⁰ (2.2.3). Le 25 juin 1997, le Conseil fédéral soumit donc au Parlement un projet d'arrêt de portée générale dans le but de créer une norme spéciale permettant à la BNS de participer financièrement au Fonds en faveur des victimes de l'Holocauste. Dans son message, il tint toutefois à préciser que les arguments apportés pour justifier la contribution de la Banque nationale au Fonds n'anticipaient en aucune façon sur les travaux de la Commission Bergier. Et d'ajouter: «Dans la mesure où il contient des estimations sur des faits historiques actuellement connus, ce message reflète l'opinion de la BNS. Le Conseil fédéral réserve expressément son appréciation définitive.»¹⁰¹

Lors des auditions de la Commission des affaires juridiques du Conseil national, à la fin du mois d'août 1997, les professeurs Leo Schürmann et Peter Nobel avaient soutenu, contre l'avis du Conseil fédéral et de la Banque nationale, que la base légale pour le versement de la contribution prévue procédait directement de la nature juridique de la BNS en tant que société anonyme régie par une loi spéciale du droit fédéral et responsable elle-même de la sauvegarde de son image. La Banque nationale pouvait agir de manière autonome, car la contribution envisagée, du fait de son lien étroit avec les opérations sur or effectuées pendant la Seconde Guerre mondiale, était conforme au but de

⁹⁹ Message (1997), pp. 1215s.

¹⁰⁰ FF 1946 III 967, RO 1946 1061.

¹⁰¹ Message (1997), p. 1207.

la société. De plus, elle servait très clairement l'intérêt général, et son montant ne semblait pas disproportionné. De son côté, le professeur Daniel Thürer avait soutenu au cours de la même audition que le Parlement avait le choix soit d'autoriser la Banque nationale à verser une contribution au Fonds au moyen d'un arrêté fédéral de portée générale, soit de renoncer à prendre une décision et reconnaître ainsi de manière implicite l'autonomie de la Banque nationale en la matière.

Dans sa majorité, la Commission des affaires juridiques du Conseil national partagea l'avis des professeurs et décida de ne pas entrer en matière sur le projet du Conseil fédéral. Les assemblées plénières des deux Chambres en firent autant, le 29 septembre 1997 au National et le 7 octobre aux Etats¹⁰². Dans les débats au Conseil national, des mots parfois empreints de polémique furent prononcés à l'égard de la Banque nationale, qui aurait peur de son propre courage et voudrait d'une certaine manière «déposer sa responsabilité au vestiaire du Parlement»¹⁰³, et qu'en d'autres circonstances elle aurait mieux su prendre ses responsabilités et défendre son autonomie. De toute évidence, dans un contexte d'agacement populaire croissant face aux pressions étrangères, les parlementaires redoutaient que la contribution de la Banque nationale au Fonds ne soit refusée par le peuple en cas de référendum. Un conseiller aux Etats aborda cette question ouvertement et fit remarquer que «la confiance du peuple dans son Parlement n'en ressortirait pas particulièrement grandie»¹⁰⁴. Globalement toutefois, le débat parlementaire fut bienveillant à l'égard d'une contribution de la BNS au Fonds en faveur des victimes de l'Holocauste.

La Direction générale s'était préparée à une telle issue et, dès la séance du Conseil de banque du 31 octobre 1997, elle proposa à celle-ci d'approuver un versement de 100 millions de francs au Fonds en faveur des victimes de l'Holocauste. Elle releva qu'en adoptant dès le début du débat une ligne de conduite volontairement prudente, elle avait voulu éviter que l'on puisse reprocher à la Banque nationale un manque de légitimité démocratique sur cette question politiquement sensible. Si toutefois le Parlement devait juger qu'une base légale ad hoc ne s'imposait pas, il lui semblait acceptable que la BNS décide de sa contribution en toute autonomie¹⁰⁵. Le Conseil de banque approuva la proposition et, le 3 novembre 1997, la Banque nationale put virer le montant prévu sur le compte du Fonds.

102 BO CN (1997), pp.1792ss et p.1805. BO CE (1997), pp.913ss et p.922.

103 Intervention de la conseillère nationale Grendelmeier, BO CN (1997), p.1798.

104 Intervention du conseiller aux Etats Rhinow, BO CE (1997), p.918.

105 BNS, contribution de la BNS (1997).

Avec les apports de l'économie privée, le Fonds en faveur des victimes de l'Holocauste recueillit au total un montant de 275 millions de francs, qui passa finalement à 295 millions avec les intérêts. Ce montant a été distribué au cours des quatre années suivantes, principalement en Europe de l'Est, à des personnes dans le besoin – ou à leurs descendants dans le besoin – et qui avaient été persécutées pour des raisons raciales, religieuses, politiques ou autres, ou qui avaient été victimes d'une quelconque manière de l'Holocauste. En 1998, la Banque nationale avait encore assumé des coûts à hauteur de 2,5 millions de francs pour des travaux de révision afférents au Fonds¹⁰⁶.

10.5.4 Les avoirs en déshérence déposés à la Banque nationale

La loi de 1905 sur la Banque nationale autorisait la BNS à nouer dans une certaine mesure des relations bancaires avec des particuliers suisses et étrangers. Au début, la Banque nationale considéra que ces opérations constituaient pour elle une activité complémentaire¹⁰⁷. Vers le milieu des années quatre-vingt cependant, elle renonça définitivement à ce type d'opérations, qui n'avaient pas grand-chose à voir avec la fonction d'une banque centrale (10.4.4).

Au cours de ses investigations approfondies sur les relations financières de la Suisse durant la Seconde Guerre mondiale, la Banque nationale découvrit au printemps 1997 quelques comptes, dépôts et compartiments de coffres-forts en rapport avec la question des fonds en déshérence. Ces cas se répartissaient comme suit:

- Des fonds en déshérence que la Banque nationale avait notifiés à la Division de la justice du Département fédéral de justice et police sous le régime de l'arrêté fédéral du 20 décembre 1962 sur les avoirs en Suisse d'étrangers ou d'apatrides persécutés pour des raisons raciales, religieuses ou politiques¹⁰⁸. Quatre cas entraient dans cette catégorie: trois comptes totalisant environ 28 000 francs et un dépôt contenant des pièces d'or dont il n'était plus possible d'établir le nombre exact. Les avoirs en question avaient été dévolus au «Fonds d'avoirs en déshérence»¹⁰⁹ institué à cette époque.
- Des avoirs d'anciens clients suisses ou étrangers transférés sur des comptes détenus par la Banque. Il s'agissait de huit cas portant sur un montant total de 15 000 francs environ, dont 11 000 francs avaient appartenu à des clients étrangers.

106 BNS, 91^e rapport de gestion 1998, p. 82.

107 BNS (1932), p. 266.

108 FF 1963 I 23.

109 Message (1974), p. 801.

- En 1997, la Banque nationale disposait encore d'une documentation concernant deux cas non réglés de compartiments de coffres-forts remontant à la période allant de 1925 à 1945. Ces casiers contenaient des documents, mais ne renfermaient aucune valeur.

Dans l'optique de la Direction générale, seuls les avoirs transférés sur des comptes de la BNS posaient problème. Pour la plupart toutefois, ces cas concernaient soit des résidents suisses soit des transferts opérés avant 1934, ce qui permettait d'exclure tout lien entre les clients concernés et les persécutions du régime national-socialiste en Allemagne. De plus, à cette époque, de tels transferts étaient pratique courante dans les banques. La Direction générale décida tout de même d'informer le public des résultats de ses recherches, en précisant que les droits des personnes concernées et de leurs héritiers seraient préservés¹¹⁰. Enfin, la Banque nationale mit son rapport à la disposition de la Commission Bergier.

Peu de temps après, à la fin du mois de juin 1997, le Comité Volcker, la Commission fédérale des banques (CFB) et l'Association suisse des banquiers s'accordèrent sur une procédure de règlement des requêtes en restitution des avoirs en déshérence déposés dans des banques suisses avant la Seconde Guerre mondiale. A cette fin, ils instituèrent un tribunal arbitral spécial, le *Claims Resolution Tribunal* (CRT), avec siège à Zurich¹¹¹. Le même jour, la CFB adressa une circulaire aux banques les priant de dresser une liste de tous les avoirs en déshérence encore existants déposés chez elles avant le 9 mai 1945, et de la communiquer à une société de révision chargée de publier les noms de ces clients dans le monde entier.

En sa qualité de banque centrale, la Banque nationale ne figurait pas au nombre des destinataires de la circulaire de la CFB, mais elle décida malgré tout de donner suite à cette requête et de se soumettre, à ses frais, à la procédure arbitrale du CRT. Tandis que les dispositions relatives au secret bancaire avaient obligé les banques commerciales à se réfugier derrière la circulaire de la CFB pour pouvoir divulguer les noms de leurs clients, la Banque nationale ne connaissait aucune difficulté de cet ordre. Elle pouvait en effet se fonder par analogie sur la réglementation applicable aux autorités fédérales, qui prévoit un délai de 35 ans pour l'ouverture de ce type d'archives au public.

Sur cette base, la Banque nationale annonça l'existence de neuf relations avec des clients privés dont elle était sans nouvelles. Les noms de ces personnes figuraient sur les listes des titulaires d'avoirs en déshérence déposés en Suisse,

¹¹⁰ BNS, communiqué de presse du 11 avril 1997.

¹¹¹ Maissen (2005), pp. 457ss, pour des détails supplémentaires.

listes qui furent publiées dans le monde entier les 23 juillet et 29 octobre 1997. Treize requêtes furent déposées auprès du CRT, qui en valida deux. Comme l'on pouvait s'y attendre, ces dossiers n'étaient pas en relation avec l'Holocauste. Dans le premier cas, la Banque nationale a pu verser le montant en espèces à l'héritière du déposant initial, et dans le second, elle a remis le contenu du compartiment de coffre-fort à l'héritier. En janvier 2001, la Direction a pris acte de la fin de la procédure et du montant de la participation de la BNS aux frais, soit 25 000 francs environ. En participant aux procédures de recherche des fonds en déshérence et d'arbitrage, la Banque nationale a voulu montrer que, sur le plan interne également, elle vouait à la question des avoirs en déshérence toute l'attention requise.

10.5.5 Les plaintes collectives contre la Banque nationale

En date du 3 octobre 1996, des survivants de l'Holocauste déposèrent auprès de l'*US District Court* à Brooklyn/New York une plainte collective contre l'Union de Banques Suisses, la Société de Banque Suisse et d'autres *banking institutions* dont ils ne donnaient pas les noms. Par cette *class action*, ils demandaient la restitution, à hauteur de 20 milliards de dollars, d'avoirs qui auraient été déposés dans des banques suisses durant la Seconde Guerre mondiale et n'auraient pas été rendus à des victimes de l'Holocauste (affaire Weissshaus *et al.*). Une autre plainte collective, qui ne chiffrait pas le montant du dommage (Friedman *et al.*), fut déposée auprès du même Tribunal le 17 octobre 1996 contre les trois grandes banques suisses et l'Association suisse des banquiers en sa qualité de *co-conspirator*. Une troisième plainte collective contre des banques suisses, déposée par le Conseil mondial des Communautés juives orthodoxes (*World Council of Orthodox Jewish Communities*) le 29 janvier 1997 devant la même Cour, concernait plus particulièrement des biens pillés, puis transférés en Suisse¹¹². Etant donné que les catégories de plaignants étaient assimilables, le juge Edward Korman, qui avait été chargé du dossier, décida de regrouper ces plaintes collectives en une seule cause.

Dans la requête introductive Weissshaus, les plaignants exprimaient clairement leur intention de poursuivre non seulement les grandes banques suisses, mais également les établissements bancaires contrôlés par l'Etat (*public banks, quasi-governmental banks et governmental banks*). La Banque nationale devait donc s'attendre à être rattrapée tôt ou tard par la procédure ouverte aux Etats-Unis. C'est pourquoi la Direction générale décida de faire appel à

¹¹² Maissen (2005), pp. 244ss, pour des détails supplémentaires.

un cabinet d'avocats new-yorkais avec lequel elle avait déjà travaillé par le passé, afin d'observer attentivement l'évolution de la procédure engagée contre les grandes banques suisses et de préparer à titre préventif une défense au cas où elle serait visée par une plainte collective. La Banque nationale savait que, si elle devait être impliquée dans un procès, sa situation serait différente de celle des grandes banques. D'une part, elle n'avait pas de succursales, donc pas de domicile légal, aux Etats-Unis; la question de la compétence des tribunaux américains se poserait donc différemment pour elle. D'autre part, en tant que banque centrale, la Banque nationale pourrait bénéficier, dans une certaine mesure, de l'immunité étatique. Si elle avait demandé l'examen préliminaire de ces questions et de quelques autres, c'était afin de protéger les réserves monétaires suisses déposées aux Etats-Unis contre un éventuel séquestre judiciaire.

Au printemps de 1998, divers indices convergents semblèrent confirmer qu'une plainte collective contre la Banque nationale était en préparation. L'Ambassade de Suisse à Washington ainsi que des médias américains rapportèrent que l'avocat Michael Hausfeld, qui défendait déjà le dossier Friedman à New York, fourbissait ses armes. Le risque était réel pour deux raisons. Premièrement, le rapport intermédiaire de la commission Bergier concernant les opérations sur or de la BNS durant la Seconde Guerre mondiale (10.5.2) devait être publié sous peu et les plaignants espéraient y trouver de nouveaux arguments contre la Banque nationale. Deuxièmement, les plaignants s'acheminaient vers un compromis avec les grandes banques: on apprit en effet le 27 mars 1998 que des négociations dirigées par le sous-secrétaire d'Etat américain Stuart Eizenstat allaient s'ouvrir avec le concours du Congrès juif mondial. L'objectif des plaignants était d'obtenir un règlement global auquel participeraient les grandes banques suisses ainsi que d'autres milieux, en particulier le Gouvernement suisse et la Banque nationale suisse. Aussi la menace d'une plainte collective que l'on avait fait planer sur la BNS était-elle destinée à forcer l'institut d'émission à s'asseoir à la table des négociations. Par ailleurs, lors d'entretiens confidentiels, des représentants du Gouvernement américain demandèrent sans détour au président de la Direction générale, Hans Meyer, si la BNS ne craignait pas qu'une plainte collective ne soit déposée contre elle aux Etats-Unis.

Au terme d'une longue discussion au sein du Comité de banque, la Banque nationale prit publiquement position le 3 avril 1998 en ces termes: «Nous sommes résolus à nous opposer, par tous les moyens juridiques à disposition, à une éventuelle plainte [...] d'autant que nous contestons la compétence des tribunaux américains à notre égard. Il est pour nous hors de question

d'envisager un règlement extrajudiciaire¹¹³.» La Direction générale prit sans tarder les dispositions nécessaires pour que la Banque nationale puisse tout de même disposer de la plus grande partie possible de ses réserves monétaires en cas de séquestre conservatoire (*prejudgement attachment*). De cette manière, l'ouverture d'une procédure judiciaire aux Etats-Unis ne pourrait entraver sérieusement la conduite de la politique monétaire suisse.

En juin 1998, les positions des avocats des plaignants et des grandes banques commencèrent à se durcir en raison de divergences sur le montant que pourrait atteindre la transaction. Dans ce contexte, et face au refus du Conseil fédéral et de la BNS d'envisager de participer financièrement à un règlement global¹¹⁴, les avocats Melvyn Weiss et Michael Hausfeld déposèrent le 29 juin 1998 au nom de victimes de l'Holocauste (Rosenberg *et al.*) la plainte collective annoncée visant la BNS devant l'*US District Court of Columbia* (Washington DC). Cette plainte, qui portait sur un montant indéterminé, exigeait un compte rendu des opérations sur or conclues par la BNS avec la *Reichsbank*, la restitution aux plaignants de tous les biens qui leur avaient été volés sous le régime nazi (à leur valeur actualisée), le paiement de dommages-intérêts ainsi que la restitution des profits réalisés dans les opérations sur or. A ce moment-là, la Banque nationale avait déjà défini sa stratégie de défense avec l'aide de ses avocats américains. Le dispositif reposait sur différents éléments. La Banque nationale exigea d'abord avec fermeté que la plainte lui soit notifiée en application de la Convention de La Haye relative à la signification et à la notification à l'étranger des actes judiciaires et extrajudiciaires en matière civile ou commerciale¹¹⁵. La notification des pièces devait donc obligatoirement passer par les autorités fédérales de Berne. Ces dernières examinèrent alors si la requête américaine pourrait éventuellement être refusée en vertu de l'article 13 de la Convention, au motif que cette demande était de nature à porter atteinte à la souveraineté de la Suisse. En août 1998, l'Office fédéral de la police transmettait une note à l'Ambassade des Etats-Unis en Suisse par laquelle il faisait part de cette réserve. Parallèlement, les avocats de la BNS préparèrent la riposte au cours de l'été 1998. Leur projet de mémoire de réponse développait la thèse selon laquelle la Banque nationale, en tant que banque centrale de la Suisse et organe de l'Etat, bénéficiait de l'immunité, qu'elle n'y avait jamais renoncé et que la plainte n'était pas dirigée contre une activité commerciale de la BNS aux Etats-Unis (*sovereign immunity*). La

113 BNS, communiqué de presse du 3 avril 1998.

114 Maissen (2005), pp. 400ss et p. 405.

115 RS 0.277.131.

Banque nationale y relevait aussi que tous les actes qui lui étaient reprochés s'étaient produits hors des Etats-Unis, que les plaignants avaient accès à une procédure équitable et impartiale en Suisse et que, par conséquent, le juge américain n'avait aucune raison de se prononcer sur les prétentions qui avaient été formulées (*forum non conveniens*). La volonté de la BNS était de faire échouer la plainte déjà sur des questions de procédure, afin que les tribunaux n'aient même pas à l'examiner sur le fond.

Il n'y eut cependant jamais de notification juridiquement valable ni de décision formelle à propos de la plainte collective Rosenberg. Le 12 août 1998 en effet, sous la houlette du juge Korman de New York, les avocats des plaignants et des grandes banques suisses signèrent un accord de règlement global qui prévoyait non seulement l'arrêt des procédures en cours contre les grandes banques, mais également l'abandon de toutes les prétentions envers le Gouvernement suisse, la Banque nationale, les autres banques suisses et l'industrie suisse¹¹⁶. Selon le texte publié ultérieurement, les prétentions élevées contre la Banque nationale étaient indiscutablement couvertes par l'accord de règlement global.

Les grandes banques avaient espéré que la Banque nationale, la Confédération et les autres branches de l'économie, qui profitaient aussi de ce règlement global, contribueraient au 1,25 milliard de dollars prévu par l'accord. Elles adressèrent donc une requête en ce sens à la BNS. Lors de sa séance extraordinaire du 21 octobre 1998, le Conseil de banque, dont la compétence en la matière était établie depuis le débat parlementaire sur le Fonds en faveur des victimes de l'Holocauste, rejeta cependant à une nette majorité toute participation financière de la BNS à l'accord passé par les banques. Dans son communiqué de presse publié le même jour, la Banque nationale indiqua notamment que la question de ses opérations sur or avait été réglée par l'Accord de Washington de 1946, qu'elle avait par ailleurs versé un montant substantiel au Fonds en faveur des victimes de l'Holocauste et qu'enfin elle n'avait pas pris part à la négociation de l'accord conclu par les banques¹¹⁷. L'attitude résolue de la BNS fut saluée par le Conseil fédéral et l'ensemble des partis politiques¹¹⁸.

Le processus de ratification de l'accord par le juge Korman prit du temps, et ce n'est qu'à l'été 1999 que les victimes de l'Holocauste purent faire valoir leurs prétentions. Pendant un certain temps, on ne sut pas si les survivants

¹¹⁶ Maissen (2005), p. 426.

¹¹⁷ BNS, communiqué de presse du 21 août 1998.

¹¹⁸ Maissen (2005), p. 431.

représentés par Moshe Sanbar, ancien président de la banque centrale israélienne et actuel président du Centre des organisations de survivants de l'Holocauste (*Center of Organizations of Holocaust Survivors*) en Israël, se retireraient de l'accord pour poursuivre la procédure séparément. Moshe Sanbar avait affirmé à plusieurs reprises que, selon lui, la Banque nationale devait également verser sa part en faveur des victimes de l'Holocauste – un montant qu'il chiffrait par milliards. Mais lors d'un entretien en décembre 1998 déjà, le président de la Direction générale, Hans Meyer, lui avait exposé le refus de la Banque nationale. En fin de compte, seul un petit nombre de déclarations de non-adhésion à l'accord (*opt outs*) parvint au juge Korman. Après une série d'auditions sur l'équité du règlement (*fairness hearings*), le juge Korman ratifia définitivement l'accord le 26 juillet 2000. Dans son ordonnance de ratification, la cause *Rosenberg et al. v. Swiss National Bank* figurait parmi les cas résolus. L'avis en équité du juge Korman soulignait tout de même «*the intransigence of the government of Switzerland and the Swiss National Bank in refusing to contribute to the settlement fund, and in interposing obstacles to the effective prosecution of plaintiffs' legal claims*»¹¹⁹. Les termes choisis exprimaient de façon éloquente la contrariété du juge américain qui, de toute évidence, acceptait mal de ne pouvoir poursuivre un Etat étranger ou plus précisément sa banque centrale. La plainte collective *Rosenberg et al.* fut formellement bouclée par une décision de l'*US District Court of Columbia* rendue le 30 mai 2001. Dans cette affaire, la Banque nationale dépensa environ 2,6 millions de francs en frais d'avocats pour sa défense.

Cette plainte collective ne fut cependant pas la seule contre laquelle la Banque nationale dut se défendre aux Etats-Unis et qui se référait aux zones d'ombres de la Seconde Guerre mondiale. En novembre 1999, un groupe de plaignants serbes, juifs et ukrainiens déposa une plainte collective devant l'*US District Court, Northern District of California*, à San Francisco (Alperin *et al.*). Dans un premier temps, cette plainte ne mettait en cause que la banque du Vatican (IOR) et l'ordre franciscain. Elle fut ensuite amendée à deux reprises. En août 2000, la Banque nationale fut notamment citée comme accusée. Les plaignants, qui se présentaient comme victimes des persécutions du régime fasciste des Oustachis en Croatie, reprochaient à la Banque nationale d'avoir concouru à l'utilisation d'or volé en acceptant des dépôts d'or de la banque centrale croate de l'époque.

Des investigations internes montrèrent qu'en 1944 la Banque nationale avait pris en dépôt au total 1338 kilos d'or de la banque centrale de Croatie. A

¹¹⁹ *Holocaust victim assets litigation* (2000), p. 14.

la fin de la guerre, cette banque disposait encore d'un avoir en compte d'environ 2,6 millions de francs à la BNS. En 1945, toutes ces valeurs furent mises à la disposition de la jeune banque centrale yougoslave. Même si elle se trouvait dans une situation relativement favorable, la Banque nationale devait prendre la menace d'une nouvelle procédure judiciaire au sérieux. Dans l'affaire Alperin, il n'était d'ailleurs pas certain que la Banque nationale puisse se prévaloir de l'accord new-yorkais du 12 août 1998. Ce dernier liait explicitement les victimes des persécutions nazies, soit les juifs, les tsiganes, les témoins de Jéhova, les homosexuels ainsi que les handicapés mentaux ou physiques. Les victimes serbes ou ukrainiennes n'en faisaient pas partie.

La Banque nationale mit donc de nouveau un dispositif de défense en place. Ses avocats américains purent toutefois reprendre en grande partie les arguments développés dans la cause Rosenberg, et la Banque nationale exigea une nouvelle fois avec fermeté la notification des actes de procédure en application de la Convention de La Haye. Par la suite, les plaignants abandonnèrent leurs poursuites contre la BNS pour concentrer leurs efforts sur la banque du Vatican et l'ordre franciscain. Le 25 juin 2002, la plainte Alperin *et al.* fut retirée définitivement, dans la mesure où elle concernait la BNS. De toute évidence, les chances de succès des plaignants étaient trop minces. La cause Alperin fut loin de rencontrer le même écho que l'affaire Rosenberg dans les opinions publiques américaine et suisse. Dans les deux cas pourtant, la Banque nationale a pu faire prévaloir son point de vue en refusant fermement de participer à la négociation du règlement sous la pression de plaintes aux grands effets médiatiques.

Sources

BNS, à l'Administration fédérale des finances (1961), lettre de la Direction générale à la direction de l'Administration fédérale des finances concernant les contingents de vin et les facilités de financement, 23 janvier; ABNS.

BNS, à son personnel (2003), lettre de la Direction générale au personnel concernant la réorganisation de la BNS, 4 mars; ABNS.

BNS, au conseiller fédéral Schulthess (1936), lettre de la Direction générale au conseiller fédéral Schulthess concernant le financement du monopole des blés, 18 mai; ABNS.

BNS, *Charte de la BNS* (1994), Zurich, ABNS.

BNS, communiqués de presse (diverses années), ABNS.

BNS, contribution de la BNS (1997), proposition n° 49 (1995–1999) du Comité de banque à l'intention du Conseil de banque concernant une contribution de la Banque nationale au Fonds en faveur des victimes de l'Holocauste/Shoa, 17 octobre; ABNS.

BNS, McKinsey (1998), *Neukonzeption des Bargeldverkehrs – Schlussbericht* (février), ABNS.

BNS, *note* (2003), «Nous voulons que la BNS soit en forme pour affronter l'avenir», entretien avec J.-P. Roth (président de la Direction générale) dans *note* [revue du personnel de la BNS] n° 2 (avril), pp. 6s; Bibliothèque de la BNS, Zurich.

BNS, opérations avec la clientèle privée (1997), note d'un entretien avec F. Leutwiler concernant les opérations avec la clientèle privée de la Banque nationale, 28 avril; ABNS.

BNS, organisation en 2004 (2003), projet du groupe de pilotage à l'intention de la Direction générale concernant l'organisation de la BNS en 2004, 23 janvier; ABNS.

BNS, procès-verbaux de séances de la Direction générale (diverses années), ABNS.

BNS, procès-verbaux de séances du Comité de banque (1984), ABNS.

BNS, procès-verbaux de séances du Conseil de banque (diverses années), ABNS.

BNS, *Rapport de gestion* (diverses années), Bibliothèque de la BNS, Zurich.

BNS, règlement du Comité de banque (1979), *Règlement du Comité de banque de la Banque nationale suisse*, du 25 avril, ABNS.

BO, Bulletin officiel de l'Assemblée fédérale (diverses années).

Eingabe des Banknoteninspektors (1878), «Gedanken über die Errichtung einer schweiz. Landesbank», de F. F. Schweizer, réimpression dans *Materialien zur Entscheidung der Frage Staatsbank oder Privatbank*, annexe au message du Conseil fédéral concernant la loi relative à l'exécution de l'article 39 de la Constitution fédérale, [de 1894], [Berne]; Bibliothèque de la BNS, Zurich.

FF, Feuille fédérale (diverses années).

Groupe d'experts «Réforme du régime monétaire» (2001), «Nouvelle loi sur la Banque nationale», rapport et projet du 16 mars, projet mis en consultation, [Berne]; Bibliothèque de la BNS, Zurich.

Holocaust victim assets litigation (2000), United States District Court, Eastern District of New York, 96 Civ. 4849 (ERK) (MDG), Memorandum & Order; ABNS.

Message (1890) concernant la révision de l'article 39 de la Constitution fédérale, du 30 décembre, FF 1891 I 1–15.

Message (1894) concernant la loi relative à l'exécution de l'article 39 de la Constitution fédérale (monopole des billets de banque), du 23 octobre, FF 1894 IV 113–172.

Message (1899) concernant la loi relative à l'exécution de l'article 39 de la Constitution fédérale (monopole des billets de banque), du 24 mars, FF 1899 II 341–386.

Message (1904) à l'appui d'un projet de loi créant une banque centrale d'émission, en exécution de l'article 39 de la Constitution fédérale, du 13 juin, FF 1904 IV 433–526.

Message (1974) sur l'utilisation des avoirs en Suisse d'étrangers ou d'apatrides persécutés pour des raisons raciales, religieuses ou politiques, du 16 septembre, FF 1974 II 801–807.

Message (1997) concernant la participation de la Banque nationale suisse au Fonds en faveur des victimes de l'Holocauste/Shoah dans le besoin, du 25 juin, FF 1997 III 1205–1221.

Message (2002) concernant la révision de la loi sur la Banque nationale, du 26 juin, FF 2002 5645–5856.

Rapport Rifkind (1996), «Nazi gold: Information from the British Archives» dans Foreign & Commonwealth Office, General Services Command, *History Notes*, Nr. 11.

RO, Recueil officiel du droit fédéral (diverses années).

RS, Recueil systématique du droit fédéral (diverses années).

Bibliographie

BNS (1932), *La Banque nationale suisse 1907–1932*, Zurich.

BNS (1957), *Banque nationale suisse 1907–1957*, Zurich.

BNS (1982), *75e anniversaire – Banque nationale suisse – Les années 1957 à 1982*, Editions 24 Heures, Lausanne.

Boemle, M., M. Gsell, J.-P. Jetzer, P. Nyffeler et C. Thomann (2002), *Geld-, Bank- und Finanzmarkt-Lexikon der Schweiz*, Verlag SKV, Zurich.

CIE (1998), Commission Indépendante d'Experts Suisse – Seconde Guerre Mondiale, *La Suisse et les transactions sur l'or pendant la Seconde Guerre Mondiale*, rapport intermédiaire, OFCL, Berne.

CIE (2002a), Commission Indépendante d'Experts Suisse – Seconde Guerre Mondiale, *La Suisse et les transactions sur l'or pendant la Seconde Guerre Mondiale*, [texte intégral en allemand uniquement], vol. 16 des publications de la CIE, Chronos, Zurich.

CIE (2002b), Commission Indépendante d'Experts Suisse – Seconde Guerre Mondiale, *La Suisse, le national-socialisme et la Seconde Guerre mondiale*, rapport final, Pendo, Zurich.

Crettol, V. et P. Halbeisen (1999), *Les motivations monétaires des opérations sur or de la Banque nationale suisse pendant la Seconde Guerre mondiale*, tiré à part, BNS, Zurich.

Durrer, M. (1984), *Die schweizerisch-amerikanischen Finanzbeziehungen im Zweiten Weltkrieg*, Haupt, Berne.

Eizenstat, S. E. (1997), *U.S. and Allied Efforts To Recover and Restore Gold and Other Assets Stolen or Hidden by Germany During World War II*, Preliminary Study, Washington DC.

Goodhart, C. (1988), *The Evolution of Central Banks*, MIT Press, Cambridge MA.

Goodhart, C., F. Capie et N. Schnadt (1994), «The development of central banking», dans Capie, F., C. Goodhart, S. Fischer et N. Schnadt (éd.), *The Future of Central Banking*, The Tercentenary Symposium of the Bank of England, Cambridge University Press, Cambridge, pp. 1–231.

Jöhr, A. (1915), *Die schweizerischen Notenbanken 1826–1913*, Orell Füssli, Zurich.

Lusser, M. (1985), «Die regionale Organisation der Schweizerischen Nationalbank: Sitze, Zweiganstalten, Agenturen und ihre Aufgaben», exposé présenté à l'occasion du transfert de la propre agence BNS de Bienne à la succursale de la Banque cantonale de Berne, à Bienne, en qualité d'agence gérée par une autre banque, 20 septembre; Bibliothèque de la BNS, Zurich.

Maissen, T. (1997), «Schatten des 2. Weltkriegs: Wofür soll die Schweiz bezahlen? Die Frage eines Entschädigungsfonds für Holocaust-Opfer», dans *Neue Zürcher Zeitung*, n° 3 du 6 janvier, p. 13.

Maissen, T. (2005), *Verweigerte Erinnerung, Nachrichtenlose Vermögen und Schweizer Weltkriegsdebatte 1989–2004*, Editions Neue Zürcher Zeitung, Zurich.

Rings, W. (1985), *Raubgold aus Deutschland, Die «Golddrehscheibe» Schweiz im Zweiten Weltkrieg*, Artemis, Zurich.

Roth, J.-P. (1997), «Statistique des opérations sur or de la BNS durant la Seconde Guerre mondiale», remarques introductives à la conférence de presse semestrielle du 20 mars; Bibliothèque de la BNS, Zurich.

Roth, J.-P. (1998), «Opérations sur or de la Banque nationale suisse pendant la Seconde Guerre mondiale», remarques introductives à la conférence de presse semestrielle du 18 juin; Bibliothèque de la BNS, Zurich.

Ruoss, E. (1992), *Die Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank 1907–1929: Grundlagen, Ziele und Instrumente*, thèse, Zurich.

Schürmann, L. (1980), *La loi sur la Banque nationale et ses dispositions d'exécution. Commentaire et textes*, Stämpfli, Berne.

Vogler, R. (1985), «Der Goldverkehr der Schweizerischen Nationalbank mit der Deutschen Reichsbank 1939–1945», dans *Monnaie et conjoncture*, bulletin trimestriel de la BNS, 3 (1), pp. 70–78.

Part 3

Assessment and outlook

11 The National Bank's monetary policy: evolution of policy framework and policy performance

ERNST BALTENSPERGER

11.1 Introduction

The transition to flexible exchange rates in January 1973 after the breakdown of the Bretton Woods system marks a turning point in the history of Swiss monetary policy. It was this fundamental change in monetary regime that gave the Swiss National Bank the freedom to pursue an autonomous policy of inflation control. Prior to 1973, the commitment to maintain fixed parities vis-à-vis other currencies had made this impossible. The global surge in inflation during the 1960s and early 1970s had resulted in huge capital inflows, excessive monetary growth, and accelerating inflation in Switzerland, too. The opportunity to pursue a more independent monetary policy was used decidedly by the SNB. This was not particularly surprising, given that – much as in Germany – a broad consensus existed in favour of a policy of inflation control in Switzerland at the time.

Together with the Deutsche Bundesbank, the SNB was a pioneer in the use of money growth targeting and employed it successfully to bring down inflation to levels consistent with price level stability during the 1970s. Swiss inflation, measured by the increase in the consumer price index (CPI), fell from 9 percent in 1973 and 10 percent in 1974 to levels between 0 and 2 percent in 1976–1978.

Since 1978, the SNB's efforts have been aimed at preserving the price level stability which had been restored by that time in view of different types of external shocks, notably exchange rate shocks and financial market disturbances, supply shocks, and the effects of cyclical fluctuations. This proved to be a rather difficult task with various ups and downs.

This paper reviews the SNB's monetary policy since the early 1980s and includes a critical discussion of the National Bank's conceptual framework for policymaking and its evolution over time, as well as its actual policy decisions and performance. Over the period considered, the SNB gradually shifted its policy approach from one based on monetary targeting to one centred on inflation forecasts. Furthermore, while for the period as a whole the SNB's performance in terms of inflation control is second to none, it is marked not only by successes, but also by a number of difficulties and failures.

This paper is structured as follows: section 11.2 begins with a brief description of the major phases of Swiss monetary policy since 1980. Section 11.3 discusses the evolution of the SNB's monetary policy framework and the SNB's contribution to the intellectual debate about monetary policymaking. Section 11.4 tries to assess the National Bank's policy performance over the last twenty-five years, to identify its successes and failures, and to explain the sources of the latter. Section 11.5, finally, summarises the main conclusions of the paper.

11.2 Phases of Swiss monetary policy since 1980

11.2.1 Prelude: exchange market turbulence and temporary exchange rate target: 1978–1979

At the end of the 1970s, there was a brief interlude when the National Bank temporarily abandoned its money growth strategy and opted for a policy aimed at the exchange rate. The markets' belief in the seriousness of the SNB's commitment to price level stability, in the context of an international environment still characterised by monetary expansion and high inflation, had led to a dramatic speculative inflow of capital and an appreciation of the Swiss franc to levels which threatened to severely damage the Swiss real economy in 1978. In October 1978, after long internal discussions, the SNB announced its aim to keep the Swiss franc price of the German mark "clearly above 80".¹ An explosive increase in the monetary base was the result. However, after the exchange rate had returned to more normal levels, the SNB started to remove this excess liquidity again by the beginning of 1979. Its objective from the outset had been to return to monetary targeting once the situation had normalised.

11.2.2 Surge of inflation and return to annual money growth targets and to monetary stability: 1980–1986

By the end of 1979, the National Bank was ready to reintroduce a money growth target for the year 1980. In contrast to the years before 1979, when it had set annual targets for M_1 , it now changed to an annual target for the monetary base. From the end of 1980 onwards, the actual target variable was the monetary base adjusted for month-end fluctuations in bank reserves (MBA). For 1980 and 1981, the SNB announced a growth target of 4 percent for the monetary base. In both years, however, its policy turned out to be clearly more restrictive than initially announced; the monetary base actually fell in both

1 SNB (1982), p. 221.

years. The motivation for this was a significant surge in inflation, up to peak levels beyond 7 percent in 1981. This occurred partly as a consequence of the second oil price shock of 1979/1980, but also, to a certain extent, as a deferred effect of the expansionary monetary policy of 1978. The SNB should have eliminated excess liquidity more quickly and decisively in 1979 than it did.

The events of the years between 1978 and 1981 strongly influenced the SNB's and the public's view of the role of the exchange rate in monetary policy. Henceforth, the National Bank kept a close eye on the exchange rate in policy setting. Its pragmatic response to the exchange rate shock of 1978 established a long-lasting market opinion that the SNB would not tolerate a violation of the 80 Swiss franc limit for the price of the German mark.

For the subsequent years, 1982–1986, the SNB's money growth targets – which were set at 3 percent for 1982–1985 and at 2 percent for 1986 – were met rather closely. Overall, this was a quiet period for Swiss monetary policy. Inflation declined to the 2–3 percent range and stayed more or less at this level. The renewed decline in inflation was preceded by cyclical contraction in 1981–1983. Business conditions picked up again after 1983, however. In the United States, 1983 marked the conclusion of the disinflation policy under Paul Volcker. Although exchange rate fluctuations gave rise to occasional concerns, in comparison to the experiences of the preceding decade, they remained moderate overall.

11.2.3 Instability of reserve demand and unintended monetary expansion: 1987–1990

This wonderful new world came to a sudden end in the 1987–1990 period, however. For 1987, the SNB had again set a money growth target of 2 percent. Actually, it tolerated a monetary expansion beyond this mark, mainly in view of the Swiss franc's strong tendency to appreciate in the foreign exchange market and of weaknesses in the international economy. The Swiss domestic economy remained robust nonetheless. The stock market crash of October 1987 and the resulting widespread fears of a slump in the world economy further induced the SNB to postpone the policy tightening, which otherwise would clearly have seemed advised. For 1988, the SNB raised its money growth target to 3 percent. By mid-1988, however, it became increasingly obvious that the feared downturn in world economic conditions would not materialise. It was the clear intention of the National Bank to tighten its policy in response to these developments.

At this time, however, Swiss monetary policy was complicated by an additional problem linked to two important institutional changes in the Swiss

financial system occurring at that time, which the SNB found particularly challenging. The first was the introduction of Swiss Interbank Clearing (SIC), a new clearing system which substantially improved the clearing of payments between banks and allowed banks to economise on their holdings of excess base money reserves. The other was a change in liquidity requirement regulations for banks which further lowered banks' demand for reserves. Both changes together implied a massive reduction in banks' demand for central bank money. The SNB was well aware of this change, but found it extremely difficult to reliably estimate its extent and its realisation over the course of time. For this reason, it declared already in December 1987 that it might ultimately have to undershoot its 1988 target – although it was not fully successful in explaining its analysis and intentions to the public. In fact, the monetary base shrank by almost 4 percent in 1988. Interest rates remained very low, however, and it became increasingly clear during 1988 that the stance of monetary policy had been, and still was, too expansionary. In 1989, the SNB started effectively to tighten its policy. For both 1989 and 1990, it kept monetary growth far below the originally set targets, realising that the Swiss economy in the meantime was fully overheated and marked by a major speculative real estate boom.

However, the damage on the inflation front had already been done by this time. Inflation reached levels of 5.9 percent in 1989 and 5.3 percent in 1990, hitting a peak of 6.6 percent by the middle of 1991. This, of course, called for a new phase of monetary restriction to combat the surge in inflation caused by the policy errors of the late 1980s.

11.2.4 Restoring price stability and transition to medium-term targets for money: 1991–1993

The developments of the late 1980s led the SNB to a major modification in its policy framework. The repeated and sizeable deviations of money growth from the originally announced targets had seriously damaged the effectiveness of annual growth objectives as a credible instrument for informing the public about the National Bank's policy intentions. Nevertheless, the SNB continued to rely on a money growth objective. However, after 1991, instead of announcing annual growth targets, it relied on a medium-term objective. In December 1990, it announced its intention “to increase the monetary base to approach a medium-term expansion path”.² This expansion path was defined by the evolution of the monetary base that the SNB considered to

2 SNB (1990), pp. 273–274.

be consistent with price stability and with full resource utilisation in the economy. The SNB estimated that an average growth rate of base money of 1 percent would be in line with this requirement. The length of the target period was left unclear at first, but was soon specified to be three to five years. In presenting this strategy shift, the National Bank emphasised its need for short-term flexibility in the pursuit of this target path. In its decisions on its year-to-year policy course, it was going to pay attention to a number of indicator variables, notably interest rates, the exchange rate and business cycle conditions. At a technical level, the target path now referred to a new version of the monetary base, the seasonally adjusted monetary base (MBSA). As a consequence of the changes in liquidity requirements in 1988, month-end peaks in bank reserves had ceased to play a role since 1989.

At first, in the 1991–1993 period, this medium-term growth target seemed to perform its role as a policy indicator relatively well. Actual money stayed clearly below the target path, showing that, in the medium term, once inflation and nominal interest rates had returned to normal levels and output to full capacity, money would have to grow faster again to catch up with the increase in money demand resulting from these normalisations.

In 1991/1992, in the course of German reunification, the German mark became very strong and the SNB reluctantly tightened its policy somewhat. Inflation at this stage was still running at almost 5 percent. After mid-1992, however, as the real economy remained weak and the exchange rate had stabilised, the SNB reverted to a more relaxed policy stance. By 1994, inflation had fallen to about 2 percent and economic conditions started to improve slowly. However, doubts about the economic recovery persisted. The Swiss franc was on the rise again.

11.2.5 Misjudging the business cycle and monetary overrestriction:

1994–1995

What followed remains one of the most controversial phases of Swiss monetary policy of the last twenty-five years. With the level of base money (MBSA) still well below the medium-term target path, the SNB's monetary indicator signalled a need for lower interest rates and a more expansionary policy. Nevertheless, the SNB initially continued to follow a course which left interest rates unchanged at the level reached at the end of 1993. The main motivation for this was the fear of reigniting inflation in view of an expected cyclical recovery and the introduction of a new value added tax which was expected to lead to a temporary acceleration in inflation. It turned out that the strength of the recovery was overestimated, by the SNB as well

as by others, for 1994, and then again for 1995. With hindsight, it therefore became clear that the policy course pursued by the SNB in 1994 was too restrictive.

In the spring of 1995, the SNB began to correct this error and permitted interest rates to decline decidedly. This was in part motivated by the Swiss franc gaining more and more strength and by the continued weakness in real economic activity and employment. For a number of reasons, the unemployment rate rose dramatically at this time, to levels unheard of in Switzerland in the post-war era.

The monetary base was beginning to approach its target path. The latter had been extended by the beginning of 1995 for another five-year period, but with a starting point that had been shifted downwards somewhat compared to the previous target path (to reflect a downward revision in the SNB's estimate of the economy's demand for central bank money).

In this period, the SNB was under extreme public pressure and criticism as in no other phase during the last twenty-five years.

11.2.6 Return to normality and transition to a new concept

The years after 1996 up to the end of the decade were marked by a gradual return of the Swiss economy and the SNB's monetary policy to normality. Inflation, interest rates and the exchange rate all returned to levels consistent with long-run experience and helped to move the economy out of its previous stagnation. Growth and employment remained weak for some time, however. By the end of the decade, full employment was more or less restored. The worldwide boom of the late 1990s with its technology and stock market exuberance was helpful in this, of course.

In terms of monetary policy, these years were unproblematic, with no major difficulties and crises, apart from the temporary turbulences created by the Asian and Russian crises in 1997/1998 (which, obviously, were not specific to Switzerland).

Given the difficulties of the preceding years, the use of money as the main indicator variable for monetary policy decisions was increasingly questioned, both inside and outside the SNB. While actual money had persistently stayed below the target line in the first phase of medium-term targeting (for reasons which could be explained), it was now allowed to grow far beyond this line, apparently without causing inflationary pressures or other problems (for reasons which were much more difficult to identify this time). The demand for base money had become highly unstable, and explaining and predicting its movements and its information content increasingly difficult. The medium-

term base money target line consequently proved less and less useful as a guide for monetary policy decisions. This caused the SNB to investigate alternative frameworks and procedures for its policy analysis and decisions. At the end of 1999, it decided to abandon monetary targeting and change to a new policy concept.

11.2.7 Monetary policy under a new policy framework: 2000–2005

The new approach is centred on inflation forecasts as the major indicator for monetary policymaking. It is based on three main elements. First, price stability continues to be the primary objective of monetary policy. Price stability is defined as an increase in the CPI of less than 2 percent. In this respect, the new concept represents a continuation of the old approach. For the National Bank, the monetary target had never been an end in itself, but had always been considered an instrument in the pursuit of its ultimate objective, price stability.

The second element is the construction and publication of a regular inflation forecast over a horizon of up to three years. If the forecast indicates a violation of the price stability range under current policy conditions, monetary policy needs to be reviewed. The SNB never reacts mechanically to the inflation forecast, however, but always takes into account the general economic situation in determining its policy reaction.

Third, at an operational level, the SNB implements its policy by fixing and announcing a target range for the three-month Libor in Swiss francs (the most important money market rate for Swiss franc investments). Normally, this range has a width of one percentage point. Additionally, the National Bank determines and announces in which area of this fairly wide band it wishes the Libor to remain. This generally tends to be the mid-point of the announced target range.

Experiences with the new concept so far include phases of both policy tightening and policy loosening. In 2000, increasing inflationary pressures reflected in its inflation forecast and strong signals of cyclical acceleration induced the SNB to raise the mid-point of its target range for the Libor in several steps. This policy adjustment allowed the National Bank to maintain inflation below the critical mark of 2 percent. At the same time, it enabled the SNB to demonstrate its willingness and ability to pursue an autonomous policy vis-à-vis the new European Central Bank (ECB), proving wrong the numerous commentators who had previously predicted that the SNB would gradually lose its ability to pursue an independent monetary policy in the face of the newly created European Monetary Union.

In the course of 2001, the outlook for inflation and business activity changed drastically, first as a result of the stock market decline in the spring and summer of 2001, and then even more with the terrorist attacks and political turbulences after September 2001. This caused the SNB to reverse its policy by lowering the mid-point of its interest rate target band in several steps. The deterioration in worldwide economic conditions and its dampening effect on inflation prospects, including the discussion of deflation fears in the US and elsewhere, led the National Bank to make additional interest rate cuts, resulting in a target band for the Libor of 0.0–0.75 percent, with a target value around 0.25 percent, in March 2003. This extremely loose monetary policy was maintained until mid-2004. It was not until the summer of 2004 that a process of gradual normalisation of monetary policy was initiated. The Libor target value was raised to about 0.75 percent by the autumn of 2004 and, after an extended waiting period, to 1 percent in December 2005. It was clear that without such a correction, inflation would eventually have to accelerate and move out of the price stability range.

The performance of monetary policy under the new concept has so far been remarkably good. Inflation remained low over the entire 2000–2005 period: the critical mark of 2 percent used as a benchmark for defining price stability was not violated in one single quarter. Real economic performance in Switzerland has remained weak, admittedly. However, it is well understood by economists, by the general public, and by international organisations such as the OECD and the International Monetary Fund (IMF), that this is not linked to an overly restrictive monetary policy, but rather to inadequate structural reforms in Switzerland.

11.3 The evolution of the SNB's policy framework

11.3.1 A pioneering role in the development and application of monetary targeting

The SNB, along with the Deutsche Bundesbank, played a pioneering role in the development and application of monetary targeting. Based on the advice of leading monetarists – Karl Brunner was particularly influential – it started to use monetary targeting procedures in the mid-1970s and continued to pursue this approach in one form or another throughout the 1980s and 1990s.

The framework of monetary targeting provided a structured and coherent approach to monetary policymaking. Two roles of such an approach, both equally important, can be distinguished here: its internal role for the analysis

and decision-making process of monetary policy and its external role as a communication device. As a coherent analytical framework based on established economic theory, monetary targeting provided an effective long-term policy constraint and nominal anchor which shaped internal decision mechanisms and policy outcomes in a manner consistent with the SNB's objective of long-run price stability. The focus on money growth also enabled the SNB to communicate its intention to financial markets and the general public quickly and effectively in order to create and maintain an environment of monetary stability. Based on received and accepted theory, this approach served well throughout the 1970s and 1980s as a transparent and effective communication tool. Moreover, money being an observable variable, it encouraged and furthered the application of the principles of accountability to monetary policy.

It should be emphasised that such a 'structured' approach to monetary policymaking and communication, while having become commonplace in the course of the 1990s, was unusual and progressive in the 1970s and 1980s. Many central banks at that time were rather vague and imprecise, not only about their objectives and priorities, but also about how they intended to attain those objectives.

From the very beginning, however, the SNB emphasised that it was going to follow a flexible approach in applying its monetary targeting procedures. The need for flexibility and pragmatic responses in times of difficulty was stressed. The SNB never pursued its money growth targets mechanically. A rigid application was considered unsuitable for a small open economy subject to frequent external shocks. Consequently, the targets were understood as 'state-contingent' or 'conditional' targets. In particular, unexpected and strong movements in the exchange rate were identified from the start as one major contingency. Later, instabilities in money demand and problems resulting from the difficulty in estimating output gap developments were added to the list of events that could justify deviations from previously announced targets. This was similar to the practice of the Bundesbank, whose policy was referred to by its former chief economist, Otmar Issing, as "Verstetigungsstrategie mit diskretionären Elementen" or, loosely translated, a rules-oriented policy with discretionary elements.³ In today's terminology, we would probably speak of 'constrained discretion', with the emphasis on constraint.

This need for flexibility was to be emphasised even more as time went on, as the discussion below will show. Nevertheless, the SNB was quite quickly

3 Issing (1996), p. 286.

able to establish the credibility of the long-term constraint implied by its monetary targeting approach and the underlying commitment to long-run price stability. An essential element contributing to this success was probably that the SNB stressed the medium to long-term orientation of its policy approach from the beginning, and that it repeatedly demonstrated the seriousness of its adherence to this commitment when inflation had broken away from its long-run price stability objective.

When deciding on its money growth target under its monetary targeting framework used in the 1980s, the SNB first determined, as a benchmark, the trend growth rate of money it estimated to be consistent with its objective of price stability ('low inflation') and with potential output growth. It subsequently estimated what former SNB chief economist Georg Rich calls the "activity-induced change in the demand for money"⁴ for the subsequent year. By this, he means the expected change in money demand assuming an unchanged interest rate, based on the SNB's forecasts for real output growth and inflation for the following year. As a further step, the National Bank addressed the question of whether it should fully accommodate the expected activity-induced demand change or not, taking into account expected interest rate adjustments and their feedback on money demand in setting the money growth target. In the first half of the 1980s, it set the money growth target somewhat above the benchmark rate, because it wanted to gradually reduce inflation towards its desired long-run level. In the second half of the 1980s, when price stability had more or less been restored, it set the money growth target at the benchmark level. It always reserved its right, however, to deviate from these targets in the event of unforeseen shocks. In addition, it made a conditional forecast, based on its predictions for output and inflation, of the movements in interest rates which would result from its planned and announced policy course for the following year (originally just for internal use, later publicly announced). The logic of its procedure implied, of course, that an expected adjustment in interest rates would result whenever the SNB set its money growth target away from the activity-induced money demand change.

Some of the estimates involved in these derivations were subject to considerable uncertainty. In particular, the benchmark rate of money growth was difficult to pin down due to the difficulties in estimating potential output growth and, especially, in understanding the trend development of the income velocity of money. In the early 1980s, the benchmark rate was set at 2–3 percent, based on an estimated 2 percent potential output growth, an inflation

4 Rich (2003), p. 20.

objective of 0–1 percent and an unchanged income velocity of money. Later, this rate was changed to 2.5 percent at the end of 1983 and to 2 percent by the end of 1986, as evidence of a positive growth in velocity arose. Ex post, even this turned out to be too high, as velocity increases were underestimated. With hindsight, a benchmark rate of about 1 percent would have been more appropriate. This explains why the SNB did not succeed in lowering inflation below 2 percent in the 1980s.⁵

The SNB's money growth target variable in the 1980s was the MBA. At the time, the shift from M_1 to the monetary base as the SNB's target variable was motivated mainly by the suspicion that the demand for M_1 was unstable due to the influence of exchange rate expectations. While this suspicion was not really borne out by later evidence, the SNB nevertheless continued to favour base money, mainly because of the lower interest elasticity of demand. The power of steady money growth in stabilising economic activity through interest rate adjustments was thought to be strengthened by a low interest elasticity of money demand.

Although the SNB's monetary targeting framework proved to be a highly successful instrument in bringing inflation down to levels consistent with price stability, its approach to annual money growth targets was not without weaknesses and difficulties. These became increasingly apparent over time. In the event of unforeseen shocks, particularly to the exchange rate or to money demand (velocity), but also in the event of unforeseen cyclical developments, the SNB's strategy implied that the monetary target in its capacity as a policy guide had to be reviewed, and possibly revised. This was not necessarily a flaw, as long as the resulting deviations from previously stated targets could be explained and credibly communicated. The National Bank certainly always attempted to do this. Even the fact that the SNB was only imperfectly able to protect the economy from the consequence of such shocks, leading to temporary deviations from price stability and subsequent stabilisation problems, is not inherently a flaw, as no strategy is completely error-proof.

However, shock-intensive times with frequent deviations and complex underlying decisions, paired with a great deal of uncertainty, tended to make communication extremely difficult and rendered annual monetary targets unsatisfactory as the major instrument of informing the public about the central bank's monetary policy intentions. Under such conditions, annual monetary targets necessarily failed to include all the relevant factors taken into account by the central bank in its policy decisions. This was particularly

5 Rich (2003), p. 30.

the case in the 1987–1990 period, due to the financial innovation and regulation-induced changes in base money demand occurring at that time (SIC, liquidity requirement revision). It was thus very hard to extract reliable policy signals from the development of money. This difficulty influenced the SNB's communication efforts and seriously undermined the usefulness of annual money growth targets.

11.3.2 Increasing short-term flexibility through medium-term target paths for money

The money demand shifts of 1988–1990, due to SIC and the revised liquidity requirements, greatly impaired the usefulness of annual monetary targets as an effective monetary policy tool. The frequent deviations and the complexity and difficulty of explaining these to the public entirely discredited them as a useful instrument for providing information and promoting central bank credibility. This induced the SNB to shift to a new, medium-term strategy at the beginning of the 1990s.

This new strategy afforded the National Bank more leeway in its short-run decisions. It may also have helped it to pursue a more forward-looking policy course. Its preoccupation with annual money growth targets may occasionally have prevented the SNB from pursuing a sufficiently pre-emptive policy course, as Rich notes.⁶ Both the inflation surges of 1980/1981 and 1988/1989 occurred during periods of business cycle expansion, which were not adequately taken into account in the money growth targets.

The SNB did essentially adhere to its monetary targeting approach, however, by continuing to use a growth objective for money. The target variable was now the MBSA. Retaining a monetary target variable was strongly motivated by the demonstrated leading-indicator quality of money. The benchmark rate of MBSA growth thought to be in line with price stability and potential output growth was lowered to 1 percent, for reasons already referred to above.

The idea behind the new approach was to fix a medium-term (five-year) target line for the development of the monetary base. This line was intended to represent the development of the monetary base consistent with price stability and the economy's growth potential. In its decisions on the course of monetary policy in individual years, however, the SNB considered not only this medium-term objective, but also a number of other indicators, including in particular the exchange rate, evidence of shifts in money demand, and the cyclical state of the economy.

⁶ Rich (2003), pp. 17, 48.

It was for this reason that the actual evolution of the monetary base during the period when this policy framework was in force deviated strongly, and for extended periods of time, from the announced target paths. During the entire first five-year period, actual base money stayed far below the stated medium-term target path. Only during the second five-year period did it catch up with the target line and start to exceed it. This had its reasons – shifts in money demand, cyclical developments of output and business activity, movements in inflation and nominal interest rates – and could thus be explained, in principle at least. It turned out to be very difficult to convey these explanations to the public, however.

One difficulty was that the SNB believed that it could not simply state its medium and long-term objectives and remain completely silent as regards its short-term policy intentions. Therefore, at the beginning of each quarter, it decided to announce a forecast of the average level of the monetary base for the subsequent three months. This practice was well-meant and intended to provide additional information to the public. However, the forecast, and its relation to the SNB's medium-term target path, was never properly understood by the public, tending to complicate matters, rather than clarifying them.

Nevertheless, the medium-term targeting approach was essentially an improvement on the annual targeting procedure of the 1980s. The idea as such was sound and its logic clear. It was able to help the SNB in its internal policy analysis and decisions, as Rich demonstrates in his detailed and careful study of the SNB's monetary targeting framework and its internal use.⁷ Maybe it would have been a useful and successful device in 'normal' times with less financial innovation and uncertainty concerning money demand shifts and higher stability in money market conditions. Times were not like this, however.

As a communication device, the new approach proved rather unsuccessful. The difficulties for monetary policy inherent in an unstable financial environment in the wake of a turbulent and less-than-successful policy period between 1987 and 1989, with a subsequent surge in inflation, made communication of the new approach extremely challenging to begin with and eventually discredited it, clearing the way for a new policy framework to be developed and adopted by the end of the decade.

In view of the large and prolonged deviations of actual money from the target path set, it became increasingly difficult to convince the public that the

7 Rich (2003), pp. 38–47.

target line was really a meaningful and effective constraint on monetary policy and carried information about the future course of monetary policy. However, the SNB did use this framework in analysing and deciding on its policy course, although it was insufficiently successful in explaining its considerations to the public. Of course, the fact that policy decisions were occasionally in contradiction to what its medium-term money growth framework would have implied, such as in 1994, was not helpful either.

Another question can be raised regarding the adequacy of this policy framework as a communication instrument. The use of a five-year target path can be interpreted as containing an element of price level targeting. It suggests that past deviations will be corrected at some stage in the future. It remains unclear, however, whether this was really intended. If not, the target path may not have been the ideal communication tool.

One major difference between the 1990s and the preceding periods that was increasingly regarded as a problem and, together with the observed instability of reserve demand, eventually paved the way for the adoption of a policy implementation via control of a short-term interest rate (rather than control of aggregate reserves) by the end of the 1990s, is that the institutional innovations of the late 1980s markedly changed the composition of the monetary base between bank reserves and notes in favour of the latter (cf. chapter 11.3.4).

One danger of the continued reliance on money as the major monetary policy indicator was probably that it prevented the SNB from focusing the necessary attention on interest rates. To some degree, the resistance to switching to a more explicit consideration of interest rates may have been motivated by the fear of increasing political interference under an interest rate regime, particularly in view of the strong link between interest rates and housing rents which had developed in Switzerland during the 1980s.

A rather ironic aspect of this period is that, at a time when the SNB's main communication problem was explaining the deviations of money from its money growth target path to the public, it was frequently criticised by many observers for being a prisoner of its allegedly purist 'monetarist' beliefs.

11.3.3 Inflation forecasts as the main policy indicator

The National Bank adopted its current monetary policy framework in December 1999. It was designed at the time after careful examination of the frameworks suggested by the inflation targeting model on the one hand, and the ECB's two-pillar system on the other. The SNB decided to follow neither of these without modification. The new framework is based on what

can be called the core ideas of inflation targeting,⁸ but it adopts these ideas in a moderate and flexible form only, and distinguishes itself in important ways from 'narrow' inflation targeting as introduced and practiced by many central banks since the early 1990s. For this reason, and also in order to stress the continuity of its policy, the SNB has consciously refrained from using the term 'inflation targeting' to characterise its new framework. This framework appears to be remarkably close to the type of policy that is favoured by leading participants in today's discussion on 'best practice' monetary policy.⁹

The main characteristics of the SNB's current policy framework can be summarised by the following principles:

- Priority for long-term price stability as a firm nominal anchor, with an explicit quantitative definition of what is meant by price stability.
- A medium-term orientation in the pursuit of this objective, giving scope for short-run flexibility and real economic stabilisation.
- A forward-looking approach in the pursuit of its objectives by using an inflation forecast as its main policy indicator.
- A flexible implementation of monetary policy by announcing a target range for the three-month Libor as an operational target.
- Transparency and accountability as central principles of a successful policy concept.

The National Bank Act that entered into force in 2004 mandates the SNB to ensure price stability. In so doing, the National Bank is to take due account of business cycle conditions. The SNB is required to resolve any short-run conflicts between the objective of price stability and real economic developments to the best of its ability, taking into consideration the interests of the country as a whole (in contrast to individual regions or industries) and giving priority to long-term price stability. The legal mandate is thus hierarchical: price stability as the overriding objective of monetary policy is prescribed by existing central bank legislation. However, it is up to the SNB itself to provide a specific interpretation of the meaning of this mandate. The National Bank has decided to do so in terms of a quantitative definition of price stability, rather than via short-term inflation targets. The importance of this distinction lies in the implied emphasis on the medium to long-term horizon. A definition of price stability, by its very nature, is valid for an extended period of time. A short-term inflation target, meanwhile, can be changed over time

8 As represented, for example, by Bernanke et al. (1999).

9 As represented, for example, by the views of Bernanke (2004) or Faust and Henderson (2004).

(and has been changed in the case of many inflation targeting countries). A quantitative definition of price stability therefore represents a more reliable commitment to monetary stability than an inflation target which can be adjusted over time in a discretionary and unpredictable manner. Consequently, it represents a central element in the National Bank's approach. The SNB is convinced that even for a central bank with a high credibility capital, such a commitment makes a valuable contribution to anchoring long-term expectations and market confidence.

The SNB defines price stability as a rise in the national CPI of less than 2 percent per annum. It is recognised that the CPI probably overstates actual inflation to some extent.¹⁰ As a result, price stability is equated with a slightly positive (measured) inflation rate. Deflation – i.e. a persistent downward trend in the price level – is clearly ruled out as inconsistent with price stability. The SNB's policy regarding inflation is based on a medium to long-term orientation. While it reacts decisively to an inflation rate that is persistently above 2 percent, there are situations in which it would permit temporary deviations from this mark. In a small open economy, exceptional situations with sharp exchange rate fluctuations can arise, causing inflation to move temporarily outside the price stability range. Abrupt price increases for imported goods, such as oil, or adjustments in certain tax rates can also result in a brief violation of the price stability definition. It is neither possible nor necessary for the central bank to prevent this.

The SNB's approach is based on clear recognition of the fact that its potential for short-term stabilisation of the real economy, included in its legal mandate as a subsidiary task, is improved by the strength of its commitment to long-run price stability. First of all, low long-term inflation and inflation expectations by themselves ensure that output and employment deviations from normal levels remain limited. Equally important, the more firmly long-term inflation expectations are anchored at a low level, the more successful the central bank can be in its contribution to preventing cyclical swings in output and employment. In addition, the SNB's approach strongly appreciates the insight that, in the long run, public perception of its policy is determined by actions, not words. A high level of credibility, based on its past policy record, is a precondition for a successful monetary policy under its current framework. Overly ambitious efforts at short-run stabilisation, therefore, could easily become counterproductive and must be avoided.

¹⁰ Brachinger, Schips and Stier (1999).

Beyond this, the SNB is of the firm belief that a clear perception of what the central bank can and cannot achieve increases the transparency of monetary policy, thereby augmenting effectiveness. Moreover, it helps improve the quality of public debate on monetary policy, including that relating to its potential for short-run stabilisation.

Finally, the well-known existence of lags in the transmission of monetary policy impulses dictates that monetary policy must be forward looking. In its quarterly reviews of its policy, the SNB publishes a forecast of future inflation over the three subsequent years. This inflation forecast plays an important role as the main indicator of the monetary policy stance in the new framework. The inflation forecast is employed, in principle, as suggested by standard inflation (forecast) targeting procedures. If the inflation forecast indicates a violation of the price stability range, monetary policy needs to be reviewed. If inflation threatens to exceed the 2 percent level, the SNB will consider tightening its monetary policy. If the forecast indicates a risk of deflation, it will consider relaxing its policy. The SNB never reacts mechanically to the inflation forecast, however; it always takes into account the general economic situation in determining its policy reaction. By publishing a medium to long-term inflation forecast, the SNB stresses the need to adopt a forward-looking approach and to react at an early stage to any inflation or deflation threats.

The inflation forecast is based on the assumption that the three-month Swiss franc Libor (the SNB's chosen reference rate) will remain constant over the forecasting period (conditional forecast) and is based on a scenario for the development of the world economy. The inflation forecast thus indicates the future course of prices under the assumption of specified economic conditions and an unchanged domestic monetary policy environment. The three-year horizon corresponds to the time normally needed for the complete transmission of monetary policy impulses.

Forecasts over such a horizon are obviously subject to formidable uncertainties. The National Bank has accumulated significant experience in the formation of inflation forecasts. The forecast is based on a variety of indicators and on the information provided by several technical forecasting models developed and run by the SNB's research staff, including a medium-sized and a small structural model of the Swiss economy, as well as different types of vector autoregression (VAR) and structural vector autoregression (SVAR) models, and combinations thereof. The SNB still values the information content of money and credit indicators, especially with regard to the medium to longer-term inflation perspectives. In its report on monetary policy, the SNB regularly issues statements on the development of the principal indicators

taken into account. In various issues of its Quarterly Bulletin, moreover, it has published details of the technical models it uses to forecast inflation. The publication of its inflation forecast helps market participants understand monetary policy decisions and form expectations. It is well understood that use of state-of-the-art technology in producing forecasts and intellectual honesty in employing them are essential instruments of transparency and accountability, and are a necessary prerequisite of a successful monetary policy.

The new framework has performed quite well so far, despite occurring in a period characterised by a variety of severe shocks and disturbances. The concept has been well received by the public and the financial community. After some brief initial reservations, it has quickly become accepted as an efficient instrument of central bank communication, allowing the SNB to explain the aim and direction of its policies effectively. Although based on a tradition of transparency and accountability already developed during the era of monetary targeting, it is generally perceived as a definite improvement on previously existing practices in these areas. This has been attested on numerous occasions by international organisations such as the IMF or the OECD.

11.3.4 Policy implementation

Another important change to the new policy framework concerns policy implementation. At the operational stage, the SNB currently implements its policy by influencing the interest rate level in the money market. Under its monetary targeting approach, it had preferred using bank reserves as its operational target variable. Under its current procedure, it fixes a target range for the three-month Libor in Swiss francs (the most important money market rate for Swiss franc investments) and publishes it regularly. Normally, this range has a width of one percentage point.

Additionally, the SNB determines and announces in which area of this fairly wide band it wishes the Libor to stay. In most cases, this is the mid-point of the announced target range. The justification for announcing a range, rather than a point target, is that this allows the SNB to react flexibly to shocks, especially foreign exchange market shocks or problems regarding liquidity distribution, without signalling a change in its basic policy perspective. The fact that for a small open economy with an important currency and financial market a certain short-run flexibility in interest rates is needed and desirable is well understood by market participants. Given the SNB's credibility accumulated over years of reliable, stability-oriented policymaking, defining policy in terms of a range is well able to firmly anchor the public's

perception of medium and long-term policy intentions. Consequently, permitting temporary fluctuations in the money market rates is possible without adversely affecting market expectations. The choice of the Libor, i.e. an off-shore rate, is motivated by the depth and importance of this market, which cannot easily be manipulated by individual market participants and thus reflects true demand and supply conditions in the short-term market for Swiss franc funds. The choice of a three-month rate (rather than, say, the overnight rate) is again motivated by the desire to gain some flexibility in the very short-term rates. The SNB does not have direct control over the three-month Libor. It does control it indirectly, however, through its repo transactions with banks, which allow it to control rather closely the very short-maturity rates, especially the overnight rate. Through arbitrage and expectations, the three-month Libor is fairly closely linked to these very short-term rates. The SNB regularly reviews its target range for the three-month Libor at its quarterly policy assessments. If necessary, it may also change the target range between these regular assessments. The SNB explains the reasons for its decision on the day it is announced.

The transition to a short-term rate of interest as the operational target variable of SNB policy under the new concept was a natural step. While in the 1970s and 1980s, the SNB had used bank reserves – which were negatively related to short-term interest rates at that time – as its operational target variable, in the course of the 1990s it started to look increasingly directly at short-term rates to judge the ease or tightness of its policy. The main reasons for this were the instability of base money demand, which was increasingly perceived as a problem, and the fact that the financial innovations of the late 1980s had reduced not only the size of banks' demand for reserves, and thereby changed the composition of the monetary base, but also strongly lowered the interest rate elasticity of reserve demand. This in turn affected the link between bank reserves and contemporaneous short-term interest rates. Shifts in reserve demand under conditions of low interest elasticity of reserve demand result in a high volatility of short-term interest rates under a bank reserve target.

11.4 Policy performance: 1980–2005

11.4.1 Successes and failures

There is no question that overall, the SNB's policy approach and performance over the last twenty-five years have been highly successful. The inflation record of the SNB across this entire period is second to no other major central

bank. There were extended periods in which inflation consistently remained low, such as between 1982 and 1988 – at a time when this was not the case in many other countries in the industrialised world – and then again from 1993 to the present. The SNB has successfully managed to establish an environment of confidence and credibility. Together with the stability of the political system, this has been a major force in creating financial tranquillity and a level of nominal interest rates which has consistently stayed below that prevailing in other currency areas.

Nevertheless, the SNB's monetary policy was also marred by a number of failures, and it turned out to be quite controversial in certain phases. In particular, there were surges of inflation in 1980/1981 and then again in 1988–1990. In both cases, this made subsequent phases of monetary tightening and consolidation necessary, with the usual resulting stabilisation costs. In the early 1990s, especially, this consolidation period was marked by economic recession and sluggish growth – partly for reasons for which monetary policy cannot be held accountable – and resulted in criticism of monetary policy of a sort the SNB had not faced at any other time over the previous decades.

11.4.2 First critical episode: inflation surge of 1980–1981

As mentioned in 11.2.1 above, the SNB had temporarily abandoned its money stock policy due to an enormous real appreciation of the Swiss franc in 1978/1979, by very markedly surpassing its original money growth target for 1978 and then abstaining from setting such a target for 1979.

Many observers interpreted the subsequent surge in inflation in the years 1980/1981 as a belated, and to a certain extent, unavoidable consequence of this policy switch. As Rich points out, a belief developed, also among many SNB officials, that attempts to halt and reverse an excessive appreciation of the domestic currency through monetary expansion would inevitably lead to penalisation in the form of a subsequent acceleration in inflation.¹¹ According to Kurt Schiltknecht, Chairman Fritz Leutwiler, after his retirement from the National Bank in 1985, declared the policy change of 1978 to have been a major mistake, in retrospect.¹²

Such a judgement is wholly unjustified; the decision for monetary accommodation was appropriate at the time. The appreciation of the Swiss franc which took place then was so enormous that it could hardly be explained by

¹¹ Rich (2003), p. 27.

¹² Schiltknecht (1989), p. 253.

anything but a strong increase in the demand for Swiss currency. A non-accommodating policy, under these circumstances, would have caused very serious damage to the real economy.

The SNB was well aware of the fact that the liquidity expansion created in 1978/1979 would have to be eliminated again if inflationary consequences were to be avoided. In principle, it endeavoured to achieve just that, yet the surge in inflation of 1980/1981 still happened. What went wrong?

As Schiltknecht has argued, the SNB was too reluctant in 1979 and 1980 to reduce this monetary overhang. The author of this article came to the same conclusion in his early review of Swiss monetary policy of that period.¹³ Peter Kugler and Georg Rich maintain that the SNB adopted an insufficiently pre-emptive policy stance when the economy embarked on a cyclical expansion in 1979.¹⁴ Had it been able to rely on the inflation forecast procedures available today, rather than on the monetary targeting strategy it employed at the time, it would have pursued a more restrictive policy course in 1979 and 1980 than it actually did, and thus might have prevented the inflation acceleration experienced in 1980/1981. Of course, the SNB did not have these instruments at its disposal at the time. Had it paid more attention to the business cycle in determining its money growth targets, however, it might have achieved better results.¹⁵ In a way, this episode merely illustrates the difficulties of an independent monetary policy in an environment of unstable monetary conditions and a high degree of uncertainty.¹⁶

11.4.3 Second critical episode: monetary overexpansion of 1987–1990

The single major policy error the SNB made over the last twenty-five years was in the 1987–1989 period. Various factors combined to induce the SNB to pursue a policy course which, in retrospect, turned out to have been far too expansionary. All of these factors were difficult to judge at the time. It is easy to criticise the National Bank from today's vantage point. It is less clear whether another approach based on information available at the time would have been more successful in avoiding this mistake. Nevertheless, it is probably fair to say that a stronger reliance on interest rate signals would have been appropriate during that period.

This policy error caused the 1989/1990 surge in inflation. It led to a major speculative bubble in real estate in particular and to an overheated economy

13 Baltensperger (1985).

14 Kugler and Rich (2002).

15 Rich (2003), p. 27.

16 Baltensperger and Böhm (1984).

in general which, when the bubble burst and the boom came to an end after the necessary monetary policy correction in the early 1990s, represented a huge burden of adjustment for the Swiss financial sector and the country's real economy. These adjustment problems were not the only reason (another one being the slow course of major structural economic policy reforms), but they did contribute significantly to the sluggish course of the Swiss economy right through the first half of the 1990s. It is ironic – although not totally surprising – that public criticism of the SNB centred much more on the monetary restrictions of the early 1990s, which necessarily had to follow the monetary overexpansion of the late 1980s, rather than on the overexpansion itself.

What were the difficulties facing the SNB between 1987 and 1990? Characteristic of 1987 initially were a strong real appreciation of the Swiss franc and a slowdown in the real economy in Switzerland. This induced the National Bank to allow its monetary target to be exceeded. The stock market crash of October 1987 further induced the SNB, like other central banks all over the world, to inject additional liquidity into the economy.

The major difficulties for Swiss monetary policy during this period, however, were specific to Switzerland. They were caused by financial innovations, such as the introduction of SIC and the change in the liquidity requirements regulating banks' management of their liquidity positions. Both of these changes contributed to a large decline in the banking system's demand for base money reserves. That such a decline was to be expected was clear. Just how large it was going to be and how long the period would be for the banking system to adjust its behaviour to the new institutional environment were subject to a great deal of uncertainty, however. This made the SNB's task highly demanding and risky.

In December 1987, the National Bank worked with an estimation of the innovation-induced decline in base money demand of 3 percent for 1988. The fact that it did not adequately explain in its public announcement that it expected such a decline helped to create the perception that the SNB had not grasped the implications of these institutional changes for base money demand and monetary policymaking.

In any case, it turned out that bank reserve demand fell much more strongly and also more quickly than the SNB had assumed. Thus, in 1988, the SNB ended up undershooting its monetary target by about 7 percent. In spite of this, short-term interest rates fell sharply to very low levels, emitting signs that monetary policy was still very expansionary. The National Bank justified its slow response by its desire to ease the banks' adjustment to the new

institutional conditions. In retrospect, it can be concluded that it attempted to respond too gradually on this occasion.

Furthermore, in the course of 1988, it became clear that the economy, both in Switzerland and worldwide, was growing more strongly than had been anticipated. In Switzerland, in particular, it was approaching a state of overheating. Due to the SNB's slow response to the drop in base money demand, short-term interest rates continued to stay low, further fuelling the economic expansion and inflation pressures. Consequently, the course of monetary policy throughout 1988 remained highly expansionary, far more so than the SNB had originally intended.

In its December 1988 forecast for 1989, the SNB once again underestimated the expansion of the Swiss economy and again announced a course that would eventually turn out to be too easy. Only in 1989 did it start to tighten its policy by letting short-term interest rates rise to almost 9 percent by the end of the year (as compared to 5 percent at the beginning of the year). It had become clear by then that monetary policy over the preceding two to three years had been far too expansionary.

For 1990, the SNB correctly predicted a decline in output growth, but strongly underestimated the course of inflation, which accelerated to a rate exceeding 6 percent by mid-1990. As a result, it had to tighten its policy once more (after a temporary relaxation in the summer of 1990 because of the first signs of a cyclical slowdown). Again, it permitted less money growth than it had originally announced. The target deviation in 1990, in contrast to the preceding years, no longer reflected a downward shift in base money demand, but rather highlighted the necessity of pursuing a tighter monetary policy than originally anticipated in view of the dynamics of inflation.

The SNB's task in the late 1980s was complicated, in comparison to the situation in earlier times, by the development of a number of indexing mechanisms over the 1980s which helped to reinforce inflationary impulses, most notably one linking housing rents to mortgage interest rates. Since housing rents are an important influence on the Swiss CPI, inflation tends to increase in the short-run when monetary policy is tightened. This is one reason why the strength of the inflation increase in 1990/1991 was considerably underestimated by the SNB. Thus, while the policy course of 1987–1989 represents a clear policy mistake, it is difficult to say whether other approaches to policymaking would have helped the SNB to choose a better response. Again, the one conclusion which can be made is that it should have paid more attention to interest rate signals in this period.

11.4.4 Third critical episode: currency appreciation and monetary overrestriction of 1994–1995

By 1994, economic conditions in Switzerland had improved considerably. Inflation had declined to almost 2 percent and an economic recovery seemed to be around the corner. However, the situation was characterised by considerable uncertainty, both with respect to cyclical conditions and to inflation. Doubts as to the reliability of the economic recovery were still widespread. So too were fears of a possible reignition of inflation, not least in connection with the introduction of a new value added tax, which was to become effective at the beginning of 1995 and was expected to lead to a temporary jump in inflation.

The Swiss franc appreciated in real terms, creating challenging conditions for the Swiss export sector. The monetary base ceased to increase in the summer of 1994 and even began to decline again. Despite this signal of its monetary indicator, the SNB decided to adhere to a relatively restrictive policy which amounted to leaving interest rates unchanged at the level reached at the end of 1993. The main motivation for this was the concern about the potential inflationary effects of the expected cyclical upturn, together with the expected effects of the new value added tax. Ex post, it turned out, however, that the SNB, along with other forecasters, had overestimated the strength of the cyclical recovery.

Towards the end of 1994, the National Bank allowed short-term interest rates to decline somewhat. However, for 1995, the SNB (and many other forecasters) again overestimated output growth. Consequently, it could not yet convince itself to switch clearly to an easier policy. Actually, the monetary base grew less than it should have according to the SNB's intentions. The economic recovery remained weak, particularly because of a massive real appreciation of the Swiss franc. Finally, in the spring of 1995, the SNB began to reverse its course and to lower interest rates decisively. This helped to reverse the upward trend of the Swiss currency. The Swiss economy continued to stagnate, however, partly for external reasons (a slowdown in the German economy, in particular), causing the SNB to lower interest rates further in December 1995. This notwithstanding, the slump in the Swiss economy continued throughout 1996.

Several remarks are in order concerning this episode of Swiss monetary policy:

The SNB was very strongly criticised for its policy in 1994 and 1995, both at the time and ex post. While this criticism is justified for 1994 – its policy was clearly too restrictive in retrospect – inspection of the facts shows that

for 1995 it is not. The SNB first began to relax its policy at the end of 1994, and continued to loosen it decidedly after the spring of 1995. Of course, results would have been better had it already changed its course in the summer of 1994.

Many critics of the National Bank blamed this error on the monetary targeting framework it still adhered to at the time. The SNB was admonished for being a slave to its 'monetarist' convictions and tradition. This is not justified, however. In fact, the signals provided by its money indicator (being far below its target value) at the time pointed in the right direction, but were overruled in the SNB's decision process by other indicators supporting a different course.

One main reason for this policy error was a misjudgement of the cyclical development of the economy: business cycle expectations were too optimistic – not just those of the SNB, but also those of most other forecasters. An error remains an error, however. That said, realism and honesty suggest that this is a type of error which, in principle, can occur at any time under any policy strategy. No policymaker and no central bank strategy can be totally immune to misjudgements of this sort. Another reason for this misjudgement was the fear of reigniting inflation. This again was not totally unjustified at the time. The influence of the new value added tax has been mentioned. In addition, the recollection of the experience of 1980/1981, where the SNB had been too tardy in switching to a restrictive stance, thereby sparking an acceleration of inflation, probably weighed heavily on the minds of many SNB officials (and other observers).

Finally, it should be reiterated that the 'original' and major policy error at the outset of this entire process had occurred with the monetary overexpansion of 1987–1989. In a way, the problems of 1994/1995 represented a 'derived' problem in the aftermath of the inflation surge of the early 1990s and the need for monetary corrections made necessary by it.

11.4.5 Was the SNB's policy too monetarist and not flexible enough?

Some of the more extreme critics of SNB policy claim that Swiss monetary policy throughout the last twenty-five years was too strongly 'money stock-oriented' and not flexible enough. A representative example of such a view is found in Franz Ettlin and Serge Gaillard.¹⁷ These authors argue that Swiss monetary policy, until mid-1996, was characterised by a complete lack of willingness to use its instruments flexibly in the pursuit of economic stabilisation.

¹⁷ Ettlin and Gaillard (2001).

Throughout the entire 1989–1996 period in particular, it was far too restrictive and represented the main reason for the stagnation of the Swiss economy during this phase, in their opinion. A more expansionary policy, aimed at preventing exchange rate appreciations, would have allowed a much more favourable macroeconomic performance.

As the above discussion has shown, SNB policy over this period was not without its weaknesses. In this general form, however, the criticism is entirely untenable. SNB policy after Bretton Woods was characterised by a large amount of short-term flexibility from the beginning. The SNB demonstrated its readiness to deviate from announced money growth targets when this was deemed necessary as early as 1977/1978, in its response to the massive real exchange rate appreciation of those years. It did this in order to prevent damage to the real sector of the Swiss economy, in spite of the risks such a policy represented for its price stability objective. The SNB has proven on numerous other occasions that it was willing to take into account considerations and indicators other than money stock objectives in its policy decisions. Its record in terms of flexibility is thus much more favourable than is alleged by Ettlin and Gaillard. However, the SNB has always – correctly – kept its long-run commitment to price stability, and the money stock targets that were designed to serve this commitment, foremost in its mind. In those instances where inflation, for whatever reason, broke out of its price stability range, the SNB moved decisively to restore price stability. This was not a flaw, but rather the source of its overall success.

Ettlin and Gaillard argue that the National Bank should have conducted a much more expansionary monetary policy aimed at lowering interest rates and avoiding exchange rate appreciation for the Swiss currency between 1991 and 1996. Implicitly, they assume that such a policy course would have had no adverse effects on inflation, inflation expectations and long-run market rates of interest. In fact, this is an issue hardly touched upon by them. They merely see the beneficial effects their suggested policy would have had on aggregate demand.

However, this is an extremely unlikely course of events. Inflation expectations were not yet stabilised at low levels in 1991–1994. Fears of a reacceleration of inflation were still widespread. Such a policy would probably have been highly unstable and led to much greater problems in the years to come. The fact that after 1995, when inflation and inflation expectations were once again finally broken and stabilised at a low level, low interest rates were compatible with price stability and a revitalised economy is no evidence of the unlimited powers of an activist and expansionary monetary policy, as Ettlin

and Gaillard seem to believe. Rather, it confirms that economic stability and growth are enhanced, and low nominal interest rates caused, by a credible commitment to monetary stability.

It should also be mentioned that Ettlin and Gaillard claim that the SNB only changed its monetary policy stance after mid-1996, and they locate a break in SNB policy at this time. This allegation – which has been taken up by others – is not supported by facts. The National Bank's switch to an expansionary policy took place at the end of 1994 and, particularly, in the first half of 1995.

11.4.6 Should the SNB's policy have been more exchange rate-oriented?

The adoption of a strategy with a more explicit orientation towards the exchange rate was often suggested by various observers of SNB policy, especially during the 1990s.¹⁸ According to Rich, the National Bank did consider various possible schemes for combining monetary targeting and price level objectives with target zones for the exchange rate, especially the Swiss franc/German mark rate.¹⁹ However, based on the difficulties of such schemes as revealed in their international discussion, the SNB came to the conclusion – and rightly so – that their risks exceeded their benefits. If a narrow zone had been adopted, this would have been close to a return to a fixed exchange rate, with all its disadvantages – loss of monetary autonomy, disappearance of the Swiss interest rate bonus. Furthermore, it is not clear that an exchange rate peg, even against a currency characterised by price stability, such as the German mark, would have been consistent with a trend of stable prices in Switzerland, given the trend of real appreciation of the Swiss franc against the mark and other currencies observed over the last twenty-five years.

Under a fixed nominal exchange rate, such a trend, had it persisted, would have revealed itself in the form of a higher inflation in Switzerland.²⁰ Furthermore, given the strong commitment of the SNB to price stability in the past, an exchange rate orientation of Swiss monetary policy might have faced a severe credibility problem and speculative tests.²¹

The adoption of a wide exchange rate target zone, meanwhile, would not really have changed much. A general awareness in the public that the SNB was considering the exchange rate in its policy setting existed in any case. The choice of a specific target zone might even have been counterproductive, by

18 Cf., for example, Brunetti and Hefeker (1998); Weizsäcker (1998).

19 Rich (2003), p. 31.

20 Genberg and Kohli (1997).

21 Baltensperger, Fischer and Jordan (1999).

inducing speculative behaviour designed to test the seriousness of the SNB's commitment to defend this zone, or to reveal its boundaries in the case of an informal and not publicly announced range.

11.5 Conclusion

The National Bank has come a long way in its policy concept and policy execution over the last twenty-five years. As the review above shows, it has made a significant contribution to the intellectual debate on monetary policy concepts and their evolution over this period. The SNB played a pioneering role in the application of monetary targeting in the 1970s and 1980s. It attempted to transform this approach into a more explicitly flexible and medium-term oriented procedure in the 1990s. While well meant, this attempt met with mixed success. Finally, by defining its new concept, to become effective in December 1999, the SNB appears to have contributed to a new framework, which looks very modern in view of today's international discussion among leading monetary policy experts with regard to best practice monetary policy.

However, this essay ought to end on a humble note. While policy concepts are important and do matter, one should nevertheless always keep in mind that no framework or 'system' is fully error-proof, and no central banker is completely infallible. Thus, monetary policy, in all likelihood, will always remain an art. The SNB's experience with the application of its concepts in practical policy execution provides numerous illustrations of both the possible successes and the possible pitfalls in the performance of this art.

References

- Baltensperger, E. (1985), Disinflation – The Swiss experience, *Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften*, 105 (2/3), pp. 271–309.
- Baltensperger, E., and P. Böhm (1984), Geldmengenpolitik und Inflationskontrolle. Möglichkeiten, Kosten, flankierende Massnahmen, SIASR Schriftenreihe, 6, Diessenhofen: Rüegger.
- Baltensperger, E., A. Fischer and T. J. Jordan (1999), Soll die Schweizerische Nationalbank den Franken an den Euro binden?, *Aussenwirtschaft*, 54 (1), pp. 25–48.
- Bernanke, B. (2004), Inflation targeting, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 86 (4), pp. 165–168.
- Bernanke, B., T. Laubach, F. S. Mishkin and A. S. Posen (1999), *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton: Princeton University Press.
- Brachinger, H. W., B. Schips and W. Stier (1999), Expertise zur Relevanz des Boskin-Reports für den schweizerischen Landesindex der Konsumentenpreise, Neuchâtel: Bundesamt für Statistik.
- Brunetti, A., and C. Hefeker (1998), Soll der Schweizer Franken an den Euro gebunden werden?, *Aussenwirtschaft*, 53 (4), pp. 511–538.
- Ettlin, F., and S. Gaillard (2001), Die 90er Jahre in der Schweiz: Eine wettbewerbsfähige Wirtschaft braucht eine stabilisierende Geldpolitik, in: J. Furrer and B. Gehrig (eds.), *Aspekte der schweizerischen Wirtschaftspolitik, Festschrift für Franz Jaeger*, pp. 267–294.
- Faust, H., and D. W. Henderson (2004), Is inflation targeting best-practice monetary policy?, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 86 (4), pp. 117–144.
- Genberg, H., and U. Kohli (1997), Recent development in Swiss monetary policy, in: P. Bachetta and W. Wasserfallen (eds.), *Economic Policy in Switzerland*, London: Macmillan, pp. 8–29.
- Issing, O. (1996), *Einführung in die Geldpolitik*, 6, Munich: Vahlen.
- Kugler P., and G. Rich (2002), Monetary policy under low interest rates: the experience of Switzerland in the late 1970s, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik/ Swiss Journal of Economics and Statistics*, 138 (3), pp. 241–269.
- Rich, G. (2003), Swiss monetary targeting 1974–1996: the role of internal policy analysis, *ECB Working Paper Series*, 236, Frankfurt am Main: European Central Bank.
- Schiltknecht, K. (1989), Geldmengenpolitik und Wechselkurs: Der schweizerische Weg, in: N. Bub, D. Duwedag and R. Richter (eds.), *Geldwertsicherung und Wirtschaftsstabilität, Essays in Honour of Helmut Schlesinger*, Frankfurt am Main: Knapp.
- SNB (1982), *75^e anniversaire Banque nationale suisse – Les années 1957 à 1982*, Lausanne: Editions 24 Heures.
- SNB (1990), *Monnaie et conjoncture*, Bulletin trimestriel de la Banque nationale suisse, 4, December, pp. 273–274.
- Weizsäcker, C.-C. von (1998), Ein Vorschlag zur Wechselkurspolitik der Schweiz, *Neue Zürcher Zeitung*, 31 January, 25, p. 85, Zurich.

12 Inflation targeting: true progress or repackaging of an old idea?¹

FREDERIC S. MISHKIN

12.1 Introduction

In 1990, a new monetary strategy was born: inflation targeting. Inflation targeting embodies five key elements:

1. Public announcement of medium-term numerical targets for inflation.
2. An institutional commitment to price stability as the primary, long-run goal of monetary policy and a commitment to achieve the inflation goal.
3. An information-inclusive strategy in which many variables and not just monetary aggregates are used in making decisions about monetary policy.
4. Increased transparency of the monetary policy strategy through communication with the public and the markets about the plans and objectives of monetary policymakers.
5. Increased accountability of the central bank for attaining its inflation objectives.

Since the initial adoption of inflation targeting in early 1990 by New Zealand, inflation targeting has grown in popularity: over twenty countries have adopted this monetary strategy, and once adopted, no country has abandoned inflation targeting unless it opted to give up monetary policy independence altogether by joining the European Monetary Union (such as Finland and Spain).

How new an idea is inflation targeting? After all, many central banks had made price stability a goal long before the advent of inflation targeting. Is inflation targeting really a major step forward in central bank practice, or is it nothing more than just old wine in a new bottle?

This paper examines these questions by providing a history of the economic ideas and central bank practices over the last forty-five years that led to the development of inflation targeting. It will argue that there has been an evolution of ideas and central bank practices that have led to current thinking on what constitutes best practice in central banking, and that inflation targeting is the culmination of this process. Inflation targeting is indeed something new and can be regarded as true progress given its many advantages

1 Any views expressed in this paper are those of the author only and not those of Columbia University or the National Bureau of Economic Research. I would like to thank Ulrich Kohli for his comments.

over earlier monetary policy strategies. It is not revolutionary, however: rather it is a refinement of what has gone before. In fact, inflation targeting continues to evolve as we speak and will continue to be improved in the future.

12.2 Central banking in the 1960s

The 1960s began with a relatively benign inflation environment, particularly in the United States, where inflation was running at an annual rate of a little over 1 percent. (Inflation rates were higher in countries such as the United Kingdom, Germany, France and Japan, but were still below 4 percent in 1960.) The strategy at the Federal Reserve and many other central banks was one in which the central banks focused on ‘money market conditions’, in other words on variables such as nominal interest rates, bank borrowings from the central bank and free reserves (excess reserves minus borrowings).² In addition, economists armed with Keynesian macroeconomic models argued that they could fine-tune the economy to produce maximum employment with only slight inflation consequences. Particularly influential at the time was a famous paper by Paul Samuelson and Robert Solow³ which argued that work by Alban Phillips,⁴ which became known as the Phillips curve, suggested that there was a long-run trade-off between unemployment and inflation and that this trade-off should be exploited. Indeed, Samuelson and Solow even mentioned that a non-perfectionist’s goal of a 3 percent unemployment rate could be attained at what they considered to be a low cost of inflation of 4 to 5 percent per year. This thinking by the then dominant Keynesian economists led to increased monetary and fiscal policy activism to get the economy to full employment. However, the subsequent economic record was not a happy one. Inflation accelerated, with the inflation rate in the US and other industrialised countries eventually climbing to above 10 percent in the 1970s, leading to what has been dubbed the Great Inflation, while the unemployment rate deteriorated from the performance in the 1950s.

The counterattack to policy activism initially came from the monetarists lead by Milton Friedman. Friedman, in a series of famous publications in 1963, established that fluctuations in the growth rate of the money supply were far more capable of explaining economic fluctuations and inflation than nominal interest rates.⁵ Karl Brunner and Alan Meltzer in a Congressional

2 For a description of economic thinking and monetary policy practice in the 1960s, cf. Mayer (1998); Romer and Romer (2002).

3 Samuelson and Solow (1960).

4 Phillips (1958).

5 Friedman and Schwartz (1963a, 1963b); Friedman and Meiselman (1963).

testimony criticised the use of money market conditions to guide monetary policy and suggested that targeting monetary aggregates would produce better policy outcomes.⁶ In his famous 1967 presidential address to the American Economic Association (published in 1968), Friedman⁷ along with Edmund Phelps argued that there was no long-term trade-off between unemployment and inflation, but rather the economy would gravitate to a natural rate of unemployment in the long run no matter what the rate of inflation.⁸ In other words, the long-run Phillips curve would be vertical, and attempts to lower unemployment below the natural rate would only result in higher inflation. The monetarist counterattack implied that monetary policy should be focused on control of inflation and that the best way to do this would be to pursue steady growth in the money supply.

12.3 Central banking in the 1970s: the advent of monetary targeting

The monetarist counterattack was not successful at first in getting central banks to increase their focus on controlling inflation and money supply growth. In the early 1970s, estimates of the parameters of the Phillips curve did not yet suggest that the long-run Phillips curve was vertical. Furthermore, economists and policymakers were not fully aware of the importance of expectations to the effect of monetary policy on the economy, which would have led them to accept the Friedman-Phelps natural rate hypothesis more quickly. Also, estimates of the natural rate of unemployment were far too low, thus suggesting that increases in inflation, which were occurring at then prevalent unemployment rates, were the result of special factors and not an overly expansionary monetary policy.⁹

Starting in the early 1970s, Robert Lucas launched the rational expectations revolution in a series of papers.¹⁰ The theory of rational expectations made it immediately clear why there could be no long-run trade-off between unemployment and inflation, so that attempting to lower unemployment below the natural rate would only lead to higher inflation, and no improvement in performance in output or employment. Indeed, one implication of rational expectations in a world of flexible wages and prices was the policy ineffectiveness

6 Brunner and Meltzer (1964a, 1964b, 1964c).

7 Friedman (1968).

8 Phelps (1967).

9 Mayer (1998); Romer and Romer (2002).

10 Lucas (1972, 1973, 1976). The paper of 1976 was already very influential in 1973, when it was initially presented at the first Carnegie-Rochester Conference. Note that, although Muth (1960, 1961) introduced the idea of rational expectations over ten years earlier, his work went largely unnoticed until resurrected by Lucas.

proposition which suggested that a constant money growth rate rule along the lines suggested by Friedman does as well as any other deterministic policy rule with feedback.¹¹ All that policy activism advocated by Keynesian economists would produce would be higher and more variable rates of inflation.

The rational expectations revolution also made clearer the need for the use of a nominal anchor, a nominal variable such as the inflation rate or the money supply, which ties down the price level to achieve price stability. Adherence to a nominal anchor that keeps the nominal variable within a narrow range promotes price stability by directly promoting low and stable inflation expectations.

Events on the ground were also leading to a rejection of policy activism. Inflation began a steady rise in the 1960s and, in the aftermath of the 1973 oil price shock, it climbed to double-digit levels in many countries. Economists,¹² but also the public and politicians, began to discuss the high costs of inflation. The ideas espoused by monetarists that central banks needed to control the growth rate of monetary aggregates came to the fore.

In the mid-1970s, a number of industrialised countries began to engage in monetary targeting, which involved three elements. Firstly, reliance on information conveyed by a monetary aggregate to conduct monetary policy, secondly, the announcement of medium-term targets for monetary aggregates, and finally, some accountability mechanism to preclude large and systematic deviations from the monetary targets.¹³ The Federal Reserve started to follow weekly tracking paths for M_1 and indicated its preferred behaviour for M_2 . Then, in 1975, in response to a Congressional resolution, the Federal Reserve began to announce publicly its targets for money growth. The UK commenced informal targeting of a broad monetary aggregate, sterling M_3 , in late 1973, and began formal publication of targets in 1976. The Bank of Canada instituted monetary targeting in 1975, under a programme of 'monetary gradualism', in which M_1 growth was to be controlled with a gradually falling target range. In late 1974, both the Deutsche Bundesbank and the Swiss National Bank began to announce money stock targets, with the Bundesbank choosing to target central bank money, a narrow aggregate that was the sum of currency in circulation and bank deposits weighted by the 1974 required reserve ratios, and the SNB targeting M_1 . In 1978, the Bank of Japan announced 'forecasts' of growth rates of M_2 (and after 1979, $M_2 + \text{CDs}$, certificates of deposit).

11 Sargent and Wallace (1975).

12 Cf., for example, the surveys in Fischer (1993); Anderson and Gruen (1995).

13 Cf. Bernanke and Mishkin (1992).

12.4 Central banking in the late 1970s and 1980s: the failure of monetary targeting?

Monetary targeting had several potential advantages over previous approaches to the conduct of monetary policy. Announced figures for monetary aggregates are typically reported periodically with very short time lags, within a couple of weeks, allowing monetary targets to send signals almost immediately to both the public and markets about the stance of monetary policy and the intentions of policymakers to keep inflation in check. These signals can help to modify inflation expectations and produce less inflation. Monetary targets also have the advantage of being able to promote almost immediate accountability of monetary policy to keep inflation low.

These advantages of monetary aggregate targeting depend on one key assumption: there must be a strong and reliable relationship between the goal variable (inflation or nominal income) and the targeted aggregate. If there is velocity instability, so that the relationship between the monetary aggregate and the goal variable is weak, then monetary aggregate targeting will not work. The weak relationship implies that hitting the target will not produce the desired outcome on the goal variable and thus the monetary aggregate will no longer provide an adequate signal about the monetary policy stance. The breakdown of the relationship between monetary aggregates and goal variables, such as inflation and nominal income, was common, not only in the United States,¹⁴ but also in Germany.¹⁵ A similar problem of instability in the money-inflation relationship has been found in emerging market countries, such as those in Latin America.¹⁶

Monetary targeting in the US, Canada and the UK did not prove to be successful in controlling inflation. There are two interpretations for why this was the case. One is that monetary targeting was not pursued seriously, so it never had a chance to be successful. The Federal Reserve, the Bank of Canada and the Bank of England, in particular, engaged in substantial game-playing in which they targeted multiple aggregates, allowed base drift, did not announce targets on a regular schedule, used artificial means to bring down the growth of a targeted aggregate (the corset in the UK), regularly overshot their targets without reversing the overshoot later and often obscured why deviations from the monetary targets occurred.¹⁷

The second reason for monetary targeting's lack of success was the increasing

14 Stock and Watson (1989); Friedman and Kuttner (1993).

15 Estrella and Mishkin (1997).

16 Mishkin and Savastano (2001).

17 Cf. Bernanke and Mishkin (1992).

instability of the relationship between monetary aggregates and goal variables, such as inflation (or nominal income), meant that this strategy was doomed to failure and indeed was not pursued seriously, because to do so would have been a mistake. By the early 1980s, it was becoming very clear that the relationship between monetary aggregates and inflation and nominal income had broken down and all three countries formally abandoned monetary targeting. Or as Gerald Bouey, a former governor of the Bank of Canada, put it: “We didn’t abandon monetary aggregates, they abandoned us.”

The problems that an unstable relationship between money and inflation creates for monetary targeting are further illustrated by the experience of Switzerland between 1989 and 1992, which was not a happy one for the Swiss National Bank because it failed to maintain price stability after it had successfully reduced inflation.¹⁸ The substantial overshoot of inflation from 1989 to 1992, reaching levels above 5 percent, was due to two factors. The first was that the strength of the Swiss franc from 1985 to 1987 caused the SNB to allow the monetary base to grow at a rate greater than the 2 percent target in 1987 and then caused it to raise the money growth target to 3 percent for 1988. The second arose from the introduction of a new interbank payment system, Swiss Interbank Clearing (SIC), and a wide-ranging revision of the commercial banks’ liquidity requirements in 1988. The result of the shocks to the exchange rate and the shift in the demand for monetary base arising from the institutional changes mentioned above created a serious problem for the SNB’s targeted aggregate. As 1988 unfolded, it became clear that the National Bank had mispredicted the effects of these shocks, so that monetary policy was too easy even though the monetary target had been undershot. The result was a subsequent rise in inflation to above the 5 percent level. As a result of this experience, the National Bank moved away from monetary targeting; first, by not specifying a horizon for its target when announcing it at the end of 1990, and then, by moving to a horizon of five years for the target, until it abandoned monetary targeting altogether in 1999.

The German (and the initial Swiss) experience with monetary targeting was in general successful, and understanding why will help to explain how monetary policy practice evolved towards inflation targeting. As argued by Jürgen von Hagen,¹⁹ the adoption of monetary targeting by the Bundesbank in late 1974 arose from the decision-making and strategic problems that it faced at the time. Under the Bretton Woods regime, the Bundesbank had lost

¹⁸ Cf., for example, Rich (1997).

¹⁹ Hagen (1999).

the ability to control monetary policy. Focusing on a monetary aggregate was a way for it to regain control over the conduct of monetary policy. German inflation was also very high (at least by German standards), reaching 7 percent in 1974, and yet the economy was weakening. The Bundesbank adopted a monetary target in an effort to resist political pressure and signal to the public that it would keep a close eye on monetary expansion. It was also concerned that pursuing price stability and aiming at full employment and high output growth would lead to policy activism, which in turn would lead to inflationary monetary policy. Monetary targeting also had the advantage of indicating that the Bundesbank was responsible for controlling inflation in the longer term, but should not try to fight temporary bursts of inflation, particularly if they came from non-monetary sources.

The circumstances of the adoption of monetary targeting regimes in Germany (and also Switzerland) led to several important design features. These monetary targeting regimes were not bound by monetarist orthodoxy and were very far from a Friedman-type monetary targeting rule, in which a monetary aggregate is kept on a constant growth rate path and is the primary focus of monetary policy.²⁰ The Bundesbank allowed growth outside its target ranges for periods of two to three years, with the result that its target overshoots were reversed. Monetary targeting in Germany and Switzerland was primarily a method of communicating the monetary policy strategy that focused on long-run considerations and the control of inflation.

The calculation of monetary target ranges put a great deal of emphasis on making policy transparent (clear, simple and understandable) and on regular communication with the public. Firstly, a numerical inflation goal was prominently featured in the setting of target ranges which was a very public exercise. The Bundesbank's setting of targets used a quantity theory equation to derive the monetary target growth rate using the numerical inflation goal, estimated potential output growth and expected velocity trends. The use of estimated potential output growth, rather than a desired path of actual output growth, in setting the monetary targets was an important feature of the strategy, as it signalled that the Bundesbank would not be focusing on short-run output objectives. Secondly, monetary targeting, far from being a rigid policy rule, was quite flexible in practice. The target ranges for money growth were missed approximately 50 percent of the time in Germany, often because the Bundesbank also focused on other objectives, including output and

20 Issing (1996).

exchange rates.²¹ Furthermore, the Bundesbank demonstrated its flexibility by allowing its inflation goal to vary over time and to converge quite gradually with the long-run inflation goal.

When the Bundesbank first set its monetary targets at the end of 1974, it announced a medium-term inflation goal of 4 percent, well above what it considered to be an appropriate long-run goal for inflation. It clarified that this medium-term inflation goal differed from the long-run goal by labelling it the 'unavoidable rate of price increase'. Its gradualist approach to reducing inflation led to a period of nine years before the medium-term inflation goal was considered consistent with price stability. When this occurred at the end of 1984, the medium-term inflation goal was renamed the 'normative rate of price increases' and was set at 2 percent and continued at this level until 1997, when it was changed to 1.5–2 percent. The Bundesbank also responded to negative supply shocks and restrictions in the supply of energy or raw materials that pushed up the price level by raising its medium-term inflation goal. One specific case occurred in the wake of the second oil price shock in 1980, when it raised the 'unavoidable rate of price increase' from 3.5–4 percent.

The monetary targeting regimes in Germany and Switzerland demonstrated a strong commitment to the communication of the strategy to the general public. The money growth targets were continually used as a framework in explaining the monetary policy strategy, and both the Bundesbank and the SNB devoted tremendous effort – in their publications and frequent speeches alike – to communicate to the public what the central bank was trying to achieve. Indeed, given that both central banks frequently missed their money growth targets by significant amounts, their monetary targeting frameworks are best viewed as a mechanism for transparently communicating how monetary policy was being directed to achieve their inflation goals and as a means of increasing the accountability of the central bank.

Germany's monetary targeting regime was successful in producing low inflation, and its success was envied by many other countries, which also explains why it was chosen as the anchor country for the Exchange Rate Mechanism. One clear indication of Germany's success was in the aftermath of German reunification in 1990. Despite a temporary surge in inflation stemming from the terms of reunification, high wage demands and fiscal expansion, the Bundesbank was able to keep these temporary effects from becom-

21 Cf. Hagen (1995); Neumann and Hagen (1993); Clarida and Gertler (1997); Mishkin and Posen (1997); Bernanke and Mihov (1997).

ing embedded in the inflation process, and by 1995, inflation fell back down below the Bundesbank's normative inflation goal of 2 percent.

The experience of Germany and Switzerland illustrates that much of the success of their monetary policy regimes resulted from their active use of the monetary targeting strategy to communicate clearly a long-run strategy of inflation control. Both central banks used monetary targeting to state the objectives of monetary policy in a clear manner and to explain that policy actions remained focused on long-run price stability when targets were missed. The active communication with the public by the Bundesbank and the SNB increased their transparency and accountability. In contrast, the game-playing which was a feature of monetary targeting in the United States, the United Kingdom and Canada hindered the communication process so that the transparency and accountability of the central banks in these countries were not enhanced.

The German and Swiss experiences also show that the two central banks were quite flexible in their monetary targeting approach and did not come even close to following a rigid rule. Despite a flexible approach to monetary targeting, which included tolerating target misses and gradual disinflation, Germany and Switzerland demonstrated that flexibility is consistent with successful inflation control. Their key to success was seriousness in pursuing the long-run goal of price stability and actively engaging public support for this task.

The weak relationship between money and nominal income, however, implies that hitting a monetary target does not produce the desired outcome for a goal variable such as inflation. Furthermore, the monetary aggregate no longer provides an adequate signal about the stance of monetary policy. Thus, except under very unusual circumstances, monetary targeting does not provide a good nominal anchor or help to modify inflation expectations. In addition, an unreliable relationship between monetary aggregates and goal variables makes it more difficult for monetary targeting to serve as a communications device that increases the transparency of monetary policy and makes the central bank accountable to the public.

12.5 The search for a better nominal anchor: the birth of inflation targeting in the 1990s

The rational expectations revolution also provided a more subtle reason explaining the importance of a nominal anchor in the papers by Finn Kydland and Edward Prescott, Guillermo Calvo, as well as Robert Barro and David Gordon on the time-inconsistency problem, in which monetary policy

conducted on a discretionary, day-to-day basis leads to poor outcomes in the long term.²² Optimal monetary policy should not try to exploit the short-run trade-off between unemployment and inflation by pursuing overly expansionary policy, because decisions concerning wages and prices reflect workers' and firms' expectations about policy; when they see a central bank pursuing an expansionary policy, workers and firms raise their expectations about inflation, and push wages and prices up. The rise in wages and prices leads to higher inflation, but does not result in higher output on average. Monetary policymakers, however, are tempted to pursue a discretionary monetary policy that is more expansionary than firms or people expect, because such a policy would boost economic output (or lower unemployment) in the short-run. In other words, the monetary policymakers find themselves unable to follow an optimal plan consistently over time; the optimal plan is time-inconsistent and is soon abandoned.

One undesirable feature of the time-inconsistency literature first raised by Bennett McCallum and elaborated on by Frederic Mishkin is that the time-inconsistency problem by itself does not imply that a central bank will pursue expansionary monetary policy which leads to inflation.²³ Simply by recognising the problem that forward-looking expectations in the wage and price setting process create for a strategy of pursuing expansionary monetary policy, monetary policymakers can decide to 'just not do it', that is, not pursue expansionary policy, and avoid the time-inconsistency problem altogether. Although central bankers are fully aware of the time-inconsistency problem, it still remains a problem because politicians are able to put pressure on central banks to pursue an overly expansionary monetary policy.²⁴

Putting in place a strong nominal anchor can help to prevent the time-inconsistency problem in monetary policy by providing an expected constraint on discretionary policy. A strong nominal anchor can help to ensure that the central bank will focus on the long term and resist the temptation or political pressures to pursue short-run expansionary policies that are inconsistent with the long-run price stability goal. However, as we have seen, a monetary target will have trouble serving as a strong nominal anchor if the relationship between money and inflation is unstable. The disappointments with monetary targeting led to a search for a better nominal anchor and resulted in the development of inflation targeting in the 1990s.

22 Kydland and Prescott (1977); Calvo (1978); Barro and Gordon (1983).

23 McCallum (1995); Mishkin (2000a).

24 For an example of how the time-inconsistency problem can be modelled as resulting from political pressure, cf. Mishkin and Westelius (2006).

Inflation targeting evolved from monetary targeting by adopting its most successful elements: an institutional commitment to price stability as the primary long-run goal of monetary policy and to the achievement of the inflation goal; increased transparency through communication with the public about the objectives of monetary policy and the plans for policy actions to achieve these objectives; and increased accountability of the central bank to achieve its inflation objectives. Inflation targeting, however, differs from monetary targeting in two key dimensions. Rather than announce a monetary aggregate target, the central bank publicly announces a medium-term numerical target for inflation and makes use of an information-inclusive strategy, with a reduced role for intermediate targets such as money growth.

The first country to adopt inflation targeting was New Zealand. After bringing inflation down from almost 17 percent in 1985 to the vicinity of 5 percent by 1989, the New Zealand parliament passed a new Reserve Bank of New Zealand Act in 1989, which entered into effect on 1 February 1990. Besides increasing the independence of the central bank, moving it from being one of the least independent to one of the most independent among the industrialised countries, the new act also committed the Reserve Bank to the sole objective of price stability. It stipulated that the Minister of Finance and the Governor of the Reserve Bank should negotiate and make public a Policy Targets Agreement that sets out the targets by which monetary policy performance would be evaluated. These agreements have specified numerical target ranges for inflation and the dates by which they were to be reached. The first one, signed by the Minister of Finance and the Governor of the Reserve Bank on 2 March 1990, directed the Reserve Bank to achieve an annual inflation rate of 3–5 percent by the end of 1990 with a gradual reduction in subsequent years to a 0–2 percent range by 1992 (changed to 1993), which was kept until the end of 1996, when the range was changed to 0–3 percent and then to 1–3 percent in 2002.

New Zealand was followed by Canada, which announced inflation targets in February 1991, by Israel in January 1992, by the United Kingdom in October 1992, by Sweden in January 1993 and by Finland in February 1993. (Chile adopted a softer form of inflation targeting in January 1991.)²⁵ Since its inception, more than twenty countries have adopted inflation targeting, including

25 The dating of adoption of inflation targeting is not always clear-cut. The dates used here are from Mishkin and Schmidt-Hebbel (2002).

Switzerland in January 2000,²⁶ and new ones join the inflation targeting club every year.

Inflation targeting superseded monetary targeting because of its several advantages. First, inflation targeting does not rely on a stable money-inflation relationship, so that large velocity shocks which distort this relationship are largely irrelevant to monetary policy performance.²⁷ Second, the use of more information, and not primarily one variable, to determine the best settings for policy, has the potential to produce better policy settings. Third, an inflation target is readily understood by the public because changes in prices are of immediate and direct concern, while monetary aggregates are farther removed from peoples' experience. Inflation targets are therefore better at enhancing the transparency of monetary policy, as they make the objectives of the monetary authorities clearer. This does not mean that monetary targets could not serve as a useful communication device and increase accountability to control inflation as they did in Germany and Switzerland. However, once the relationship between monetary aggregates and inflation breaks down, as it has repeatedly (particularly in Switzerland), monetary targets lose a substantial degree of transparency, because the central bank then has to provide complicated explanations as to why it is appropriate to deviate from the monetary target. Finally, inflation targets increase central bank accountability, as the central bank's performance can now be measured against a clearly defined target. Given the unstable money-inflation relationship, monetary targets work less well in this regard, which makes it harder to impose accountability on the central bank, because the central bank will necessarily miss its monetary targets frequently, as in the case of the Bundesbank, which missed its target ranges over half of the time.

26 Switzerland does not like to refer to its regime as inflation targeting, although it meets all of the criteria for inflation targeting outlined above. The Swiss regime does differ in some elements from inflation targeting regimes in countries like the United Kingdom and New Zealand in that the central bank – rather than the government – determines the numerical inflation goal, and the time horizon for the achievement of the inflation goal is not announced. The Swiss monetary policy regime is therefore more flexible than some other inflation targeting. Nonetheless, there are differing degrees of flexibility in the way inflation targeting is practised and the Swiss regime fits the definition of inflation targeting used in Bernanke et al. (1999) and in much of the literature. Officials at the SNB, when asked why they do not like to use the term inflation targeting, explain that they see their regime as highly flexible and the use of the word target might be misconstrued by the public.

27 An unstable relationship between money and inflation could make inflation targeting more difficult, since there is less information in the monetary aggregates to help forecast inflation. However, successful inflation targeting is not dependent on having a stable money-inflation relationship as long as other information enables the monetary authorities to forecast future inflation and the impact of the current monetary policy stance on the economy.

A key feature of all inflation targeting regimes is that they put enormous emphasis on transparency and communication. Inflation targeting central banks communicate frequently with the government – some of their exchanges are mandated by law and some are in response to informal inquiries – and their officials take every opportunity to hold public speeches on their monetary policy strategy. Communication of this type is prominent among central banks that have not adopted inflation targeting, including monetary targeters such as the Bundesbank and the SNB, and non-targeters, such as the Federal Reserve. However, inflation targeting central banks have taken public outreach a number of steps further: not only have they engaged in extended public information campaigns, including the distribution of glossy brochures, but they have also begun to publish inflation report type documents (originated by the Bank of England).

The publication of inflation reports is particularly noteworthy, because these documents depart from the usual, dull-looking, formal reports of central banks and take on the best elements of textbook writing (fancy graphs, use of boxes) in order to better communicate with the public. Inflation reports are far more user friendly than previous central bank documents and explain the goals and limitations of monetary policy, including the rationale for inflation targets, the numerical values of the inflation targets and how they were determined, how the inflation targets are to be achieved, given current economic conditions, and reasons for any deviations from targets. Almost all such reports provide inflation forecasts, while the majority provide output forecasts, and some provide a projection of the policy path for interest rates.²⁸ These communication efforts have improved private sector planning by reducing uncertainty about monetary policy, interest rates and inflation; they have promoted public debate of monetary policy, in part by educating the public about what a central bank can and cannot achieve; and they have helped to clarify the responsibilities of the central bank and of politicians in the conduct of monetary policy.

Because an explicit numerical inflation target increases the accountability of a central bank with respect to controlling inflation, inflation targeting also has the potential to reduce the likelihood that a central bank will suffer from the time-inconsistency problem in which it reneges on the optimal plan and instead tries to expand output and employment by pursuing an overly expansionary monetary policy. However, since time-inconsistency is more likely to stem from political pressures on the central bank to engage in an overly

28 Cf. table 1 in Mishkin (2004).

expansionary monetary policy, a key advantage of inflation targeting is that it is better able to focus the political debate on what a central bank can do in the long term – that is, control inflation – rather than what it cannot do – permanently raise economic growth and the number of jobs through expansionary monetary policy.²⁹ Inflation targeting thus appears to reduce political pressures on the central bank to pursue inflationary monetary policy and thereby reduces the likelihood of time-inconsistent policymaking.

Although inflation targeting has the ability to limit the time-inconsistency problem, it does not do so by adopting a rigid rule, and thus has much in common with the flexibility of earlier monetary targeting regimes. Inflation targeting has ‘rule-like’ features in that it involves forward-looking behaviour that limits policymakers from systematically engaging in policies with undesirable long-run consequences. Rather than using a rigid rule, it employs what Ben Bernanke and Frederic Mishkin have dubbed “constrained discretion”.³⁰ Inflation targeting allows for some flexibility, but constrains policymakers from pursuing an overly expansionary (or contractionary) monetary policy.

Inflation targeting does not ignore traditional output stabilisation, but puts it into a longer-term context. Inflation-targeting regimes allow flexibility to deal with supply shocks and have allowed the target to be reduced gradually to the long-run inflation goal when inflation is initially far from this goal (also a feature of monetary targeters, such as Germany). As Lars Svensson has shown, a gradual movement of the inflation target towards the long-run price stability goal indicates that output fluctuations are a concern (in the objective function) of monetary policy.³¹ In addition, inflation targeters have emphasised that the floor of the range should be as binding a commitment as the ceiling, indicating that they are just as concerned about output fluctuations as they are about inflation. Inflation targeting is therefore better described as ‘flexible inflation targeting’.

The above discussion suggests that, although inflation targeting has indeed evolved from earlier monetary policy strategies, it does represent true progress. But how has inflation targeting fared? Has it actually led to better economic performance?

29 A remarkable example of this occurred in Canada in 1996, when a public debate ensued over a speech by the president of the Canadian Economic Association criticising the Bank of Canada. Cf. Mishkin and Posen (1997); Bernanke et al. (1999).

30 Bernanke and Mishkin (1997).

31 Svensson (1997).

The simple answer to this question is essentially yes, albeit with some qualifications.³² This conclusion is derived from the following four results:³³

- Inflation levels (and volatility), as well as interest rates, declined after countries adopted inflation targeting.
- Output volatility did not worsen, if anything it improved, after adoption of inflation targeting.
- Exchange rate pass-through seems to be attenuated by adoption of inflation targeting.³⁴
- The fall in inflation levels and volatility, interest rates and output volatility was part of a worldwide trend in the 1990s, and inflation targeters did no better in terms of these variables or in terms of exchange rate pass-through than non-inflation-targeting industrialised countries, such as the United States or Germany.^{35 36}

32 This is the conclusion in a recent paper presented to the Executive Board of the IMF; cf. Roger and Stone (2005).

33 There is also some mildly favourable evidence on the impact of inflation targeting on sacrifice ratios. Bernanke et al. (1999) did not find that sacrifice ratios in industrialised countries fell with the adoption of inflation targeting, while Corbo, Landerretche and Schmidt-Hebbel (2002) – with a larger sample of inflation targeters – concluded that inflation targets did lead to an improvement in sacrifice ratios. However, defining sacrifice ratios is extremely tricky, so less weight should be put on this evidence. Sabban, Rozada and Powell (2003) also find that inflation targeting leads to nominal exchange rate movements that are more responsive to real shocks, rather than nominal shocks. This might indicate that inflation targeting can help the nominal exchange rate to act as a shock absorber for the real economy.

34 Lower exchange rate pass-through might be seen as a drawback because it weakens this channel of the monetary policy transmission mechanism. As long as other channels of monetary policy transmission are still strong, however, the monetary authorities still have the ability to keep inflation under control.

35 For evidence supporting the first three results, cf., for example, Bernanke et al. (1999); Corbo, Landerretche and Schmidt-Hebbel (2002); Neumann and Hagen (2002); Hu (2003); Truman (2003); Ball and Sheridan (2005).

36 Ball and Sheridan (2005) is one of the few empirical papers that is critical of inflation targeting: it argues that the apparent success of inflation targeting countries is just a reflection of regression towards the mean: that is, countries that start with higher inflation are more likely to find that inflation will fall faster than countries that start with an initially low inflation rate. Since countries that adopted inflation targeting generally had higher initial inflation rates, their larger decline in inflation merely reflects a general tendency of all countries, both targeters and non-targeters, to achieve better inflation and output performance in the 1990s, when inflation targeting was adopted. This paper has been criticised on several grounds and its conclusion that inflation targeting had nothing to do with improved economic performance is unwarranted: cf. Hyvonen (2004); Gertler (2005); Mishkin and Schmidt-Hebbel (2005). However, Ball and Sheridan's paper does raise a serious question because inflation targeting is clearly an endogenous choice, and so finding that better performance is associated with inflation targeting may not imply that inflation targeting causes this better performance. Mishkin and Schmidt-Hebbel (2005) do attempt to deal explicitly with the potential endogeneity of adoption of inflation targeting through the use of instrumental variables and continues to find favourable results on inflation targeting performance.

The fourth result – that inflation and output performance of inflation-targeting countries improves, but is no better than that of countries like the US and Germany – also suggests that what is really important to successful monetary policy is the establishment of a strong nominal anchor. As pointed out in a number of papers, Germany was able to create a strong nominal anchor with its monetary targeting procedure.³⁷ In the US, the strong nominal anchor was Alan Greenspan and is now his successor Ben Bernanke.³⁸ Although inflation targeting is one way to establish a strong nominal anchor, it is not the only way. It is not at all clear that inflation targeting would have improved performance in the US during the Greenspan era, although it might well do so after Greenspan or his successor Ben Bernanke is gone.³⁹ Furthermore, as has already been emphasised, an inflation target by itself is not capable of establishing a strong nominal anchor if the government pursues irresponsible fiscal policy or inadequate prudential supervision of the financial system, which might then be prone to financial blow-ups.⁴⁰

There is, however, empirical evidence on inflation expectations that is more telling about the possible benefits of inflation targeting. Recent research has found the following additional results:

- Evidence that the adoption of inflation targeting leads to an immediate fall in inflation expectations is not strong.⁴¹
- Inflation persistence, however, is lower for countries that have adopted inflation targeting than for countries that have not.
- Inflation expectations appear to be more anchored for inflation targeters than for non-targeters, i.e. inflation expectations react less to shocks to actual inflation for targeters than for non-targeters, particularly at longer horizons.⁴²

These results suggest that once inflation targeting has been in place for a while, it does make a difference, because it better anchors inflation expectations and thus strengthens the nominal anchor. Since, as argued earlier,

37 Bernanke and Mishkin (1992); Mishkin and Posen (1997); Bernanke et al. (1999); Neumann and Hagen (2002).

38 Cf., for example, Mishkin (2000a).

39 Mishkin (2005).

40 Calvo and Mishkin (2003); Sims (2005).

41 For example, Bernanke et al. (1999) and Levin, Natalucci and Piger (2004) do not find that inflation targeting leads to an immediate fall in expected inflation, but Johnson (2002, 2003) does find some evidence that expected inflation falls after announcement of inflation targets.

42 Levin, Natalucci and Piger (2004); Castelnuovo, Nicoletti-Altimari and Palenzuela (2003).

establishing a strong nominal anchor is a crucial element in successful monetary policy,⁴³ the evidence on the inflation expectations provides a stronger case that inflation targeting has represented real progress.

12.6 Where is inflation targeting heading?

Just as inflation targeting evolved from earlier monetary policy strategies, inflation targeting will continue to evolve over time. There are three major issues that are being actively debated on where inflation targeting should be headed in the future.

Currently, all inflation targeting countries target an inflation rate rather than the price level. The traditional view, forcefully articulated by Stanley Fischer,⁴⁴ argues that a price-level target might produce more output variability than an inflation target, because unanticipated shocks to the price level are not treated as bygones and must be offset. Specifically, a price-level target requires that a target overshoot be reversed, and this might call for a quite contractionary monetary policy which, with sticky prices, could lead to a sharp downturn in the real economy in the short run. Indeed, if the overshoot is large enough, returning to the target might require a deflation, which could promote financial instability and be quite harmful.

On the other hand, in theoretical models with a high degree of forward-looking behaviour, a price-level target produces less output variance than an inflation target.⁴⁵ Empirical evidence, however, does not clearly support forward-looking expectations formation,⁴⁶ and models with forward-looking behaviour have counter-intuitive properties that seem to be inconsistent with inflation dynamics.⁴⁷ Thus, the jury is still out on whether the monetary policy regime should move from inflation targeting to price-level targeting. Indeed, in the future, central banks might experiment with hybrid policies, which combine features of an inflation and a price-level target by announcing a commitment to some error correction in which target misses will be

43 The importance of a strong nominal anchor to successful monetary policy is also a key feature of recent theory on optimal monetary policy, referred to as the new neoclassical synthesis, cf. Woodford (2003); Goodfriend and King (1997).

44 Fischer (1994).

45 Cf., for example, Clarida, Gali and Gertler (1999); Dittmar, Gavin and Kydland (1999); Dittmar and Gavin (2000); Eggertsson and Woodford (2003); Svensson (1999); Svensson and Woodford (2003); Vestin (2000); Woodford (1999, 2003). A price-level target was used in the 1930s in Sweden. Cf. Berg and Jonung (1999).

46 Cf., for example, Fuhrer (1997).

47 Estrella and Fuhrer (1998).

offset to some extent in the future.⁴⁸ Evaluating these hybrid policies should be a major focus of future research.

Inflation targeting central banks have been gradually moving towards ever greater transparency. More inflation targeting central banks have been publishing their forecasts and several central banks have recently started to announce projections of their policy path for interest rates in the future (New Zealand, Colombia, and most recently, Norway).

Publication of forecasts and policy projections can help the public and the markets to understand central bank actions, thus reducing uncertainty and making it easier for the public and markets to assess whether the central bank is serious about achieving its inflation goal.

Svensson argues that not only should central banks announce their projections of the future policy path, but also announce their objective function (the relative weights they put on output versus inflation fluctuations in their loss function).⁴⁹ It has been argued elsewhere that central bank transparency can go too far if it complicates communication with the public.⁵⁰ Announcing a policy path may confuse the public if the message does not sufficiently convey that the path is conditional on events in the economy. The public may then regard a deviation from this path as a central bank failure, and the central bank would then be vulnerable to attacks that it is flip-flopping, which could undermine the support for its independence and focus on price stability. This objection does not mean that providing information about the future policy path in some form would not have value. It does mean, however, that there are nuances as to how this should be done. Providing information about the future policy path in more general terms or in terms of fan charts that emphasise the uncertainty about the future policy path might achieve most of the benefits of increased disclosure and still be able to make clear how conditional the policy path is on future events.⁵¹ Inflation targeting central banks are likely to experi-

48 Research at the Bank of Canada and the Bank of England suggests that an inflation target with a small amount of error correction can substantially reduce the uncertainty about the price level in the long run, but still generate very few episodes of deflation. Cf. Black, Macklem and Rose (1997); Battini and Yates (2003); King (1999).

49 Svensson (2002).

50 Mishkin (2004).

51 However, announcing a specific policy path as has recently occurred in the United States, when it announced that it would remove accommodation at a measured pace and then had thirteen straight Federal Open Market Committee meetings (as of this writing) in which it raised the policy rate by 25 basis points each time did not sufficiently convey the degree of uncertainty about the future path.

ment further with different approaches to providing more information about future policy.⁵²

A final issue confronting inflation targeting central banks is how they should respond to movements in asset prices. It is generally agreed that inflation targeters should react to asset prices when changes in these prices provide useful information about future inflation and the path of the economy. The tougher issue is whether central banks should react to asset prices over and above their effects on future inflation. When they burst, bubbles in asset prices can lead to financial instability. Some researchers have argued that, given this, monetary policy should serve to limit asset price bubbles to preserve financial stability.⁵³ To do so successfully, monetary authorities need to know when a bubble exists. However, it is unlikely that government officials, or central bankers for that matter, know better than private markets what appropriate asset prices are.⁵⁴ Ben Bernanke and Mark Gertler find that an inflation targeting approach that does not focus on asset prices above and beyond their effect on the economy, but does make use of an information-inclusive strategy in setting policy instruments, has the ability to make asset price bubbles less likely, thereby promoting financial stability.⁵⁵ With the recent sharp run-up of housing prices in many countries and the possibility of bubbles, central banks' concerns about asset price movements and what to do about them are unlikely to abate.

Fluctuations in exchange rates, another important asset price, are also a major concern for inflation targeting central banks, particularly in emerging market countries, as sharp depreciations can trigger a financial crisis.⁵⁶ Because these countries have much of their debt denominated in foreign currency, currency depreciations lead to a deterioration of firms' balance sheets. This deterioration then results in adverse selection and moral hazard problems that interfere with the efficient functioning of the financial system, thereby triggering a sharp decline in investment and economic activity. Inflation targeting central banks can therefore not afford to pursue a policy of benign neglect towards exchange rates, as is emphasised by Frederic Mishkin

52 For reasons outlined in Mishkin (2004), it may be far less likely that central banks will increase transparency in terms of announce their objective function.

53 Cf., for example, Cecchetti et al. (2000); Borio and Lowe (2002).

54 Bernanke and Gertler (2001) point out that Cecchetti et al. (2000) only find that asset prices should be included in the central bank's policy rule because they assume that the central bank knows with certainty that the asset price rise is a bubble and knows exactly when the bubble will burst.

55 Bernanke and Gertler (1999, 2001).

56 Mishkin (1996, 1999).

and Miguel Savastano.⁵⁷ They may have to smooth 'excessive' exchange rate fluctuations, but how they should do this is still an open question. Indeed, there is a danger that focusing on exchange rate movements might transform the exchange rate into a nominal anchor that interferes with achievement of the inflation target.⁵⁸ In addition, whenever inflation targeters have focused on exchange rate movements, they have often made serious errors (for instance New Zealand and Chile in 1997 and 1998).⁵⁹ Dealing with exchange rate fluctuations is one of the most serious challenges for inflation targeting regimes in emerging market countries.

12.7 Conclusion

The practice of central banking has made tremendous strides in recent years. We are currently in a highly desirable environment that few would have predicted fifteen years ago. Not only is inflation low, but its variability and the volatility of output fluctuations are also low. For many countries, inflation targeting has been a key element in their success. Inflation targeting is not a radical new invention, but has instead built on what has been learned over the years both from economic research and experience as to what is best practice in the conduct of monetary policy. Progress in our understanding of monetary policy will continue, and hopefully inflation targeting will continue to evolve in a direction that continues to improve monetary policy performance.

57 Mishkin (2000b); Mishkin and Savastano (2001).

58 This indeed happened in Israel (Bernanke et al., 1999) and Hungary (Jonas and Mishkin, 2005).

59 Mishkin (2001).

References

- Andersen, P., and D. Gruen (1995), Macroeconomic policies and growth, in: P. Andersen, J. Dwyer and D. Gruen (eds.), *Productivity and Growth*, Sydney: Reserve Bank of Australia, pp. 279–319.
- Ball, L., and N. Sheridan (2005), Does inflation targeting matter?, in: B. S. Bernanke and M. Woodford (eds.), *The Inflation Targeting Debate*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 249–276.
- Barro, R. J., and D. Gordon (1983), A positive theory of monetary policy in a natural rate model, *Journal of Political Economy*, 91 (4), pp. 589–610.
- Battini, N., and A. Yates (2003), Hybrid inflation and price-level targeting, *Journal of Money, Credit and Banking*, 35 (3), pp. 283–300.
- Berg, C., and L. Jonung (1999), Pioneering price level targeting: the Swedish experience 1931–1937, *Journal of Monetary Economics*, 43 (3), pp. 525–551.
- Bernanke, B. S., and M. Gertler (1999), Monetary policy and asset volatility, *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review*, 84 (4), pp. 17–52.
- Bernanke, B. S., and M. Gertler (2001), Should central banks respond to movements in asset prices?, *American Economic Review*, 91 (2), pp. 253–257.
- Bernanke, B. S., and I. Mihov (1997), What does the Bundesbank target?, *European Economic Review*, 41 (6), pp. 1025–1053.
- Bernanke, B. S., and F. S. Mishkin (1992), Central bank behavior and the strategy of monetary policy: observations from six industrialized countries, *NBER Macroeconomics Annual*, pp. 183–228.
- Bernanke, B. S., and F. S. Mishkin (1997), Inflation targeting: a new framework for monetary policy?, *Journal of Economic Perspectives*, 11 (2), pp. 97–116.
- Bernanke, B. S., T. Laubach, F. S. Mishkin and A. S. Posen (1999), *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*, Princeton: Princeton University Press.
- Black, R., T. Macklem and D. Rose (1997), On policy rules for price stability, in: *Price Stability, Inflation Targets and Monetary Policy*, Proceedings of a Conference held by the Bank of Canada, May, Ottawa, Bank of Canada, pp. 411–461.
- Borio, C. E. V., and P. W. Lowe (2002), Asset prices, financial and monetary stability: exploring the nexus, *BIS Working Papers*, 114, Basel: Bank for International Settlements.
- Brunner, K., and A. Meltzer (1964a), *Some General Features of the Federal Reserve Approach to Policy*, U.S. Congress, House Committee on Banking and Currency, Subcommittee on Domestic Finance, 88th Congress, 2nd session.
- Brunner, K., and A. Meltzer (1964b), *An Alternative Approach to the Monetary Mechanism*, U.S. Congress, House Committee on Banking and Currency, Subcommittee on Domestic Finance, 88th Congress, 2nd session.
- Brunner, K., and A. Meltzer (1964c), *The Federal Reserve's Attachment to Free Reserves*, U.S. Congress, House Committee on Banking and Currency, Subcommittee on Domestic Finance, 88th Congress, 2nd session.
- Calvo, G. (1978), On the time consistency of optimal policy in the monetary economy, *Econometrica*, 46 (6), pp. 1411–1428.
- Calvo, G., and F. S. Mishkin (2003), The mirage of exchange rate regimes for emerging market countries, *Journal of Economic Perspectives*, 17 (4), pp. 99–118.

- Castelnuovo, E., S. Nicoletti-Altimari and D. R. Palenzuela (2003), Definition of price stability, range and point targets: the anchoring of long-term inflation expectations, in: O. Issing (ed.), *Background Studies for the ECB's Evaluation of Its Monetary Policy Strategy*, Frankfurt am Main: European Central Bank, pp. 43–90.
- Cecchetti, S., H. Genberg, L. Lipsky and S. Wadhvani (2000), *Asset Prices and Central Bank Policy*, Geneva: International Center for Monetary and Banking Studies.
- Clarida, R., J. Gali and M. Gertler (1999), The science of monetary policy: evidence and some theory, *Journal of Economic Literature*, 37, pp. 1661–1707.
- Clarida, R., and M. Gertler (1997), How the Bundesbank conducts monetary policy, in: C. Romer and D. Romer (eds.), *Reducing Inflation: Motivation and Strategy*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 363–406.
- Corbo, V., O. Landerretche and K. Schmidt-Hebbel (2002), Does inflation targeting make a difference?, in: N. Loayza and R. Soto (eds.), *Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges*, Santiago de Chile: Central Bank of Chile, pp. 221–269.
- Dittmar, R., and W. T. Gavin (2000), What do New-Keynesian Phillips curves imply for price-level targeting?, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 82 (2), pp. 21–30.
- Ditmar, R., W. T. Gavin and F. E. Kydland (1999), The inflation-output variability tradeoff and price-level targets, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, pp. 23–31.
- Eggertsson, G. B., and M. Woodford (2003), The zero bound on interest rates and optimal monetary policy, *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, pp. 139–211.
- Estrella, A., and J. Fuhrer (1998), Dynamic inconsistencies: counterfactual implications of a class of rational expectations models, *Federal Reserve Bank of Boston Working Paper Series*, 98/05.
- Estrella, A., and F. S. Mishkin (1997), Is there a role for monetary aggregates in the conduct of monetary policy?, *Journal of Monetary Economics*, 40 (2), pp. 279–304.
- Fischer, S. (1993), The role of macroeconomic factors in growth, *Journal of Monetary Economics*, 32 (3), pp. 485–512.
- Fischer, S. (1994), Modern central banking, in: F. Capie, C. Goodhart, S. Fischer and N. Schnadt (eds.), *The Future of Central Banking: The Tercentenary Symposium of the Bank of England*, Cambridge: Cambridge University Press, pp. 262–308.
- Friedman, B. M., and K. N. Kuttner (1993), Another look at the evidence on money-income causality, *Journal of Econometrics*, 57 (1–3), pp. 189–203.
- Friedman, M. (1968), The role of monetary policy, *American Economic Review*, 58 (1), pp. 1–17.
- Friedman, M., and A. J. Schwartz (1963a), *A Monetary History of the United States: 1867–1960*, Princeton: Princeton University Press.
- Friedman, M., and A. J. Schwartz (1963b), Money and business cycles, *Review of Economics and Statistics*, 45 (1/2, Supplement), pp. 32–64.
- Friedman, M., and D. Meiselman (1963), The relative stability of monetary velocity and the investment multiplier, in: Commission on Money and Credit (ed.), *Stabilization Policies*, Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, pp. 165–268.
- Fuhrer, J. C. (1997), The (un)importance of forward-looking behavior in price specifications, *Journal of Money, Credit and Banking*, 29 (3), pp. 338–350.
- Gertler, M. (2005), Comments on L. Ball and N. Sheridan: Does inflation targeting matter?, in: B. S. Bernanke and M. Woodford (eds.), *The Inflation Targeting Debate*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 276–281.

- Goodfriend, M., and R. G. King (1997), The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy, *NBER Macroeconomics Annual*, (1997), pp. 231–283.
- Hagen, J. von (1995), Inflation and monetary targeting in Germany, in: L. Leiderman and L. E. O. Svensson (eds.), *Inflation Targets*, London: Centre for Economic Policy Research, pp. 107–121.
- Hagen, J. von (1999), Money growth targeting by the Bundesbank, *Journal of Monetary Economics*, 43 (3), pp. 681–701.
- Hu, Y. (2003), Empirical investigations of inflation targeting, *IIE Working Paper*, 03–06, July, Washington, DC: Institute for International Economics.
- Hyvonen, M. (2004), Inflation convergence across countries, *Reserve Bank of Australia Discussion Paper*, 2004–04.
- Issing, O. (1996), Is monetary targeting in Germany still adequate?, in: H. Siebert (ed.), *Monetary Policy in an Integrated World Economy: Symposium 1995*, Tübingen: Mohr, pp. 117–130.
- Johnson, D. R. (2002), The effect of inflation targeting on the behavior of expected inflation: evidence from an 11 country panel, *Journal of Monetary Economics*, 49 (8), pp. 1493–1519.
- Johnson, D. R. (2003), The effect of inflation targets on the level of expected inflation in five countries, *Review of Economics and Statistics*, 85 (4), pp. 1076–1081.
- Jonas, J., and F. S. Mishkin (2005), Inflation targeting in transition countries: experience and prospects, in: M. Woodford (ed.), *Inflation Targeting*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 353–413.
- King, M. (1999), Challenges for monetary policy: new and old, in: *New Challenges for Monetary Policy*, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 11–57.
- Kydland, F., and E. Prescott (1977), Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans, *Journal of Political Economy*, 85 (3), pp. 473–492.
- Levin, A., F. M. Natalucci and J. M. Piger (2004), The macroeconomic effects of inflation targeting, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 86 (4), pp. 51–80.
- Lucas, R. E., Jr. (1972), Expectations and the neutrality of money, *Journal of Economic Theory*, 4 (2), pp. 103–124.
- Lucas, R. E., Jr. (1973), Some international evidence on output-inflation tradeoffs, *American Economic Review*, 63 (3), pp. 326–334.
- Lucas, R. E., Jr. (1976), Econometric policy evaluation: a critique, in: K. Brunner and A. Meltzer (eds.), *The Phillips curve and labor markets*, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1, pp. 19–46.
- Mayer, T. (1998), *Monetary Policy and the Great Inflation in the United States: The Federal Reserve and the Failure of Macroeconomic Policy: 1965–1979*, Cheltenham: Elgar.
- McCallum, B. T. (1995), Two fallacies concerning central-bank independence, *American Economic Review*, 85 (2), pp. 207–211.
- Mishkin, F. S. (1996), Understanding financial crises: a developing country perspective, in: M. Bruno and B. Pleskovic (eds.), *Annual World Bank Conference on Development Economics*, Washington, DC: World Bank, pp. 29–62.
- Mishkin, F. S. (1999), Lessons from the Asian crisis, *Journal of International Money and Finance*, 18 (4), pp. 709–723.
- Mishkin, F. S. (2000a), What should central banks do?, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 82 (6), pp. 1–13.

- Mishkin, F. S. (2000b), Inflation targeting in emerging market countries, *American Economic Review*, 90 (2), pp. 105–109.
- Mishkin, F. S. (2001), Issues in inflation targeting, in: *Price Stability and the Long-Run Target for Monetary Policy*, Ottawa: Bank of Canada, pp. 203–222.
- Mishkin, F. S. (2004), Can central bank transparency go too far?, in: C. Kent and S. Guttman (eds.), *The Future of Inflation Targeting*, Sydney: Reserve Bank of Australia, pp. 48–65.
- Mishkin, F. S. (2005), The Fed after Greenspan, *Eastern Economic Journal*, 31 (3), pp. 317–332.
- Mishkin, F. S., and A. Posen (1997), Inflation targeting: lessons from four countries, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 3 (3), pp. 9–110.
- Mishkin, F. S., and M. A. Savastano (2001), Monetary policy strategies for Latin America, *Journal of Development Economics*, 66 (2), pp. 415–444.
- Mishkin, F. S., and K. Schmidt-Hebbel (2002), One decade of inflation targeting in the world: what do we know and what do we need to know?, in: N. Loayza and R. Soto (eds.), *Inflation Targeting: Design, Performance, Challenges*, Santiago de Chile: Central Bank of Chile, pp. 171–219.
- Mishkin, F. S., and K. Schmidt-Hebbel (2005), Does inflation targeting make a difference, in: F. S. Mishkin and K. Schmidt-Hebbel (eds.), *Monetary Policy Under Inflation Targeting*, Santiago de Chile: Central Bank of Chile (forthcoming).
- Mishkin, F. S., and N. Westelius (2006), Inflation band targeting and optimal inflation contracts, *NBER Working Paper Series*, 12384.
- Muth, J. F. (1960), Optimal properties of exponentially weighted forecasts, *Journal of the American Statistical Association*, 55 (290), pp. 299–306.
- Muth, J. F. (1961), Rational expectations and the theory of price movements, *Econometrica*, 29 (3), pp. 315–335.
- Neumann, M. J. M., and J. von Hagen (1993), Germany, in: M. Fratianni and D. Salvatore (eds.), *Monetary Policy in Developed Economies*, 3, Westport, CT: Greenwood, pp. 299–334.
- Neumann, M. J. M., and J. von Hagen (2002), Does inflation targeting matter?, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 84 (4), pp. 127–148.
- Phelps, E. (1967), Phillips curves, expectations of inflation and optimal unemployment over time, *Economica*, 34 (135), pp. 254–281.
- Phillips, A. W. (1958), The relationship between unemployment and the rate of change of money wages in the United Kingdom: 1861–1957, *Economica*, 25 (100), pp. 283–299.
- Rich, G. (1997), Monetary targets as a policy rule: lessons from the Swiss experience, *Journal of Monetary Economics*, 39 (1), pp. 113–141.
- Roger, S., and M. Stone (2005), On target? Inflation performance in inflation targeting countries, *IMF Working Papers*, 05/163, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Romer, C., and D. Romer (2002), The evolution of economic understanding and postwar stabilization policy, in: *Rethinking Stabilization Policy*, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 11–78.
- Sabban V. C., M. G. Rozada and A. Powell (2003), *A New Test for the Success of Inflation Targeting*, January, [Buenos Aires]: Universidad Torcuato Di Tella, mimeo.
- Samuelson, P., and R. M. Solow (1960), Problem of achieving and maintaining a stable price level: analytic aspects of anti-inflation policy, *American Economic Review*, 50 (2), pp. 177–194.
- Sargent, T. J., and N. Wallace (1975), Rational expectations, the optimal monetary instrument and the optimal money supply rule, *Journal of Political Economy*, 83 (2), pp. 241–254.

- Sims, C. (2005), Limits to inflation targeting, in: B. S. Bernanke and M. Woodford (eds.), *The Inflation Targeting Debate*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 283–308.
- Stock, J. H., and M. W. Watson (1989), Interpreting the evidence on money-income causality, *Journal of Econometrics* 40 (1), pp. 161–182.
- Svensson, L. E. O. (1997), Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets, *European Economic Review*, 41 (6), pp. 1111–1146.
- Svensson, L. E. O. (1999), Price-level targeting versus inflation targeting: a free lunch, *Journal of Money, Credit and Banking*, 31 (3/1), pp. 277–295.
- Svensson, L. E. O. (2002), Monetary policy and real stabilization, in: *Rethinking Stabilization Policy*, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 261–312.
- Svensson, L. E. O., and M. Woodford (2003), Optimal policy with partial information in a forward-looking model: certainty-equivalence redux, *NBER Working Paper Series*, 9430.
- Truman, E. M. (2003), *Inflation Targeting in the World Economy*, Washington, DC: Institute for International Economics.
- Vestin, D. (2000), *Price Level Targeting Versus Inflation Targeting in a Forward-Looking Model*, May, Stockholm: Stockholm University, Institute for International Economic Studies, mimeo.
- Woodford, M. (1999), Optimal monetary policy inertia, *NBER Working Paper Series*, 7261.
- Woodford, M. (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton: Princeton University Press.

13 The optimal rate of inflation¹

MARVIN GOODFRIEND

13.1 Introduction

A century ago, much of the world was on a gold standard and the question of the optimal rate of inflation rarely came up. When the international gold standard was suspended during World War I, John M. Keynes argued in his *Tract on Monetary Reform* that an inconvertible paper money should be managed to sustain zero inflation.² The gold standard was restored and the optimal rate of inflation question remained moot for another forty years.

In the intervening years, countries found ways to loosen the link between money and gold. For instance, the Federal Reserve was established in 1913 with the power to create currency and bank reserves somewhat independently of the nation's monetary gold, while maintaining a fixed dollar price of gold. The Federal Reserve provided an elastic supply of money to smooth short-term interest rates against the kind of liquidity disturbances that destabilised the banking system in the nineteenth century. The idea was to loosen the link to gold in the short run, but to adhere to gold in the long run. The long run never came, however. Discretionary departures from the gold standard were allowed to cumulate. By the early 1960s, the gold standard became a gold-price stabilisation programme whereby the Federal Reserve stabilised the price of 35 US dollars per ounce of gold with purchases and sales from its gold reserves. Gold operations were sterilised so as to have little effect on the money supply and monetary policy.³ In the early 1970s, the United States freed the dollar price of gold completely and the Bretton Woods fixed exchange rate system collapsed.

Two decades earlier, monetary economists began to consider the determination and implementation of the optimal stock of inconvertible paper money. Economists at the University of Chicago led by Milton Friedman addressed the question with the methodology of welfare economics. In 1957, George Tolley showed that the socially efficient real money stock would be

1 Conversations with Gauti Eggertsson, Ulrich Kohli, Bennett McCallum, Allan Meltzer and Alexander Wolman are much appreciated. As always, the views expressed are the author's alone.

2 Keynes (1923).

3 Friedman (1961); Goodfriend (1988).

produced by a competitive market rate of interest paid on money.⁴ In 1969, Friedman observed that in lieu of the payment of interest on money, optimality could be achieved by a steady deflation that brought the nominal interest rate down to zero.⁵ Friedman argued that a steady rate of deflation would make the greatest long-run monetary contribution to welfare by inducing the public to hold what he called the ‘optimum quantity of money’.

The famous Chicago Rule recommending deflation to achieve the optimum quantity of money seemed irrelevant during the 1960s and 1970s, when inflation was high and rising. However, in 1956, Martin Bailey had shown how to quantify the welfare cost of any rate of inflation by employing welfare economics in conjunction with the theory and empirical estimates of money demand.⁶ Bailey and his followers showed that the public’s economisation on the use of money due to inflation reflected a quantitatively significant social cost. When the natural rate hypothesis gained wide acceptance in the 1970s and it became clear that inflation had no social benefit, the welfare cost of inflation measured by Bailey and his followers became decisive in the case for a low rate of inflation.

In addition to the above-mentioned considerations, four developments are relevant when thinking about the optimal rate of inflation today:

1. The fall in nominal interest rates brought about by the near elimination of inflation and inflation expectations raises concerns that the proximity of average nominal interest rates to the zero lower bound could inefficiently constrain countercyclical stabilisation policy.⁷
2. Modern ‘new neoclassical synthesis’ (‘new Keynesian’) models of monetary policy identify staggered price setting by monopolistically competitive firms as another consideration, one that calls for zero inflation.⁸ Zero inflation is optimal from this perspective because it minimises relative price distortions associated with staggered price adjustment.
3. The deregulation of interest rates and advances in computing, information and communication technology make it possible to pay interest on money. Debit cards provide immediate remote access to bank deposits that pay interest. Stored value cards provide an electronic substitute for currency that can be made to pay interest.

4 Tolley (1957).

5 Friedman (1969).

6 Bailey (1956).

7 Summers (1991).

8 Goodfriend and King (1997); Woodford (2003).

4. The willingness of central banks to acknowledge the pursuit of interest rate policy makes possible the adoption of operating procedures to pay full market interest on bank reserves that could be passed through to currency card accounts at commercial banks.⁹

This paper is organised as follows: section 13.2 surveys implications of the optimum quantity of money literature for the optimal trend rate of inflation in the context of a flexible-price macromodel. Section 13.3 explores the optimal rate of inflation in new neoclassical synthesis (new Keynesian) models with costly staggered price setting. Section 13.4 addresses the consequences of the zero bound on nominal interest rates for the optimal rate of inflation. Section 13.5 explains how bank reserves and currency card accounts could be made to pay a full market rate of interest, so that the optimum quantity of money could be achieved at any rate of inflation. Section 13.6 concludes with an overall recommendation for the optimal rate of inflation and suggestions for future work.

13.2 The optimum quantity of money

To achieve the optimum quantity of money, the private opportunity cost of holding money must be made to equal the social cost of maintaining the outstanding money stock. The application of this optimality condition usually proceeds on the assumption that money pays no interest, so that the private opportunity cost of holding money is the nominal interest rate on short-term securities. Moreover, the social cost of maintaining the outstanding money stock is presumed small enough to be ignored. Under these assumptions, the nominal interest rate must be brought down to zero to induce the public to hold the optimum quantity of real money balances. To implement a zero nominal interest rate, the government must withdraw money from the economy in order to deflate the price level at a rate equal to the ex ante real rate of interest.¹⁰ Thus the Chicago Rule to achieve the optimum quantity of money becomes a prescription for deflation.

9 Goodfriend (2002). It was not until 1994 that the Federal Reserve began to announce its intended federal funds rate immediately after each monetary policy meeting. Cf. Meltzer (2003); Goodfriend (2003).

10 The nominal interest rate is the sum of an ex ante real interest rate component plus an expected inflation component. To produce a zero nominal interest rate, it is necessary to create negative inflation expectations (expected deflation) equal in magnitude to the ex ante real interest rate.

13.2.1 *Modern restatement*

A large literature explores the robustness of the Chicago Rule. Bennett McCallum provides a modern restatement in an explicit, general equilibrium model in which private agents are depicted as solving dynamic optimisation problems.¹¹ He studies steady-state equilibria that emerge as special cases of more general dynamic equilibria. This methodology is important to “lessen the danger that agents’ optimization problems are posed in a restrictive manner”.¹²

As is common in the literature, McCallum’s analysis presumes a world populated by a large number of infinitely-lived representative households, so that distributional matters are neglected. The analysis also neglects the effect of uncertainty. The framework is a discrete-time, perfect-foresight version of the well-known model of Miguel Sidrauski with some modifications.¹³ For instance, there is no depreciation or population growth. Each household has access to a standard production function in two inputs, capital and labour, and McCallum allows the household to supply labour elastically.

In Sidrauski’s model, real money balances appear in the utility function. McCallum points out that this simplification can be interpreted as reflecting the presence of a ‘transactions technology’ in which real money balances facilitate a household’s transactions. One can assume that households derive utility only from consumption and leisure, but that the acquisition of consumption goods requires ‘shopping time’ which reduces the time available for leisure or employment. In a monetary economy, the amount of shopping time required for a given amount of consumption depends negatively (up to a satiation point) on the quantity of real money balances held by the household. Shopping time can be functionally related to consumption and real balances by a ‘transactions constraint’. Substitution into the utility function yields an indirect utility function in which shopping time and real money balances appear.

With regard to the government, McCallum assumes lump-sum taxes and transfers to finance a given share of real government spending relative to output and a given rate of money growth. Importantly, as is the convention in this literature, the entire money stock is government currency, which pays zero interest. Finally, McCallum assumes that goods prices are perfectly and costlessly flexible.

11 McCallum (1990). Cf. also Woodford (1990).

12 McCallum (1990), p. 967.

13 Sidrauski (1967).

With no technical progress or population growth, every real variable is constant in the steady state. McCallum thus investigates the properties of equilibria in which taxes net of transfers, government spending, capital stock, consumption, work effort and real money balances are constant.

To investigate the optimal steady-state rate of inflation, McCallum considers the ‘social planning’ problem of choosing time paths of variables to maximise the utility of the representative household. Specifically, the social planner must choose values of consumption, work effort, capital and real balances that maximise utility, subject to the economy’s overall resource constraint (equality of sources and uses of produced goods), and a set of ‘implementation conditions’, reflecting the first-order conditions for optimal private household choices where households take taxes net of transfers and the inflation rate as given. There are also initial conditions on the capital stock and the stock of real money balances. The set-up assigns no productive role to government spending, which is accordingly zero at the social optimum.

The key question is this: Do socially optimal values for consumption, capital, work effort and real money balances coincide with the values determined by the competitive equilibrium? McCallum finds that the answer is yes, if and only if currency is withdrawn at a rate to produce a steady deflation equal to the real rate of interest.¹⁴ McCallum thus restates in modern terms the case for the Chicago Rule developed by Friedman. The rationale for this finding is that households should be given an incentive to satiate themselves with real money balances if money is costless to produce, yet yields positive transaction services. Deflating at the real rate of interest provides this incentive by equating the real return on currency to the real rate of return available in the capital market, or equivalently, by making the nominal interest rate equal to zero.

The modern explicit, general equilibrium restatement of the social planner problem paved the way for more detailed analysis of the conditions underlying the Chicago prescription for optimal deflation. One question is whether the social optimum exists at finite real balances. Private decision-makers hold real money balances up to the point where the net diminishing marginal services yield equals the opportunity cost of holding currency. The

14 The real rate of interest in McCallum’s model is the rate of time preference. The real rate of interest would be higher than that along a balanced growth path with positive technical progress, and the required rate of deflation would be greater as well. The economy supports balanced growth if either technical progress is labour-augmenting or the production function is Cobb-Douglas.

shopping time perspective suggests that the social optimum exists at finite real balances, since there is surely a resource cost of holding money at the margin, however small. The marginal resource cost makes the net marginal money services function become negative at some point.¹⁵

Another issue that has received attention is whether the Chicago Rule holds under the usual conditions in overlapping generations models. McCallum reviews this question and concludes that it does, as long as the transactions facilitating services of money are treated in overlapping generation models as they are treated in the Sidrauski infinitely-lived agent model.¹⁶

13.2.2 Distortionary taxation

In the presence of distortionary taxation, Edmund Phelps emphasised that the optimal rate of inflation must be determined by the condition that all sources of tax revenue have the same deadweight cost at the margin.¹⁷ Phelps's logic suggests that the Chicago Rule cannot be socially optimal, because the withdrawal of currency to implement a deflation must be financed by distortionary taxes. The argument is as follows. The marginal monetary deadweight benefit of deflation is driven to zero at the Chicago Rule. Hence it would appear that the sum of marginal monetary and fiscal deadweight costs could be reduced by some departure from the Chicago Rule. A smaller deflation would reduce the burden on the tax system of withdrawing cash, and it would generate additional revenue by taxing money with a positive nominal interest rate.¹⁸ However, the argument is incomplete. A tax on money deters both the use of money and the purchases of goods that money buys. Thus, direct taxation of goods purchases is less distortionary than taxing money, and it is not necessarily socially efficient to substitute much, if any, of a tax on money for a direct tax on sales.

In any case, Phelps's argument cannot rationalise much of a departure from the Chicago prescription for deflation. Using methods for determining optimal tax rates pioneered by Frank Ramsey and extended to a general equilibrium context by Robert Lucas and Nancy Stockey, Varadarajan Chari and Patrick Kehoe find that the Chicago Rule holds approximately in the presence

15 McCallum (2000), pp. 874–875.

16 McCallum (1990).

17 Phelps (1973).

18 The central bank 'collects' the tax on money by purchasing securities with base money (bank reserves and currency) that it provides to the economy. The tax rate on money is the nominal interest rate, and the tax take is the nominal interest income earned on the portfolio of securities so acquired. The central bank usually transfers net interest income in excess of operating expenses to the government.

of distortionary taxation.¹⁹ In a model with elastic labour supply, a positive amount of government consumption, and the need for a flat rate labour income tax, Lucas finds that some, but not much, departure from the Chicago Rule is optimal.²⁰ As Lucas puts it, “the optimality of the [Chicago] Rule can be studied in a very wide variety of second-best frameworks, with a wide variety of different qualitative conclusions [...] the [Chicago] Rule needs qualification, but the magnitude of the needed amendment is trivially small. The fact is that real balances are a very minor ‘good’ in the US economy, so the fiscal consequences of even sizeable changes in the rate at which this good is taxed, the inflation rate, are just not likely to be large.”²¹

13.2.3 Empirical controversies

An important empirical issue is the welfare cost of pursuing zero inflation, rather than deflation, as recommended by the Chicago Rule. Lucas argues that estimates using conventional semi-log money demand functions significantly understate the welfare cost of doing so. He shows that a log-log money demand function fits US time series at low interest rates better than a conventional semi-log demand function.²² He also shows that the log-log demand function can be derived from a specialisation of the shopping time technology proposed by Bennett McCallum and Marvin Goodfriend.²³ Lucas then shows that the welfare cost rises with the square root of the nominal interest rate in the log-log case, rather than with the square of the nominal interest rate in the semi-log case, indicating that the welfare cost of small departures from the Chicago Rule is considerably greater than commonly believed.

Alexander Wolman reports estimates of money demand that nest the log-log function preferred by Lucas in a model with a satiation level of money balances.²⁴ As discussed above, satiation undoubtedly occurs at some point, because there is certainly a small marginal cost of holding money. The question is whether satiation occurs at low enough real balances to overturn Lucas’s findings. Wolman reports estimates of a satiation level for real balances small enough that the welfare gain attained by reducing inflation from zero to the Chicago Rule is small.

19 Ramsey (1927); Lucas and Stokey (1983); Chari and Kehoe (1999).

20 Lucas (2000).

21 Lucas (2000), p. 262.

22 Lucas (2000).

23 McCallum and Goodfriend (1987).

24 Wolman (1997).

From an entirely different perspective, Casey Mulligan and Xavier Sala-i-Martin argue that the relevant monetary decision for most households is not the fraction of assets to hold in interest-bearing form, but whether to hold any such assets at all, what they call the ‘decision to adopt’ the financial technology.²⁵ According to their model, as the nominal interest rate goes to zero, fewer and fewer households wish to economise on cash because of the fixed cost of dealing in securities. In their model, the elasticity of money demand is very small at low interest rates, so there is little welfare gain in taking the nominal interest rate from 1 or 2 percent to zero. They argue that ignoring the extensive margin may lead to an empirically important overestimation of the cost of pursuing zero inflation, rather than deflation as prescribed by the Chicago Rule.

13.3 The new neoclassical synthesis

The modern new neoclassical synthesis, or new Keynesian, model of monetary policy introduces a new determining factor for the optimal rate of inflation in addition to the welfare cost of departures from the optimum quantity of money – costly staggered price adjustment by monopolistically competitive firms.²⁶ With regard to this new factor, the optimal inflation rate is the one that best neutralises distortions due to staggered price setting, where the distortions are measured against outcomes that would occur if firms adjusted their prices continuously to maintain an equality between their actual mark-up and the flexible-price, profit-maximising mark-up.²⁷

The discussion below motivates the formal model of stochastic, staggered price adjustment widely used in new synthesis models. It then proceeds to explore the implications of staggered price setting for the optimal rate of inflation, assuming initially that firms keep their nominal prices fixed between discretionary adjustments, and later, that firms index their prices to the inflation rate between discretionary adjustments.

25 Mulligan and Sala-i-Martin (2000).

26 Cf., for example, Goodfriend and King (1997); Woodford (2003). The benchmark new synthesis model presumes that the labour market behaves as if wages are perfectly flexible. Goodfriend and King (2001), pp. 88–91, provide a theoretical rationale for this presumption. Empirical support is found in Cecchetti and Groshen (2001), who discuss implications of wage rigidity as well as price rigidity for the optimal rate of inflation. They report that there is little evidence of macroeconomic consequences of downward wage rigidity in the United States in normal conditions, in part because productivity growth has been relatively strong. Cf. also Groshen and Schweitzer (1999).

27 Firms are assumed to face constant elastic product demand so that the flexible-price, profit-maximising mark-up is constant and invariant to shifts in demand or in the cost of production.

13.3.1 Models of staggered price setting

A monopolistically competitive firm that produces a differentiated product incurs decision costs to determine the relative price that maximises its profits. Information must be processed in an integrated way by management. Pressing problems compete for scarce management time. Customer relations, production problems, accounting problems, legal problems, personnel problems all require management oversight. Management must prioritise its concerns. A particular concern gets management's attention on a stochastic basis depending on its perceived urgency relative to other concerns.²⁸

The stochastic element involved in actual price setting is captured formally in two types of price setting models. The most widely used model due to Guillermo Calvo assumes that a firm gets exogenous stochastic opportunities to change its price.²⁹ Calvo's 'time-dependent' model of price adjustment has much in common with the 'state-dependent' model,³⁰ in which rational management chooses when to undertake pricing decisions. In both cases, discretionary price adjustments are relatively infrequent, undertaken on a stochastic basis and staggered stochastically across firms.

Michael Dotsey, Robert King and Alexander Wolman show that, at low rates of inflation, their state-dependent pricing model is well-approximated by Calvo's time-dependent pricing model.³¹ Moreover, Peter Klenow and Oleksiy Kryvtsov report that a time-dependent model of price adjustment can account empirically for the behaviour of inflation in the US since 1988.³² Pricing can thus be thought of as either time or state-dependent for the purpose of judging the implications of staggered price setting for the optimal rate of inflation.

Either way, new synthesis models put the mark-up at the core of the pricing decision.³³ A firm will make a discretionary change in its product price only when demand or cost conditions are expected to move its actual mark-up significantly and persistently away from its profit-maximising mark-up. For instance, if higher nominal wages or lower productivity were expected to compress the mark-up significantly and persistently, then a firm would raise its product price to restore the profit-maximising mark-up. Otherwise, a firm would not change its price.

28 Sims (2003).

29 Calvo (1983).

30 Cf., for example, Dotsey, King and Wolman (1999).

31 Dotsey, King and Wolman (1999). For alternative models of state-dependent pricing, cf. also Gertler and Leahy (2006); Golosov and Lucas (2003).

32 Klenow and Kryvtsov (2005).

33 Goodfriend (2004).

Two principles summarise the discretionary price adjustment process. First, a firm tries over time to keep its actual mark-up as close to its flexible-price, profit-maximising mark-up as it can, subject to the decision costs of discretionary nominal price adjustments. Second, a firm must choose a degree of indexation – an automatic rule for changing its nominal price between discretionary adjustments. For instance, a firm can choose to maintain a fixed nominal price between discretionary adjustments, or it can choose to fully or partially move its nominal price with an index of inflation between discretionary adjustments.

13.3.2 Optimal trend inflation without indexation

Consider a steady state in which firms choose not to index, that is, firms choose to maintain a fixed nominal price between discretionary adjustments. Zero trend inflation is optimal in this case because it avoids relative-price and mark-up distortions that firms between discretionary adjustments would otherwise incur. In the presence of ongoing inflation, the relative product price of non-indexed, non-adjusting firms falls between discretionary adjustments, and their mark-ups get compressed due to the inflationary rise in wages. Relative price and mark-up distortions are welfare-reducing because they induce inefficient production and sales of the differentiated goods relative to the flexible-price optimum. Zero inflation neutralises as much as possible the distortions associated with staggered price setting and makes the new synthesis model behave as much as possible like a flexible-price economy. Note that departures from zero inflation in either direction are welfare-reducing because they engender relative price and mark-up distortions.³⁴

An important related argument for zero trend inflation involves the non-indexation of the tax system. The biggest problem in this regard results because taxes are assessed on nominal interest earnings and nominal capital gains, that is, on investment returns in money units. Since nominal returns are taxed as income, inflation reduces the after-tax return to saving and investment and thereby tends to inhibit capital accumulation and economic growth.³⁵

Another important argument for zero trend inflation is the increased unpredictability of relative prices due to stochastic, staggered price setting when

34 Cf. Goodfriend and King (1997), pp. 264–265; Khan, King and Wolman (2003), p. 842; Woodford (2003), pp. 396–407.

35 Feldstein (1998).

there is inflation or deflation. Such noise reduces the informational efficiency of the price system and causes households to devote shopping time to keeping their knowledge of relative prices current.

13.3.3 Optimal cyclical inflation without indexation

Zero inflation is also optimal in response to cyclical shocks. The reason is this: A monetary policy that stabilises inflation over the business cycle does so implicitly by stabilising actual mark-ups at flexible-price, profit-maximising mark-ups; otherwise firms would not choose to keep their prices constant. Hence, maintaining zero inflation over the business cycle makes the economy perform as if prices were perfectly flexible, eliminating relative price distortions that would otherwise occur due to staggered price setting.³⁶

Recent work by Tac Yun in the benchmark new synthesis model with Calvo staggered price adjustment supports this point.³⁷ Yun confirms that zero trend and cyclical inflation are optimal with one qualification. In the presence of initial price distortions, Yun shows that optimal monetary policy requires deflation during a transition to price stability in order to reduce relative price distortions at a faster rate than under zero inflation.

13.3.4 Optimal inflation with a flexible-price sector

The discussion above proceeded as if all goods were produced by monopolistically competitive firms whose prices are sticky. In fact, important products such as oil and food are produced and traded in highly competitive markets where shocks impact inflation directly. In practice, therefore, a central bank must choose whether to stabilise an overall inflation index that includes sticky and flexible prices, or a core inflation index that only includes sticky prices of monopolistically competitive firms. In order to stabilise overall inflation against a shock in the flexible-price sector, monetary policy would have to depress aggregate demand enough in the sticky-price sector to weaken labour markets, depress wages and raise mark-ups to get monopolistically competitive firms to cut their prices. That would be inefficient. Instead, the goal should be to make the economy operate most like a flexible-price economy, and this can be achieved by stabilising core inflation. Stabilising core

36 Goodfriend and King (2001) explore the relationship between tax smoothing and mark-up smoothing using formal principles of public finance in a simple monetary model and derive conditions under which mark-up constancy is optimal monetary policy. The paper finds specifications of the model that call for optimal departures from mark-up constancy and price stability, but argues that these are likely to be minor quantitatively.

37 Yun (2005).

inflation allows flexible prices to adjust relative to sticky prices and prevents relative price and mark-up distortions that would otherwise occur in the sticky-price sector.³⁸

The above logic reproduces the optimality of zero inflation for both trend and cycle, except that in an economy with both a flexible and a sticky-price sector, zero core inflation is optimal. Flexible prices should be allowed to adjust freely relative to stabilised core prices, so that distortions due to staggered price setting are minimised and the economy performs as much like a flexible-price economy as possible.

13.3.5 Optimal trend deflation with relative price, monetary and mark-up distortions

Aubhik Khan, Robert King and Alexander Wolman study the optimal rate of inflation in a quantitative new synthesis model with non-indexed costly staggered price setting by monopolistically competitive firms and costly transactions facilitated by non-interest-bearing money.³⁹ In their model, the first factor alone calls for zero inflation to minimise relative price distortions due to staggered price setting, while the second factor calls for the deflationary Chicago Rule. They employ calibrated estimates of their model parameters to determine the rate of deflation that equates the marginal social cost of the relative price and monetary distortions. They report that the distortions associated with money are relatively small at zero inflation, so that an optimal trend rate of deflation of 0.76 percentage points, given their estimated real interest rate of 2.93 percent, yields a nominal interest rate of about 2.17 percent.

Goodfriend showed that the welfare cost of a departure from the deflationary Chicago Rule is increasing in the size of the mark-up.⁴⁰ The reason is that a mark-up moves the real wage below the marginal product of labour, and thereby moves the private opportunity cost of transactions time below the social opportunity cost, which causes an additional socially inefficient substitution of time for money in transactions. Ricardo Lagos and Randall Wright present a quantitative search theoretic model of monetary exchange in which a mark-up distortion elevates the welfare cost of inflation significantly.⁴¹

38 Goodfriend and King (1997), p.276; Aoki (2001).

39 Khan, King and Wolman (2003).

40 Goodfriend (1997).

41 Craig and Rocheteau (2005) provide an accessible discussion of Lagos and Wright (2005).

13.3.6 Optimal inflation with indexation

It is common in staggered pricing models to assume without theoretical justification that prices remain fixed in nominal terms between discretionary adjustments. In part, this assumption is made because firms generally appear to hold their nominal prices fixed between discretionary adjustments, especially at trend rates of inflation near zero. Nevertheless, it is worth pointing out that the degree of indexation has important consequences for the optimal rate of inflation.

Full indexation to the inflation rate of a firm's nominal price would neutralise the effect of inflation on its relative price between discretionary adjustments. Furthermore, indexation would offset the mark-up compression that otherwise occurs between discretionary adjustments due to inflationary wage increases. Full indexation thus makes the new synthesis model behave like an economy in which prices are perfectly flexible, regardless of the actual rate of inflation.⁴²

What degree of indexation is it reasonable to assume when assessing the consequences of staggered pricing for the optimal rate of inflation? When considering the optimal trend rate of inflation in the conventional perfect-foresight, steady-state setting, it would seem unreasonable to attribute anything other than perfect foresight to price setters. In that sense, one might argue that staggered pricing contributes nothing to the conventional analysis of optimal trend inflation. However, the fact that firms do not index their prices to low trend inflation in practice suggests that one should take distortions due to non-indexed staggered pricing into account when assessing the welfare cost of small departures from zero inflation.⁴³

13.4 The zero bound on nominal interest rates

Irving Fisher pointed out that if a commodity could be stored costlessly over time, then the rate of interest in units of that commodity could never fall below zero.⁴⁴ The zero bound on nominal interest rates is a special case of Fisher's reasoning: no one will loan money at negative nominal interest if currency is costless to carry over time.⁴⁵ The power of a central bank to lower short-term nominal interest to fight recession or deflation is therefore limited

42 Yun (1996). Cf. discussion in Woodford (2003), p. 213.

43 Woodford (2003) discusses indexation, pp. 213–218. Christiano, Eichenbaum and Evans (2005); Smets and Wouters (2003); and Giannoni and Woodford (2005) assume partial or full indexation to lagged inflation in order to improve the fit of their models.

44 Fisher (1930), pp. 186–194.

45 Oddly enough, Fisher did not apply his reasoning to monetary policy.

when nominal interest rates are already low on average, as they are when the market expects little or no inflation.

The zero bound on nominal interest rates prevents the expected real interest rate from falling below the negative of the expected inflation rate. If expected inflation is zero, then the expected real rate cannot fall below zero. More generally, the expected real interest rate is bounded above zero by the expected rate of deflation. The problem is that negative expected short-term real interest rates may be needed on occasion to offset adverse shocks to aggregate demand, especially those resulting from extreme asset price movements and financial market distress.⁴⁶ Moreover, intensified disinflationary, or deflationary, expectations in severe downturns may complicate the stabilisation problem by raising the lower bound on expected short-term real interest rates, even as circumstances call for a lower, or negative, real interest rate.

Wolman shows that monetary policy can overcome these problems in a new synthesis model with John Taylor's staggered price setting.⁴⁷ The reason being that Taylor's staggered pricing exhibits no 'structural inflation inertia', which means that there is no inherent reason why firms that have raised their prices in the recent past must continue to do so. Whether or not inflation persists in the new synthesis model with such pricing depends entirely on monetary policy. Hence, Wolman is able to show that a monetary policy rule can manage inflation and inflation expectations flexibly to produce whatever fluctuations in the expected short-term real interest rate are needed to stabilise employment, even when the nominal interest rate is zero.

However, overcoming the zero bound in this fashion would not be costless. Firstly, induced fluctuations in inflation and expected inflation to manage expected real interest rates would cause welfare-reducing relative price distortions. Secondly, the public would be satiated with money at the zero bound, so that conventional open market operations in short-term securities would not be effective. Monetary policy could be implemented effectively with unconventional open market operations in assets such as long-term bonds or foreign exchange.⁴⁸ Nevertheless, surmounting the zero bound would be costly in terms of analytical, operational, governance and communication problems that a central bank would have to overcome in order to pursue unconventional open market operations effectively. There would be

46 Cf. Bordo and Filardo (2005).

47 Wolman (1998).

48 Cf., for example, Goodfriend (2000); McCallum (2000); Svensson (2003).

great potential for policy mistakes; and a central bank would find it difficult to acquire credibility for its policy rule sufficient to manage inflation and inflation expectations flexibly as needed.

A slightly higher trend rate of inflation and a correspondingly higher average nominal interest rate would allow the same range of real interest rate variation with a lower frequency of encounters with the zero bound, and less variability of inflation around trend. There would be fewer occasions upon which to rely on unconventional monetary policy. Higher trend inflation would reduce occasions of much higher relative price distortion in exchange for slightly higher permanent relative price distortion. On balance, it seems that a slightly positive trend rate of inflation would raise welfare when one takes into account the zero bound on nominal interest rates.

The magnitude of the optimal positive rate of inflation would depend on the frequency and range of negative real interest rates needed to stabilise the economy, on the extent to which firms choose to index their prices between discretionary adjustments, and on the possibility that firms might be more likely to index to the higher inflation trend than to fluctuations around zero inflation. Taking related considerations into account in a quantitative theoretical model estimated on US macroeconomic data, David Reifschneider and John Williams suggest that a trend rate of inflation between 1 and 2 percent would be optimal.⁴⁹ Some economists argue that unconventional open market operations could stimulate aggregate demand adequately at the zero bound, while maintaining zero inflation and zero expected inflation.⁵⁰ If that were the case, then the zero bound on nominal interest rates would call for little, if any, positive trend inflation.

13.5 Full market interest on bank reserves and currency card accounts

Recent advances in payment technology and in the practice of monetary policy make possible the payment of a full market rate of interest on bank reserves that could be passed through to currency card accounts at commercial banks.⁵¹ Full market interest on reserves and currency card accounts, in turn, would induce the public to hold the optimum quantity of money at any inflation rate. The optimal rate of inflation could then be chosen on the basis of the relative strength of welfare considerations involving staggered price adjustment that call for zero inflation, and welfare considerations involving

49 Reifschneider and Williams (2000).

50 Cf., for example, Goodfriend (2000) and references contained therein.

51 Lacker (1996).

the zero bound on nominal interest rates that call for a slightly positive rate of inflation. This section outlines the steps that could implement the optimum quantity of money by paying a full market rate of interest on money.

13.5.1 The provision of currency card accounts

A currency card could be issued on a corresponding numbered currency card account. The card would be a bearer instrument in the sense that it could be used to buy goods like a gift card is used today. The currency card could be set up to debit whatever funds are in the corresponding account. Point-of-sale technology is already widely available and equipped to read electronic cards and make direct transfers.

Currency card accounts could offer most of the payment services that paper currency provides: portability, divisibility, anonymity, generalised purchasing power, a store of value, etc., but because currency cards could access funds on deposit at a financial institution, funds accessible by the card could pay interest on a daily basis. To assure that currency cards are as secure as currency, currency accounts should be restricted to hold 100 percent reserves at the central bank. Interest paid on reserves could then be passed through to interest on currency accounts. A fee could be charged to service the currency accounts. Importantly, the central bank could continue to meet the demand for paper currency exactly as it does today.

Currency card accounts that pay full market interest would be an attractive alternative to paper currency for much of the public and especially beneficial for low-income households that currently utilise non-interest-bearing paper currency extensively.⁵² It is reasonable to suppose that commercial banks in the US, for instance, would offer currency card accounts on attractive terms if Congress granted the Federal Reserve the authority to pay market interest on bank reserves, allowed banks to offer currency card accounts fully backed by reserves, and allowed banks to pass interest on reserves through to currency card accounts.

13.5.2 Payment of full market interest on reserves

With a relatively small modification in operating procedures, a central bank could pay a market rate of interest on reserves and enable full market interest to be paid on the currency accounts.⁵³ The modification involves util-

52 Debit card accounts are of limited popularity today because they generally pay a small fraction of the market rate of interest and because they do not allow holders to accumulate 'float' as credit cards do.

53 What follows draws on Goodfriend (2002).

ising and varying the payment of interest on reserves as the instrument of monetary policy.⁵⁴ To implement an interest-on-reserves regime the central bank would purchase enough securities to satiate the market for bank reserves and then pay interest on reserves at the currently desired interbank interest rate target.

In such a policy regime, a commercial bank would not lend reserves in the interbank market at interest below the rate it could obtain on reserve balances at the central bank. Moreover, as long as the central bank satiates the reserves market, banks would not lend reserves at rates above interest on reserves either.

The interest-on-reserves regime would enable a central bank to exercise control of the interbank interest rate exactly as it does today. The main difference is that a monetary policy committee would manage interest rate policy by varying the rate of interest paid on reserves rather than by varying its purchases of securities in the open market. Open market purchases would merely assure satiation.

An interest-on-reserves regime would achieve three important objectives:

1. It would eliminate the opportunity cost of reserves and any incentive for banks to economise inefficiently on reserves,
2. It would enable commercial banks to offer currency card accounts paying a full market rate of interest derived from 100 percent reserve backing so that the public would not economise inefficiently on the use of money.
3. Having achieved the optimum quantity of money, it would free monetary policy to vary market interest rates to sustain whatever rate of inflation is deemed optimal based on welfare considerations involving staggered price setting and the zero bound on nominal interest rates.

A few points are worth making with regard to the fiscal consequences of the interest-on-reserves regime with currency card accounts. Interest on reserves is a transfer from the public sector to the private sector that involves a social cost only to the extent that interest payments on reserves must be financed by distortionary taxation. Reasoning developed in section 13.2 suggests that distortionary taxation considerations do not call for much, if any, of a departure from policies to implement the optimum quantity of money, whether or not the optimum is achieved by deflation or by the payment of full market interest on reserves and currency card accounts. In any case, interest

54 A number of central banks already pay and vary interest on reserves as part of a 'channel' within which they manage their interbank interest rate policy instrument. The rate paid on reserves, called the deposit rate, is the lower bound of the channel. The central bank lending rate is the upper bound. Woodford (2001).

on reserves is likely to be self-financing, because there is a positive spread between the rate of interest on reserves and the rate of interest on securities that a central bank could acquire by increasing the stock of reserves. Finally, the government could continue to earn seignorage from the central bank's provision of non-interest-bearing paper currency, as it does today.

13.6 Conclusion

Central banks should modify interest rate policy procedures to pay a full market rate of interest on bank reserves and enable commercial banks to offer a full market rate of interest on currency card accounts. Doing so would induce banks and the public to hold the optimum quantity of money at any rate of inflation. Then, the optimal rate of inflation would be determined by weighting the welfare cost of relative price distortions due to staggered price setting against the costs of operating monetary policy near the zero bound on nominal interest rates. In that case, a positive rate of inflation below 2 percent, or so, would be optimal. Progress in determining the optimal rate of inflation within that range requires a better understanding of the channels by which monetary policy can manage aggregate demand at the zero bound, and a better understanding of indexation by price-setting firms.

References

- Aoki, K. (2001), Optimal monetary policy responses to relative-price changes, *Journal of Monetary Economics*, 48 (1), pp. 55–79.
- Bailey, M. J. (1956), The welfare cost of inflationary finance, *Journal of Political Economy*, 64 (2), pp. 93–110.
- Bordo, M., and A. Filardo (2005), Deflation in a historical perspective, *BIS Working Papers*, 186, Basel: Bank for International Settlements.
- Calvo, G. A. (1983), Staggered prices in a utility-maximizing framework, *Journal of Monetary Economics*, 12 (3), pp. 383–398.
- Cecchetti, S. G., and E. L. Groshen (2001), Understanding inflation: implications for monetary policy, in: J. Dreze (ed.), *Advances in Macroeconomic Theory*, Vol. 1 of the Proceedings of the International Economic Association Congress, London [etc.]: Palgrave Press, pp. 113–135.
- Chari, V. V., and P. J. Kehoe (1999), Optimal fiscal and monetary policy, in: J. B. Taylor and M. Woodford (eds.), *Handbook of Macroeconomics*, 1C, Amsterdam: North Holland, pp. 1671–1745.
- Craig, B., and G. Rocheteau (2005), Rethinking the welfare cost of inflation, *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Commentary*, March.
- Christiano, L. J., M. Eichenbaum and C. L. Evans (2005), Nominal rigidities and the dynamic effects of a shock to monetary policy, *Journal of Political Economy*, 113 (1), pp. 1–45.
- Dotsey, M., R. G. King and A. L. Wolman (1999), State dependent pricing and the general equilibrium dynamics of money and output, *Quarterly Journal of Economics*, 114 (2), pp. 655–690.
- Feldstein, M. (1998), The costs and benefits of going from low inflation to price stability, in: C. Romer and D. Romer (eds.), *Monetary Policy and Inflation*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 123–156.
- Fisher, I. (1930), *The Theory of Interest*, Fairfield, NY: Kelley (reprint of 1930 edition).
- Friedman, M. (1961), Real and pseudo gold standards, *Journal of Law and Economics*, 4, October, pp. 66–79.
- Friedman, M. (1969), *The Optimum Quantity of Money and Other Essays*, Chicago: Aldine.
- Gertler, M., and J. Leahy (2006), A Phillips curve with an SS foundation, *NBER Working Paper Series*, 11971.
- Giannoni, M. P., and M. Woodford (2005), Optimal inflation-targeting rules, in: B. S. Bernanke and M. Woodford (eds.), *The Inflation-Targeting Debate*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 93–162.
- Golosov, M., and R. E. Lucas, Jr. (2003), Menu costs and Phillips curves, *NBER Working Paper Series*, 10187.
- Goodfriend, M. (1988), Central banking under the gold standard, in: Money, cycles, and exchange rates: essays in honor of Allan H. Meltzer, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 29, pp. 85–124.
- Goodfriend, M. (1997), A framework for the analysis of moderate inflations, *Journal of Monetary Economics*, 39 (1), pp. 45–66.
- Goodfriend, M. (2000), Overcoming the zero bound on nominal interest rates, *Journal of Money, Credit and Banking*, 32 (4/2), pp. 1007–1035.
- Goodfriend, M. (2002), Interest on reserves and monetary policy, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 8 (1), pp. 77–84.

- Goodfriend, M. (2003), Book review of 'A History of the Federal Reserve, Volume 1: 1913–1951' by Allan H. Meltzer, in: Federal Reserve Bank of Minneapolis, *The Region*, December, pp. 82–90.
- Goodfriend, M. (2004), Monetary policy in the new neoclassical synthesis: a primer, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 90 (3), pp. 3–20; Reprinted from *International Finance* (2002), 5 (2), pp. 165–191.
- Goodfriend, M., and R. G. King (1997), The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy, *NBER Macroeconomics Annual*, Cambridge, MA: MIT Press, pp. 231–283.
- Goodfriend, M., and R. G. King (2001), The case for price stability, in: *Why Price Stability?*, First ECB Central Banking Conference, Frankfurt am Main: European Central Bank, pp. 53–94.
- Groshen, E. L., and M. E. Schweitzer (1999), Identifying inflation's grease and sand effects in the labor market, in: M. Feldstein (ed.), *The Costs and Benefits of Price Stability*, Conference Report, NBER, Chicago: University of Chicago Press, pp. 273–308.
- Keynes, J. M. (1923), *A Tract on Monetary Reform*, London: Macmillan.
- Khan, A., R. G. King and A. L. Wolman (2003), Optimal monetary policy, *Review of Economic Studies*, 70 (245), pp. 825–860.
- Klenow, P. J., and O. Kryvtsov (2005), State-dependent or time-dependent pricing: does it matter for recent U.S. inflation?, *NBER Working Paper Series*, 11043.
- Lacker, J. M. (1996), Stored value cards: costly private substitutes for government currency, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 82 (3), pp. 1–25.
- Lagos, R., and R. Wright (2005), A unified framework for monetary theory and policy analysis, *Journal of Political Economy*, 113 (3), pp. 463–484.
- Lucas, R. E., Jr. (2000), Inflation and welfare, *Econometrica*, 68 (2), pp. 247–274.
- Lucas, R. E., Jr., and N. Stockey (1983), Optimal fiscal and monetary policy in an economy without capital, *Journal of Monetary Economics*, 12 (1), pp. 55–93.
- McCallum, B. T. (1990), Inflation: theory and evidence, in: B. M. Friedman and F. H. Hahn (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, 2, Amsterdam: North Holland, pp. 963–1012.
- McCallum, B. T. (2000), Theoretical analysis regarding a zero lower bound on nominal interest rates, *Journal of Money, Credit and Banking*, 32 (4/2), pp. 870–904.
- McCallum, B. T., and M. Goodfriend (1987), The demand for money: theoretical studies, in: J. Eatwell, M. Milgate and P. Newman (eds.), *The New Palgrave: A Dictionary of Economics*, London: Macmillan, pp. 775–781.
- Meltzer, A. H. (2003), *A History of the Federal Reserve, Volume 1: 1913–1951*, Chicago: University of Chicago Press.
- Mulligan, C. B., and X. Sala-i-Martin (2000), Extensive margins and the demand for money at low interest rates, *Journal of Political Economy*, 108 (5), pp. 961–991.
- Phelps, E. S. (1973), Inflation in the theory of public finance, *Swedish Journal of Economics*, 75 (1) pp. 67–82.
- Ramsey, F. (1927), A contribution to the theory of taxation, *Economic Journal*, 37 (145), pp. 47–61.
- Reifschneider, D., and J. C. Williams (2000), Three lessons for monetary policy in a low inflation era, *Journal of Money, Credit and Banking*, 32 (4/2), pp. 936–966.
- Sidrauski, M. (1967), Rational choice and patterns of economic growth in a monetary economy, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 57 (2), pp. 534–544.

- Sims, C. A. (2003), Implications of rational inattention, *Journal of Monetary Economics*, 50 (3), pp. 665–690.
- Smets, F., and R. Wouters (2003), *Shocks and Frictions in US Business Cycles: A Bayesian DSGE Approach*, Paper presented at the First ECB/IMOP Workshop on Dynamic Macroeconomics, Hydra, Greece, May, <http://www.ecb.int/events/pdf/conferences/smets.pdf>.
- Summers, L. (1991), How should long-term monetary policy be determined?, *Journal of Money, Credit and Banking*, 23 (3/2), pp. 625–631.
- Svensson, L. E. O. (2003), Escaping from a liquidity trap and deflation: the foolproof way and others, *Journal of Economic Perspectives*, 17 (4), pp. 145–166.
- Tolley, G. (1957), Providing for growth of the money supply, *Journal of Political Economy*, 65 (6), pp. 465–485.
- Wolman, A. (1997), Zero inflation and the Friedman rule: a welfare comparison, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 83 (4), pp. 1–21.
- Wolman, A. (1998), Staggered price setting and the zero bound on nominal interest rates, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly*, 84 (4), pp. 1–24.
- Woodford, M. (1990), The optimum quantity of money, in: B. M. Friedman and F. H. Hahn (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, 2, Amsterdam: North Holland, pp. 1067–1152.
- Woodford, M. (2001), Monetary policy in the information economy, in: *Economic Policy for the Information Economy*, Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, pp. 297–370.
- Woodford, M. (2003), *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton: Princeton University Press.
- Yun, T. (1996), Nominal price rigidity, money supply endogeneity, and business cycles, *Journal of Monetary Economics*, 37 (2) pp. 345–370.
- Yun, T. (2005), Optimal monetary policy with relative price distortions, *American Economic Review*, 95 (1), pp. 89–109.

14 Is price stability enough?¹

WILLIAM R. WHITE

14.1 Introduction

What should be the principal objective of monetary policy and under what conditions might the pursuit of that objective be constrained by other considerations? In the aftermath of the Great Inflation, experienced by most industrialised countries in the 1970s, the answer to this question was obvious. Central banks should pursue single-mindedly the objective of reducing domestic inflation to a low level. This was seen, at the time, as the key contribution central banks could make to maximising output growth and, hence, to human welfare over time. They should then take steps to prevent inflation from rising again over the one to two-year (near-term) policy horizon implied by perceptions about the length of the lags in the monetary transmission mechanism.

More recently, in the light of sporadic episodes of deflation and threatened deflation in some countries, this same objective of keeping inflation at a low positive level has been restated in a rather more symmetrical way. Prices should neither be allowed to rise nor fall to any significant degree. The extent to which this consensus prevails is also reflected in the growing number of countries that have announced explicit inflation targets, often with the strong support of the international financial institutions. Closely related, there has been a clear trend towards giving central banks instrument independence to facilitate the achievement of this objective and holding them accountable for doing so. In sum, it is now the conventional wisdom that the principal objective of central banks should be to pursue price stability vigorously.

It will be argued in this paper that price stability is indeed desirable for a whole host of reasons. At the same time, it will also be contended that achieving near-term price stability might sometimes not be sufficient to avoid

1 The views stated herein are those of the author and are not necessarily the views of either the Bank for International Settlements or those that have commented on the paper already. Nevertheless, my thanks to Stefan Gerlach, Már Gudmundsson, Ulrich Kohli and Øyvind Eitrheim for helpful comments, and to Claudio Borio both for comments and for ongoing stimulus about these and related issues over the course of many years. Cf. in particular Borio and White (2004).

serious macroeconomic downturns in the medium term. Moreover, recognising that all deflations are not alike, the active use of monetary policy to avoid the threat of deflation could even have longer-term costs that might be higher than the presumed benefits. The core of the problem is that persistently easy monetary conditions can lead to the cumulative build-up over time of significant deviations from historical norms – whether in terms of debt levels, saving ratios, asset prices or other indicators of imbalances. The historical record indicates that mean reversion is a common outcome, with associated and negative implications for future aggregate demand.

In a recent paper, Christina Romer and David Romer² argued that macroeconomic policymakers in the United States were basically using the right empirical model to conduct monetary policy in the 1950s. That is, policymakers at that time recognised the high cost of inflation, and were rightly convinced by Keynesian arguments that active monetary and fiscal policy could be used effectively to lean against it. They argued further that these insights were somehow lost in the 1960s and 1970s, allowing inflation to become well entrenched, but then (and fortunately) the eternal verities were rediscovered and inflation was resisted once more. Romer and Romer thus conclude that we are essentially back where we were in terms of our understanding of economic and, above all, inflationary processes.

In contrast, it will be contended here that any historical exegesis needs to be extended in time, and thus in scope, to encompass the debate which took place before the occurrence of the Keynesian revolution. The literature produced by the Austrian school of economics in the interwar period concluded that the Keynesian focus on aggregate measures in the economy, like the overall measure of inflation, provided an inadequate bellwether for identifying emerging macroeconomic problems. Rather, the Austrians focused on the impact of changes in relative prices leading to resource misallocations and subsequent economic crises. Moreover, this literature treated economic developments as part of dynamic processes in which past events had an influence on the future. The long run was not just a series of short runs. In our modern world, where journalists, politicians and other non-academic commentators constantly use such terms as ‘excessive’, ‘unbalanced’, and ‘unsustainable’, these pre-Keynesian insights might still have a capacity to enlighten. In the more formal models used by academics, these concepts are rarely

2 Romer and Romer (2002).

present, perhaps because they are so difficult to model quantitatively in the first place.³

A starting point for the analysis in this paper is the explicit recognition of an increasingly obvious fact. Under the joint influences of deregulation and technology, the global economic and financial system has undergone massive change in recent years. The liberalisation of the real economy, in particular the re-entry into the global trading system of such giants as China and India and developments in the global financial system over the last twenty years, have profoundly changed how economic processes work. We are increasingly distant from the highly regulated period following the Great Depression and the Second World War, when our current policy frameworks were developed. Indeed, the structural landscape looks more and more like that seen in the 1920s and the decades prior to World War I. It would not seem implausible, in the light of all this underlying change, that our policy frameworks might also need revision.

Sections 14.2 and 14.3 below are positive rather than normative. They attempt to document that the costs of not having near-term price stability, as well as the benefits, may have been overestimated. Taken together, they make a *prima facie* case for re-evaluating the current, conventional monetary framework. In section 14.4, such an evaluation is carried out, with arguments for maintaining the status quo being confronted with the arguments against. In section 14.5, an outline is presented of what an adapted and improved monetary framework might look like.

To summarise the policy implications, it is concluded that the longer-run implications of monetary policy actions should be given greater weight than they have been. The challenge will be to combine the pursuit of longer-term price stability with a more flexible and nuanced use of the policy instruments directed to that objective. Meeting that challenge will involve changes in how central banks act, in particular the indicators they look at when setting monetary policy, as well as changes in how they communicate what they do to the public.

3 In his Nobel prize lecture, reprinted in Hayek (1975), Hayek warns about putting excessive reliance on empirical 'proofs' in economics at the expense of a coherent theoretical explanation. He argues that economic processes are inherently so complex and constantly changing that the appearance of structural stability is almost always misleading. Interestingly, Keynes shared this view as described in Leijonhufvud (1968). For some more recent scepticism, cf. Summers (1991).

14.2 Deviating from price stability: have the costs been overestimated?

Before evaluating the costs of not having ‘price stability’, it would be best to define what central bankers currently mean by the term. For most central banks, the ‘price’ component is defined as some aggregate measure of the prices of currently produced goods and services.⁴ Depending on taste, this could be either the consumer price index (CPI) or some national income account (NIA) deflator, with or without some sectoral exemptions to purge the series of undesired volatility. Over the longer run, these series tend to move quite closely together, so that the distinctions between them are less important. However, over shorter time periods, like the one or two-year horizons conventionally targeted by central bankers, definitional differences can be significant. For example, the upward trend in energy prices in recent years has driven a wedge between measures which include such prices and those that do not. As for the definition of ‘stable’, the conventional approach would be to define it as some low level of inflation, say between 0.5 percent (to account for upward measurement bias) and 2 to 3 percent per annum. Implicit in this definition is also the view that any measure of deflation (where prices actually fall in aggregate) is not consistent with price stability.

The benefits of achieving any public policy objective are not absolute, but must be assessed against the costs of doing so. Today, the costs of achieving low inflation would be assessed as significantly lower than they were thought to be in the 1960s and 1970s. At that time, many believed there was a long-run trade-off between inflation and unemployment, implying that low inflation meant permanently higher unemployment. Even as that belief began to fade, reflecting the insights of Milton Friedman⁵ and Edmund Phelps⁶ into how shifting expectations would render vertical the long-run Phillips curve, there was still resistance to trying to reduce inflation through market processes. In part, this was because of the perception that even the short-run costs could be substantial. One strand of thought was that the short-run trade-off was very flat, implying that a large unemployment gap would be required to move

4 It is worth noting that in the pre-war literature, two things stand out. First, there was generally no precise definition given of what was meant by inflation. This is perhaps not surprising given the rather primitive state of data collection at the time. Second, the discussion was always premised on the idea that credit creation was at the heart of the inflation process. That the evident shortcomings of the ‘monetarist’ experiment in the 1970s should have led to a wholesale rejection of this centuries-long association warrants a study on its own.

5 Friedman (1968).

6 Phelps (1968).

inflation materially. A related strand of thought was that inflationary expectations were very sticky and disinflation would thus not receive much support from a ratcheting-down of the Phillips curve in inflation-unemployment space. This kind of thinking led to a preference for wage-price controls and other non-market processes, along with a belief that 'gradualism' in reducing inflation would do so at the lowest cost over time. What is interesting, now that inflation has been reduced to low levels, is that similar views currently prevail about both sticky expectations and shallow trade-offs. The implications of this are examined below.

While the assessed costs of achieving price stability tended to fall over time, the assessed benefits rose in tandem with central bankers' actual experience of living with high inflation. It was not a pleasant experience. Perhaps the first observation was the disquieting tendency for unleashed inflation to move ever higher when not firmly resisted by macroeconomic policies. In many countries, particularly when exacerbated by the negative supply-side shocks of the 1970s, the battle for factor shares led to a spiralling of wage and price pressures that moved steadily upwards. This eventually led to the conclusion that merely stabilising inflation, once it had reached a level high enough to significantly affect economic decision-making,⁷ was simply not a viable option. The memories of hyperinflation in post-war central Europe, arguably the defining macroeconomic event of the century for Germany, provided further support for this view. Indeed, this historical experience had already led to the Deutsche Bundesbank and the Swiss National Bank being given much more independence than was typical at the time.

The costs of high inflation were increasingly recognised as having micro and macro as well as social dimensions. By way of summary, inflation posed a threat to high, sustained economic growth and social stability. At the micro level, the principal concern was that large aggregate price movements were clouding movements in relative prices and interfering with the information content of the price system. The interaction of large price movements and the tax system, which had never been designed with this in mind, provided another source of concern about economic efficiency and long-term growth potential. At the macro level, increased uncertainty about prospective price movements and the clear potential for an eventual policy response and resulting recession, which indeed often materialised, added a costly risk premium

7 While the tolerable level of inflation is generally considered to be below 2–3 percent, most careful studies of the 'costs' of inflation have difficulty identifying such costs below a threshold of around 10 percent. This discrepancy perhaps reflects the belief that inflation above the lower limit would quickly accelerate to breach the upper one.

to financing costs. Together with people's desire to hedge themselves against inflation, this led to an unwelcome shift of real resources away from productive investments into property, both residential and non-residential. Since much of the financing came through banks, this in turn raised concerns about potential instability in the financial system should property prices begin to fall.

Finally, at the social level, it became increasingly evident that a further effect of inflation was to redistribute wealth in an unfair way. This threatened belief in the integrity of both the economic and the political system. Perhaps recognising the truth of John M. Keynes' much earlier observation – "Lenin was certainly right. There is no subtler, no surer means of overturning the existing basis of society than to debauch the currency."⁸ – the political establishment and the citizenry of the industrialised countries eventually became convinced that inflation had to be brought down and kept down. As noted above, this rightly continues to be the conventional wisdom today.

That said, another aspect of today's conventional wisdom concerning inflation should also be noted, particularly since it has some bearing on the subsequent discussion of deflation. That is, one-time upward shifts in the price level should be tolerated to the extent that they do not threaten to generate increases in inflationary expectations and second-round effects on prices. Such temporary increases in measured inflation, arising, say, from a negative supply shock to production capacity, can facilitate the relative price adjustment which is needed to respond to the supply shock. The alternative possibility – resisting an aggregate price increase – would demand that other prices fall to ensure the relative price shift. Since this is generally thought to involve greater economic costs, it has not generally been thought of as the preferred alternative.⁹

An objective assessment of the costs of deflation (in contrast to inflation) is rendered more difficult by the comparative rarity of such events in recent decades and, partly as a result, by the prominence typically given to the appalling experience of the US during the Great Depression of the 1930s. Clearly, this was their defining macroeconomic event of the last century. Yet it must also be recognised that, in historical terms, the association between price de-

⁸ Keynes (1920), p. 220.

⁹ A recent major study of pricing behaviour by European firms casts some doubt on this. Downward price movements for individual products are as common as increases. Moreover, downward price movements seem more responsive to demand conditions than do price increases, in part because customers see price increases in response to demand pressures as 'gouging'. This implies a concave short-term Phillips curve, which is not the conventional wisdom. Cf. Dhyne et al. (2005).

clines and massive output and job losses was almost a unique event. Looking back over a much longer historical period,¹⁰ a number of studies indicate that many periods of mild deflation prior to World War I were associated with continuing strong increases in output, some with only mild recessions, and just one or two with sharp falls in output. Moreover, looking at some more recent periods of deflation, or near deflation, the overall economic performance of the affected countries was not seriously compromised. In Japan, mild deflation did not lead to a cumulative downward spiral in consumer spending, premised on prices being expected to be still lower in the future, even though the after-effects of the corporate excesses of the 1980s were severe. In China, mild deflation had no discernable effect on growth rates, which were maintained at extremely high levels.

Categorising deflations in terms of “The Good, the Bad and the Ugly”, terms made famous by a well-known film,¹¹ has considerable merit in that it underlines that not all deflations are the same. This leads to the need to analyse why the costs of deflation differ and, in turn, the issue of how costly a deflationary period in the global economy might be today. This understanding would be relevant for determining what price should be paid for an insurance premium against such an event happening.

‘Benign’ (perhaps a more accurate term than ‘good’) deflations in which output growth remained strong have historically generally been associated with positive supply shocks. In particular, in the period prior to World War I, technological innovation, rapidly rising productivity and globally mobile factors of production often led to both falling aggregate prices and sustained business activity. Lower prices contributed to higher real wages, while higher productivity allowed the share of profits in factor incomes to be maintained or even increased. In this environment, asset prices also remained strong and monetary and credit aggregates tended to rise as well.

‘Bad’ deflations have been those in which deflation was accompanied by recessions of normal size. Such circumstances were often produced by slackening demand, in a situation where inflation was already at a low level. Broadly put, the costs of such mild deflations would not seem likely to be much different than those of mild inflations. At the micro level, there would be concerns about the weakened content of price signals, interactions with the tax system and arbitrary wealth transfers. At the macro level, a preference for cash over risky investments might further slow growth potential over time.

10 Cf. chapter IV in BIS (1999, 2003). Also Borio and Filardo (2004); Bordo and Filardo (2005).

11 Suggested for use in this context by Borio and Filardo (2004).

That said, it could not be ruled out that a bad deflation might turn into an ugly one. Friedrich Hayek referred to this as a 'secondary depression' and accepted that it should be resisted by monetary policy.¹²

An 'ugly' deflation, like that of the 1930s, has its roots in three nominal rigidities. The first rigidity is that of nominal wages. If prices begin to fall, while wages do not, then real wages rise and profits are squeezed. This then feeds back on lower employment and lower investment, with the associated reductions in demand further supporting price declines. The second rigidity is the zero lower bound for nominal interest rates. If prices move down, and are anticipated to move even lower, the *ex ante* real rate of interest rises and cannot be offset by further nominal declines. This has further negative implications for investment, but also for debt service requirements more broadly. Debts denominated in nominal terms are the third rigidity, and they can affect both the consumer and corporate sectors. Evidently, the severity of the effect on debt service requirements will depend not only on the rate of deflation, but also on the level of nominal debt outstanding.¹³ Finally, the historical evidence indicates that related weaknesses in the financial system can also seriously exacerbate a downturn.

Considering the structural characteristics of today's global economy indicates that it may have more traits in common with the world prior to World War I than that of the Great Depression. To this extent, current concerns about avoiding deflation might be overstated. In particular, a pattern of ongoing economic liberalisation, occurring both domestically and internationally, has contributed to an ongoing series of positive supply shocks that have pushed down the prices of internationally traded goods and services.¹⁴ Moreover, the same forces in association with new communication technologies have sharply increased the proportion of output that is internationally traded. In many countries, the US especially, but also many emerging market economies, productivity growth has also increased measurably. In spite of this downward pressure on prices, profit shares have widened significantly in recent years. Clearly, productivity growth has contributed to a lower rate of growth for unit labour costs, but nominal wages have also been remarkably subdued in many countries. The recent growth in the global labour supply can serve as an explanation. Moreover, as was the case prior to World War I,

¹² Hayek (1974), p. 5.

¹³ In the background stands a further asymmetry. The fact that debtors can go bankrupt has evident effects on their spending capacities, but also on creditors.

¹⁴ All the changes noted in this paragraph are well documented in Galati and Melick (2006) and the more than thirty empirical papers to which they refer.

both labour and (especially) capital are now highly mobile. Increases in labour compensation in the industrialised countries are thus currently restrained by the use of foreign workers to remove bottlenecks and by the credible threat that whole factories could be moved to lower-cost jurisdictions.

The same conclusion can be reached by considering the extent to which nominal rigidities might (or might not) play a role today in transforming a benign deflation into a bad or even ugly one. The first rigidity – that of real wages – would seem from the historical comparison above not to be an obvious problem. However, the second rigidity – the potential for policy rates to hit the zero nominal bound and for real rates to rise uncontrollably – must be a source of greater concern given how low policy rates currently are in most industrialised countries. It is also worth noting, however, that the ratcheting-up of *ex ante* real rates also depends on falling prices (*ex post*) being extrapolated into the future. Put otherwise, it depends on their perceived persistence in the inflation process. Fortunately, the empirical evidence referred to above indicates that inflation persistence has fallen sharply in recent years, as indeed was the case prior to World War I.¹⁵ The fact that falling prices in Japan, over the last eight years, do not seem to have led to consumers ‘postponing’ purchases in anticipation of further falls must also be judged a positive sign. Indeed, household savings rates fell more in Japan over the last decade than they did in the US, albeit to a higher level.

There is also the third issue of debt contracts being defined in nominal terms. There can be little doubt that current debt levels in some countries are very high. This applies particularly to government debt in Japan, corporate debt in Europe and household debt in the US and a number of other English-speaking countries. Falling prices and nominal revenues could then have the potential to seriously undermine the capacity to service debt, and could lead to disruptive bankruptcies. At this juncture, such concerns might seem to provide clear support for the view that insurance against deflation is worth having. However, such a conclusion must be qualified to the degree that (as will be argued below) high debt levels may themselves have been encouraged by easy financing conditions in the past.

15 The absence of ‘persistence’ prior to World War I, that is, the rejection of the unit root condition in the inflation process, owed much to the operation of the gold standard. Thus, when prices went down, they were normally expected to go back up. Today, we have something similar, assuming the credibility of monetary regimes having the objective of keeping inflation at a low positive level. Mean reversion in the expected price level might be even further encouraged by committing to a price level, rather than an inflation target. Whether this credibility would prove as robust as the operations of the gold standard remains to be seen.

Finally, most current indicators show that the financial institutions in most of the industrialised countries are very healthy,¹⁶ although certain fragilities can be identified looking forward. In particular, the opacity and complexity of the financial system today shroud in secrecy who finally bears the risks, and increase the likelihood of operational problems. More broadly, the reliance of banks in many countries on revenues from dealings with the household sector, already heavily indebted, could in the future prove a source of financial vulnerability. Yet as just noted above, these exposures might also have increased over time in response to successive episodes of monetary easing and associated credit expansion.

14.3 Maintaining price stability: have the benefits been overestimated?

This section begins with an analysis of some of the other objectives that have traditionally constrained central banks from pursuing price stability single-mindedly. While the importance of these may have been downgraded, as the objective of price stability has been upgraded, there are good reasons why their influence persists. Also note that, while many central banks have been given a formal mandate to pursue price stability as their primary objective, many have not. In part, this may reflect the belief that objectives other than price stability, even if only over relatively short periods, might also bring benefits.

After considering these traditional constraints, attention is then directed to a set of problems that have again gained prominence in recent years. In particular, attention is drawn to financial and other forms of economic disruptions associated with booms and busts in credit growth, asset prices and significant deviations in spending patterns from earlier norms. Historically, there have been repeated episodes of this sort, despite the general maintenance of price stability in the periods preceding them. After some reflection on how earlier economic theorists explained this phenomenon, an attempt is made to indicate why these historical allusions might have some relevance today.

16 It is clear that the severity of the depression in the 1930s was exacerbated by the weakness of banking systems, at a time when they had unprecedented dominance over the financial system as whole. This was not the case prior to World War I, nor is it the case today in most of the larger industrialised countries.

14.3.1 *Traditional constraints: output growth and exchange rates*

If one accepts that there is no long-run trade-off between output and inflation, then concerns about maintaining output growth cannot be viewed as being in fundamental opposition to the pursuit of price stability. If, as is normally the case, the price objective (initially under control) is under threat from excessive or deficient demand, the pursuit of the former automatically implies a monetary policy which runs countercyclical to the business cycle. Tightening, for example, resists both excessive demand and the inflationary pressures it generates. Yet, less fundamentally, there are circumstances where concerns about output growth do have an independent influence on policy decisions. In the formal literature, it is commonly assumed that the loss function that the monetary authority is trying to minimise includes deviations of output from potential, as well as inflation from its targeted level. More practically, attempts to move forecast inflation back to target too quickly can cause more severe cumulative output losses than a slower and steadier process. A convex, short-term Phillips curve has properties sufficient to lead to this kind of behaviour on the part of the monetary authorities.

Confronted with supply-side shocks, however, there can be a more fundamental conflict between price stability and output growth. For example, an oil embargo raises prices and reduces aggregate supply. In countries that are net oil importers, this is equivalent to a tax increase, which also reduces aggregate demand. When this happened for the first time in 1974, macroeconomic policy tried to lean against the output costs, with devastating effects, as both inflation and inflationary expectations rose sharply. Learning from this mistake, the decision was taken in 1979 to lean against the price effects. Today, as noted above, the conventional wisdom would be to accept the direct, first-round price effects, but not any subsequent pass-through effects.

A second traditional constraint, that of the exchange rate and the possibility of associated external imbalances, has been a recurrent concern of the SNB and many other central banks. The pursuit of domestic price stability in a world of highly mobile capital flows implies that the exchange rate must be allowed to float.¹⁷ Monetary tightening in the interests of reducing inflationary pressures could, in some cases, lead to a degree of nominal and real exchange rate appreciation that would significantly worsen the current account balance. This could increase the likelihood of a future exchange rate crisis, and might in any event demand a degree of domestic resource reallocation

17 Simultaneously having an independent domestic monetary policy, a fixed exchange rate and highly mobile capital flows is referred to in the modern literature as the 'impossible trinity'.

that could prove discomfiting if forced to occur very quickly. Similarly, monetary easing might lead to a run on the currency with similar effects of opposite sign. Whether driven predominantly by concerns about the level of the exchange rate and its effect on real variables, or its rate of change and the effects on financial variables, the monetary authority might either wish to, or feel forced to, factor such considerations into its decisions.

Normally, extended resistance to pressure for the nominal exchange rate to appreciate would lead to domestic inflation that would ensure a real appreciation of the currency in any event. Confronted with such inflationary tendencies, monetary policy would be tightened and the nominal exchange rate allowed to rise. However, in Asia in recent years, in the absence of any overt signs of domestic inflation, it has been possible to continue to resist currency appreciation through a combination of massive, sterilised intervention and easy domestic monetary policies. In fact, real interest rates in Asia have been close to zero for some years. To date, these policies have not been manifestly bad for Asian countries. Real growth has been rapid, and large exchange reserves have been accumulated as 'insurance' against any possible repeat of the Asian crisis of the late 1990s. However, looking forward, problems concerning either domestic inflation or imbalances of various sorts could eventually arise in Asia. The parallel between Asia today and Japan in the late 1980s is not wholly fanciful.

If this is only a potential problem, arising in the context of stable Asian prices, another problem is already evident, and on a more global scale. The region as a whole has built up a large trade surplus, which is the counterpart to a significant part of the US trade deficit. This outcome reflects not only undervalued Asian currencies, but perhaps also lower long rates in the US, as accumulated foreign exchange reserves have been reinvested in bonds largely denominated in US dollars. While, to date, price stability has been maintained in both the creditor and debtor countries, the global financial system has nevertheless become increasingly exposed to unprecedented external imbalances.¹⁸ Moreover, the conviction of foreign exporters to the US that domestic prices in dollars cannot be raised, even should the US dollar fall relative to their own currencies, has significantly reduced the exchange rate pass-through. While there must be limitations to this process, the failure of relative prices to adjust stands as a significant impediment to increased US competitiveness and an orderly current account adjustment.

¹⁸ Cf. White (2005b).

14.3.2 New constraints: fixed capital, debt and financial stability

Lessons from economic history

The historical record provides stark evidence that a preceding period of price stability is not sufficient to avoid serious macroeconomic downturns. Perhaps the most telling example is that of the Great Depression in the United States in the 1930s. The period was characterised by massive and continuing losses in terms of both employment and output, accompanied by a cumulative deflation process and associated financial distress in response to accumulated debt. Indeed, almost one-third of US banks failed over the course of the 1930s.¹⁹ The crucial point is that this downturn was not preceded by any noticeable inflation. Indeed, prices were essentially stable for most of the 1920s and were actually showing signs of measured deflation before the decade drew to a close. Rather, the period was characterised by rapid technological innovation, rising productivity, rapid increases in the prices of equity and real estate, and strong fixed investment. Behind these developments were ongoing technical innovations in the financial sector, not least the much greater availability of consumer credit.²⁰

Turning to more recent history, Japan has been in a protracted period of sub-par growth for well over a decade, with the gross domestic product (GDP) deflator falling almost 10 percent on a cumulative basis. With growth averaging only around 1 percent annually between 1992 and 2004, the unemployment rate rose from a low of 2 percent in 1989 to a high of 5.5 percent in 2001. At the same time, the banking system showed increasing signs of stress, and a number of bankruptcies were recorded in spite of strong and continuous state intervention. As with the earlier US experience, this very poor performance was preceded by a sharp increase in credit, asset prices and fixed investment. Notably, however, there was again no prior acceleration in overt inflationary pressures. As for the Japanese financial sector in the 1980s, it was both subject to the ongoing influence of technological innovation and, more importantly, in the process of financial deregulation.

Still more recently, attention could be drawn first to the financial crisis in Southeast Asia in the late 1990s. For some countries, the costs could be measured as double digits of GDP, with associated increases in unemployment. The banking systems were also significantly affected. In a number of

19 In this regard, the tightening of monetary policy in 1931 within the framework of the gold standard was distinctly unhelpful.

20 Cf. Eichengreen and Mitchener (2003).

cases, deflation threatened to, or actually did, emerge. Similar to the US and Japanese cases, these difficulties were not preceded by any marked inflationary excesses, but rather by sharp increases in credit, asset prices and fixed investment. On the financial side, an important influence was exerted by large-scale capital inflows, which subsequently and suddenly reversed as the crisis worsened.

Finally, the same general point could be made about the rather different stresses imposed on the real and financial system by the Russian debt crisis in 1998 and the subsequent failure of the LTCM fund, and the collapse of global stock markets in 2001. These disruptive incidents also took place in an environment of effective price stability. As with the episodes above, each was preceded by significant evidence of financial overreach (accelerating credit growth, rising leverage, rising asset prices). Furthermore, in both the US and Europe, there was a sharp increase in business investment during the second episode directed largely to the technology, telecommunications and media sectors believed to epitomise the 'New Era' then thought to be emerging.

These facts are as easy to describe as their implications are hard to deny: price stability was not enough to ensure high, sustained growth. What is harder to do is to present an analytical explanation for these costly events, given the absence of the expected catalyst of rising inflation. In the following parts of this section, two relevant points are made. First, recourse is made to some of the central tenets of pre-war Austrian theory and how that model contrasts with the Keynesian analytical approach still used by most central bankers. Second, an attempt is made to show how structural changes in the economy, both real and financial, might have rendered these theoretical insights of more practical relevance today than they were during the 1950s, 1960s, 1970s, and perhaps even the 1980s. In short, history might still matter.

Lessons from the history of economic thought

A useful starting point might be the Keynes-Hayek debate of the early 1930s. This was conducted in the early days of the Great Depression against the backdrop of a previous half century or more of substantial business cycle variations.²¹ While John Hicks²² contends that the debate captured the imagination of the economists of the time, it has since been generally forgotten. Both Keynes and Hayek began by accepting some common insights. The first is that a monetary economy is fundamentally different from a barter econ-

21 This debate has been well chronicled in Cochran and Glahe (1999).

22 Hicks (1967).

omy. The second is that both built upon the Wicksellian framework which emphasised the problems associated, in a monetary economy, with the financial rate of interest deviating from the so-called natural rate of interest.²³ These similarities noted, their thinking subsequently led them in quite different directions.

David Laidler²⁴ notes that the IS/LM model, still the workhorse in the stable of most central bankers,²⁵ is essentially a one-period model in which the short run and the long run are effectively indistinguishable. Its central message is that deviations between the financial and natural rate will create either deficient or excessive aggregate demand leading to unemployment and (in a fuller model) inflation respectively. Both are undesirable in themselves. In contrast, the passage of time is a central feature of Austrian theory and, short of the long run, credit creation need not lead to overt inflation. Rather, relative prices are the key to future outcomes. Deviations between the financial and natural rates lead the financial system to create credit which encourages investments that, in the end, fail to prove profitable. The underlying reason for this is that the investments tend to be directed to the production of goods and services for which the level of demand anticipated never in fact materialises. While many have rightly criticised the specifics of Austrian capital theory, the concept of erroneous investment processes driven by credit creation is still noteworthy. Moreover, while most Keynesian models assume a relatively smooth adjustment from one equilibrium to another, the Austrians stressed growing imbalances (cumulative deviations away from equilibrium) and an eventual crisis whose magnitude would reflect the size of the real imbalances that preceded it. The underlying reason for this last observation is that the capital goods produced in the upswing are not fungible, but they are durable. Mistakes then take a long time to correct.

As is now well known, the Austrian approach dropped from sight in most parts of the world, in part because it offered no hope in the face of the crisis of the 1930s. Moreover, the Keynesian approach subsequently offered highly satisfactory performance in the post-war period, barring the 1970s as discussed above. Indeed, since the early 1980s, the conventional approach to

23 The financial rate of interest is the rate at which commercial banks stand ready to lend. The natural rate is rather determined by real factors, in particular those having to do with saving and investment.

24 Laidler (1999).

25 Cf. Blinder (1988, 1999). Blinder implicitly associates the Keynesian model with the IS/LM apparatus developed by Hicks. As Leijonhufvud (1968) made clear, this association loses much of the richness of Keynes' thought, particularly about capital markets and the role of immeasurable expectations.

macro policy has produced truly stellar macroeconomic outcomes. Growth in most industrialised countries (excluding Japan) has been both higher and less volatile, while inflation has been sharply lower, but also less volatile. Against this historical background of success, it might seem strange to suggest that the pursuit of low, positive inflation by central banks should be complemented by concerns about financial excesses and imbalances that are more in the Austrian spirit. It is argued immediately below that there are plausible reasons to warrant such a re-evaluation. As a complement, it will be further argued in section 14.4 that there is a reasonable chance that the good performance seen to date might not be sustainable.

Why history might still matter

One reason to warrant a reappraisal of the current conventional approach to monetary policy is that the structure of the global economy has changed remarkably in recent decades. In particular, financial liberalisation has increased the likelihood of boom-bust cycles of the Austrian sort. Moreover, the integration of big countries into the world economy and the liberalisation and globalisation of the real economy, as discussed above, appears to have had material affects on the inflation process and the transmission mechanism of monetary policy. Consider each development in turn.

The structural changes in the financial sector in recent decades have been profound. Some combination of technological change and deregulation has led to a quickening process of disintermediation from banks, growing reliance on market processes, globalisation and institutional consolidation.²⁶ In short, we now have a liberalised financial system which seems much more likely to show boom-bust characteristics than the previously repressed one. Michael Bordo and Barry Eichengreen convincingly document the decline of such incidents internationally, in response to the imposition of financial controls in the 1930s and 1940s, and their subsequent rise as these controls were gradually removed.²⁷

The dynamics of the process can be described as follows: buoyed by justified optimism about some particular development, credit is extended, which then drives up related asset prices. This both encourages fixed investment (as per Tobin's q), and increases collateral values, which supports still more credit expansion. With time, and underpinned by an associated increase in output growth, this process leads to increasing willingness to take on risks

²⁶ Cf. White (2004a).

²⁷ Bordo and Eichengreen (2000).

(‘irrational exuberance’), which gives further impetus to the credit cycle. Claudio Borio et al. provide evidence that credit spreads, asset prices, internal bank risk ratings, ratings from agencies and loan loss provisions all demonstrate this tendency to procyclicality.²⁸ Subsequently, as exaggerated expectations concerning both risk and return are eventually disappointed, the whole process goes into reverse. As undershoot replaces overshoot, the dampening effect on the real economy of high debt levels and weak investment becomes particularly notable. Frequently, but not necessarily, the financial system is itself weakened and exerts a further dampening effect on the real economy.

This analysis of events does not seem at odds with the descriptions presented above of the many economic and financial disruptions seen over the last decade or two. While generally not preceded by overt inflation, they were all characterised by rapidly rising credit, asset prices and fixed investment. Indeed, it also seems consistent with the subsequent and extended weakness of fixed investment in post-unification Germany, Japan, Southeast Asia and the US after earlier periods of strong investment growth. In sum, there are stronger grounds today than in earlier decades for looking at financial sector developments, and their potential to threaten rapid and sustainable output growth, as new indicators which ought to help guide the conduct of monetary policy.

By the same token, structural change in the real economy might also imply that there are grounds for questioning the use of traditional indicators in the conduct of monetary policy. While reserving normative prescriptions for section 14.4, there is clear empirical evidence that the inflation process has changed markedly in recent years.²⁹ The pass-through of exchange rate changes and other costs to domestic prices is much reduced. The influence of domestic output gaps on inflation seems on the wane. Indeed, recent work by Claudio Borio and Andrew Filardo suggests that, for many countries, global measures of capacity utilisation are already exerting a significant degree of influence over domestic measures of inflation.³⁰ Estimates of the short-run slope of the Phillips curve have fallen in many countries, and the persistence of inflation (after shocks) has fallen significantly in many countries.

Far from having a common understanding of what is going on here, as suggested by Romer and Romer, a number of competing hypotheses can be

28 Borio et al. (2001).

29 As noted above, cf. Galati and Melick (2006).

30 Borio and Filardo (2006).

suggested.³¹ Both real (increased international and domestic competition and productivity) and nominal (increased central bank credibility) forces might be in play. Unfortunately, this lack of clarity as to root causes also implies some considerable uncertainty with respect to the appropriate conduct of monetary policy. Taken together with the identified changes in financial structure, there seems then to be a *prima facie* case for re-evaluating the current framework for conducting monetary policy.

14.4 Evaluating the conventional policy framework

In the preceding sections, support has been provided for two propositions. First, serious macroeconomic downturns can occur in fiat money economies, even if they are not preceded by overt inflationary pressures. Put otherwise, the many benefits of stable prices do not extend to excluding such extreme events. Second, just as there is a willingness to tolerate the first-round effects of negative supply shocks on inflation, there should perhaps be a similar willingness to tolerate deflation arising from positive supply shocks. The costs of benign deflations are difficult to evaluate, and would, in any event, have to be balanced against the costs of avoiding them. In this last section of the paper, the implications of these joint insights in choosing a framework for the conduct of monetary policy are assessed.

The section is divided into four parts. First, the salient characteristics of the current ‘orthodox’ framework are presented. These cover not only the objective(s) of monetary policy, but also the way in which the instruments of monetary policy are used in the pursuit of the objectives. This is followed, second, by arguments for maintaining the status quo, and third, by the arguments against. Fundamentally, the issue comes down to the merits of a more static analysis (‘so far so good’) versus a more dynamic approach focused on where the current path might be leading.

14.4.1 *The conventional policy framework*

It must be recognised that monetary policy is conducted with significant differences in emphasis across currency areas. Thus, any single description of how monetary policy is conducted risks becoming a caricature.³² Moreover,

³¹ Romer and Romer (2002).

³² This risk is perhaps greatest in the case of the SNB and the European Central Bank, whose policy frameworks have rather more in common with the ‘adapted framework’ advocated below. Cf. Issing (2004) and European Central Bank (2005) for overviews of the approach of the European Central Bank. For an overview of the policy framework of the SNB, cf. chapters 4.3, 4.4 and 11 of this volume.

the conduct of monetary policy is constantly evolving in practice. Central bankers react to shortfalls in their own performance, to unexpected side effects of what they do, and to new intellectual insights.³³ Nevertheless, looking back over recent years, the orthodox framework for conducting monetary policy would seem to comprise the following five propositions.

First, the primary objective of monetary policy should be to maintain inflation at a low positive level. Given the presumed lags in the effects of monetary policy, this implies targeting a forecast of inflation for two years ahead. In some jurisdictions, this objective is publicly declared (as in inflation targeting), whereas in others, it is implicit in what the authorities both say and do.

Second, the principal instrument for achieving the objective is use of the short-term policy rate under the direct influence of the central bank. In most jurisdictions, this influence is exercised through some combination of announcements of rate corridors and market operations affecting the provision of reserves to the banking system. In recent years, in Japan, where the policy rate has effectively been at the zero nominal bound, the authorities have relied upon 'quantitative easing'. This has been conducted through announcing and implementing targets for the aggregate level of excess reserve holdings in the banking system.

Third, the forecast of future inflation, whose evolution guides the setting of the policy instrument, relies primarily on the influence of gaps in the product and labour markets. Estimates of capacity utilisation and the natural rate of unemployment thus play a central role. The use of other indicators of future inflation, such as the rate of growth of monetary and credit aggregates, are sometimes referred to (especially in continental Europe), but still essentially play a secondary role.

Fourth, asset prices are important only to the extent they exert pressure on gaps and subsequent inflation. In any event, asset price 'misalignments' are difficult to identify and cannot be effectively resisted, since this would require interest rate increases that would be destructive elsewhere in the economy. Conversely, any slowdown in economic activity associated with an asset price bust can be effectively resisted through an easing of monetary policy. This could impart a degree of asymmetry to the conduct of domestic monetary policy in the face of such disturbances.

Finally, conduct of monetary policy in the light of the four principles above implies a significant degree of willingness to allow the foreign exchange

33 White (2002).

value of the domestic currency to float. To the degree that countries wish to resist this, another important asymmetry must be highlighted. Countries can resist depreciation through sterilised foreign currency intervention only to the extent their foreign currency reserves (or capacity to borrow) allow. There is no such limit to resisting appreciation. The domestic central bank can create as much domestic currency as it wishes, to purchase foreign currency, provided that it is prepared to live with the side effects of such policies.

14.4.2 Arguments for the status quo

While there might indeed be a *prima facie* case for re-evaluating the current monetary policy framework, a compelling argument for retaining the status quo, after such a re-evaluation, has already been referred to. It has delivered the goods in terms of the ‘Great Moderation’. In other words, output fluctuations have been much attenuated in recent decades, and both the level and the volatility of inflation have been remarkably reduced. In effect, central bankers learned from experience the harm that inflation could do and resolved to reduce it. They have been very successful, and we are now reaping the rewards in terms of much better macroeconomic performance. In particular, with inflation low and stable, there has been no need for periodic episodes of sharp tightening of monetary policy with the associated risk of inadvertent recession.

As for the evidence of growing disturbances in the financial sector, those wishing to maintain the current framework would argue that these are due in large part to learning problems in an increasingly deregulated sector, and also to deficiencies (in certain countries) of the infrastructure supporting the financial system. The central point is that, in both cases, these problems should prove temporary. A corollary of this view is that liberalised financial systems are not inherently procyclical and are certainly not prone to recurring crises. On the contrary, more complete financial markets will prove in the end to be both efficient and highly resistant to shocks. Not only do they allow the transfer of risk to those most capable of bearing it, but they also facilitate intertemporal income smoothing, which allows demand to be maintained even under stress. Indeed, when one considers the number of serious shocks to which the global economy and financial system have been subjected in recent years, that inherent resilience is already increasingly apparent.

Finally, it would have to be noted that the current monetary framework has allowed monetary policy to play an appropriately countercyclical role whenever events seemed to threaten the prospects for sustained global growth. On the one hand, higher policy rates were used in the late 1980s, in

1994 and also near the end of the 1990s to respond to perceptions of rising inflationary pressures. On the other hand, policy rates worldwide were lowered sharply after the stock market crash of 1987. Rates were also lowered aggressively at the end of the 1980s, in the face of the collapse of property prices in many countries and the perceived weaknesses of many banking systems. In 1997, in response to the possible future implications of the Asian crisis, rates were left on hold even though traditional measures of inflationary pressures were signalling the need to tighten. The Russian crisis and associated collapse of LTCM led to an overt easing of policy, as did the subsequent decline in global equity prices. Indeed, this latter event eventually led to nominal policy rates of only 2 percent in continental Europe, 1 percent in the US and, of course, the maintenance of the policy rate at zero in Japan, supplemented by quantitative easing.

Given how successful the combination of these policies proved to be in stabilising output growth, the case for a change in the framework for conducting monetary policy would not seem obvious. Yet, going beyond what might seem obvious, other considerations must also be taken into account.

14.4.3 Arguments for change

For analytical purposes, four separate problems are identified below, although, in reality, they interact to put the economy on an unwelcome dynamic path. Firstly, with a monetary policy focused solely on price stability, the endemic procyclical characteristics of the financial system will meet with resistance during the upswing only to the extent they trigger inflationary pressures. Secondly, responding to the subsequent downturn through asymmetrically easier monetary policies, unless reversed promptly, can set the stage for a new set of imbalances. Thirdly, if positive supply-side shocks are also met by easier credit conditions, then policy might actually enhance those procyclical tendencies in the financial system. Finally, the pursuit of similar policies in successive financial cycles might, for an extended time, maintain output growth and price stability, but could also compound the underlying exposures. The case for change to the current system having been made, section 14.5 asks what an altered system might look like.

Limited monetary resistance as confidence mounts

The historical capacity of the financial system to generate credit and asset price excesses along with spending misalignments has been documented in section 14.3.2. This evidence must, however, be set against the contention that such problems are transitional rather than endemic. In fact, problems of

this nature have been observed for centuries under all kinds of monetary regimes. Most importantly, they were commonplace in systems that were not subject to changing regulation or to advancing financial technology. This is not to deny, of course, that such considerations can materially worsen a natural tendency towards irrational exuberance.³⁴ In sum, there is an endemic problem of occasional booms, followed by costly busts, which seems unlikely to go away.

Nevertheless, to date, there has been a marked unwillingness to tighten monetary policy in response, except to the degree seemingly warranted by the estimated direct effects on overt inflation. As noted above, the arguments commonly used are that bubbles in asset prices are hard to identify, and that 'pricking' the bubble would demand interest rates so high as to damage other, unaffected parts of the economy. Yet a convincing counterargument is that the indicators considered by policymakers should extend well beyond asset prices. Rather, it is the combination of rapid credit growth, rising asset prices and unusual (unsustainable) patterns in the composition of aggregate demand that should elicit a monetary response. The former two series point to the probability of a subsequent problem or crisis, while the latter two give some idea of the prospective associated costs should the problem materialise.³⁵ For example, an abnormally low rate of household saving (due say to inter-temporal optimising facilitated by modern financial markets) implies the need for future retrenchment, which could materially slow spending. Similarly, an abnormally high rate of corporate investment could imply unprofitable outcomes, with subsequent negative effects on the demand for both capital and labour.

A tightening of monetary policy in the face of a combination of these indicators would, at the very least, moderate the intensity of the upturn and, in turn, the subsequent damage. Moreover, the recognition that the monetary authority was likely to react in this way might also lead to changed behaviour on the part of economic agents. This could reduce the degree of inherent procyclicality in the system. While this might seem far-fetched, such a response would be very similar to that which followed the decision of central banks to pursue the objective of price stability. Expectations of inflation became much better anchored as a consequence, and the need for sharp policy responses much attenuated.

34 Cf. Andersen and White (1996).

35 Behind this interpretation is the concept of expected loss, which is the product of the probability of an event and the loss given such an event.

Asymmetric easing in the downturn

Reliance on aggressive monetary easing to reduce the costs of the bust phase also has a number of drawbacks. The first is that it might not work. Both Keynes and Hayek were aware of the limitations of monetary easing in the face of headwinds associated with the earlier period of misplaced confidence. Keynes' reflections on the 'liquidity trap', and the difficulties of 'pushing on a string', are well known. Hayek put his emphasis on what he saw as a paradox. If the underlying problem was a misallocation of real resources, due to the excessive creation of money and credit, it hardly seemed obvious that the preferred solution was still more credit and, potentially, still more imbalances. It is worth reflecting in this regard on the recent history of both Japan and the US. In the former case, unprecedented monetary easing did not suffice to reverse a fifteen-year long slowdown in growth. In the US, a similarly unprecedented easing of monetary (and fiscal) policy after 2001 succeeded in restoring growth, but the pace of economic recovery was still the slowest recorded in the post-war period.³⁶

The second potential drawback of aggressive monetary easing has to do with the effects on the composition and ownership of the capital stock. After a period of excessive investment, unprofitable capital should be shut down to allow a reasonable rate of return to competitors. However, as the Japanese experience clearly indicates, so-called 'zombie' companies can more easily receive evergreen finance from related banks, given low nominal interest rates, which can significantly impede this needed process. The end result might be that the time required for balance sheet adjustment (in particular, debt reduction) would be extended accordingly. Moreover, the opportunity provided for companies to borrow cheaply elsewhere, and amass large cash reserves, also implies a capacity to avoid bankruptcy, even if the underlying fundamentals might point strongly in that direction. Further, cheap financing facilitates mergers and acquisitions, even though the historical record implies that these are more likely to reduce value than to create it. Finally, sharply lower interest rates imply a transfer from creditors to debtors, which,

36 This experience of the influence of 'headwinds', arising from the earlier period of exuberance in the United States in the late 1990s, could also lead to a re-evaluation of the causes of the Great Depression in the 1930s. Perhaps, after all, it was not a simple case of policy misjudgment by the Federal Reserve, but the inevitable outcome of the earlier imbalances. Cf. Eichengreen and Mitchener (2003). The Southeast Asian crisis in the late 1990s provides another example of the limitations of easier monetary policies. Lower interest rates to stimulate the economy threatened to undermine the exchange rate and, in turn, led to higher long rates. Moreover, given the currency mismatch problem faced by many countries, currency depreciation was actually contractionary rather than expansionary.

over time, could result in a reduction in saving propensities and in the prospects for longer-term growth. In sum, if low interest rates are maintained for an extended period, they may or may not have the desired effect on aggregate demand, but they clearly have negative longer-term effects with respect to aggregate supply.

The third potential drawback concerns potential distortions in financial markets. First, the Japanese experience over the last five years shows how, given an extended period of very low interest rates, the interbank market can collapse, leaving the central bank exposed as the market-maker of last resort. Second, as seen more broadly in Asia in recent years, the ample availability of low-cost credit from dominant banks impedes the development of other forms of market financing. Over time, with financial markets seriously incomplete, this can reduce both financial efficiency and stability. Third, and pertaining more to well-developed financial markets, lower interest rates can enhance the 'search for yield'. This is particularly the case for financial institutions (such as insurance companies and defined benefit pension funds) that must hit predetermined hurdle rates. This both induces investors to purchase increasingly risky assets and to use increased leverage to raise rates of return on equity. Such behaviour becomes manifest in reductions in risk premiums on lower-rated paper and sovereigns and in the increased availability of low-cost finance to support venture capital investments and to purchase asset-backed securities. While this encourages aggregate spending and investment as desired, it could set the scene for another burst of credit-fuelled misallocations further down the line should certain sectors of the economy be particularly favourably affected (consider the technology, telecommunications and media sectors in the late 1990s and housing markets more recently).

A final drawback of the use of aggressively easy monetary policies in the aftermath of a boom is the eventual need to devise an 'exit' policy. On the one hand, this will be made more difficult to the degree the shortcomings just noted are in evidence. If valuations in asset markets look stretched, and if debt levels remain high, higher policy rates could have larger, and potentially more non-linear, effects than might otherwise be expected. Concerns of this nature presumably lay behind the 'measured tightening' carried out by the US Federal Reserve beginning in June 2004. On the other hand, the Japanese reliance on quantitative easing, in addition to very low interest rates, highlights a further complication as monetary authorities begin to tighten. Economic agents will more generally be aware of the extent to which banks have reserves well in excess of normal requirements, and could become increasingly concerned about their inflationary potential. This implies a deli-

cate balancing act for the monetary authorities, in which tightening must be slow enough to avoid destabilising financial markets, but fast enough not to destabilise inflationary expectations.

Positive supply-side shocks

One implication of positive supply-side shocks is that they call into question whether monetary policy should continue (in such circumstances) to pursue the near-term target of a low positive inflation rate. As discussed above, a benign deflation arising from positive supply-side shocks has different implications for the economy than a deflation with its roots in demand-side deficiencies. Analogous to the conventional wisdom that the first-round effect of negative price shocks should not elicit a monetary response, the same could be said for positive supply shocks. Moreover, recognising in the context of ongoing globalisation that these negative price shocks could go on for years, the effect on measured inflation might extend over a longer period than just a year or so. In the limit, this might even suggest that the target level itself should be adjusted downwards.³⁷ Note, in this regard, the sharp contrast with the suggestion normally made by those who voice concerns about deflation. Presumably reflecting the assumption of a possible ugly deflation, their recommendation has more commonly been that the target level for inflation should be raised to lower the likelihood that deflation might emerge inadvertently.

Failure to adjust the target downwards (whether explicitly or implicitly) in the face of positive supply shocks would result in lower policy rates than would otherwise be the case. This would bring with it the risk of aggravating the concerns about the effects of low interest rates noted just above. Paradoxically, taking out insurance against a benign deflation might over an extended period increase the probability of the process eventually culminating in a bad or even an ugly one. This likelihood would increase with the length of the period affected by positive supply shocks, and also with the number of successive times that policy leaned asymmetrically against the aftermath of the bursting of a bubble.

37 In fact, there was an ongoing debate prior to World War II as to how best to ensure that increases in the marginal productivity of labour led to higher real wages. One view was that nominal wages should rise, while prices stayed constant. Others, however, argued that wages should stay constant, while prices should fall at the same rate as productivity was growing. Cf. Selgin (1997).

Cumulative effects given the conventional framework

Perhaps the strongest argument made above for maintaining the currently conventional way of conducting monetary policy is that it has been remarkably effective in many countries in producing sustained real growth along with low inflation. In the United States, for example, the expansion which started at the beginning of the 1980s was interrupted only briefly at the beginning of the 1990s, and then still more briefly around the turn of the century. Given the successive financial shocks to which the global economy has been subjected, there can be little doubt that the adroit use of monetary policy contributed materially to this outcome. The commensurate growth in the credibility of central bankers has also helped materially in anchoring inflationary expectations. However, it should be noted that positive supply shocks also played a role in keeping down inflation. This helped to avoid the normal post-war pattern in which monetary policy had to lean against rising inflation, often with the result that a recession followed. Moreover, with prices subdued, monetary policy could be used to good effect to resist successive threats to growth arising from financial disturbances.

This success admitted, whether growth will prove sustainable remains an open question. One possibility is that the cumulative monetary stimulation seen to date will eventually culminate in overt inflation. Recent sharp increases in energy and commodity prices could provide a foretaste of such an outcome. With the short-run Phillips curve now seemingly flatter than before, reversing any shift upwards in inflationary expectations might be costly and necessitate a more significant tightening of monetary policy than is currently expected.

Another effect of this cumulative stimulation has been an upward trend in household debt ratios in the US and in many other countries, accompanied by a downward trend in national savings rates, both to new historical records most recently. In China, by contrast, domestic investment has been drifting up and now stands at a record high proportion of GDP. Moreover, in global asset markets, many risk premiums have also descended to record lows even as house prices have risen to record highs. Global current account imbalances are also at unprecedented levels, with those countries having the largest external deficits generally exhibiting the largest internal imbalances as well. Should any or all of these series revert to their historical means, the sustainability of future global growth would also be open to question, perhaps leading to a deflationary rather than an inflationary outcome. To combine the two possibilities, the worst-case scenario would be inflationary pressures, leading to a sharp tightening of policy, which in turn

could precipitate a process of mean reversion in a number of markets simultaneously.

A further problem arising from the conventional approach is that, as imbalances accumulate over time, the capacity of monetary policy to deal with them could also become progressively reduced. A combination of raising rates less in booms than they are lowered in successive busts could eventually drive policy rates close to zero. Once at the zero lower bound, the Japanese experience indicates that the power of monetary policy to stimulate the economy is much reduced. Should the economy then turn down, with inflation initially at a very low level, the possibility then arises that a more disruptive form of deflation might emerge. Were that to happen, it has been suggested that an even more ‘unconventional’ monetary policy stance than that applied in Japan would be called for, with all its associated uncertainties.³⁸ That this was the end point to which the conventional way of conducting policy almost led us would in itself seem a powerful argument for further refining the basic framework.

14.5 What might an adapted policy framework look like?

The greater emphasis put by central banks in recent decades on achieving price stability has already implied a significant lengthening of the policy horizon. Whereas policies of fine-tuning had previously focused on the immediate effects of monetary policy on output and employment, attention then shifted to the subsequent effects on inflation over the following one or two years. In view of the arguments presented in this paper, this fundamental shift in orientation to longer-term effects would not be called into question. Indeed, they lead to the conclusion that the policy horizon should be longer still, sufficient to see the full effects on prices of financial imbalances accumulated over many years.

Perhaps the greatest change required in a new framework would be to ensure that it rested firmly on ‘minimaxing’ rather than maximising principles. Recognising the costs of cumulating financial imbalances, constraints would have to be put on policies designed solely to deal with today’s problems, given that they risked creating significantly larger problems in the future. Clearly it would not be easy to convince those affected by higher interest rates that tightening was required, not to resist inflation over the traditional horizon, but to avoid an undesirable disinflation over a still longer period. Given this likelihood, it would be all the more important to have an institutional

38 Cf. Bernanke (2002).

framework to encourage an appropriate policy response to the growth of perceived imbalances.³⁹

Ensuring such a response would require both the robust identification of serious imbalances and the provision of institutional incentives to encourage monetary policymakers to respond. Neither of these would be easily provided. As regards the first, research work currently underway on financial stability indicators needs to be extended. Moreover, it ought to be more widely appreciated that potential damage to the proper functioning of the financial system need not be the only source of concern. Over-extended corporate and household balance sheets can also be the source of significant headwinds, reducing economic growth to levels well below potential. Concerning the second, providing incentives to policymakers, they should publicly express their intention to respond to emerging financial imbalances, even if this occasionally leads to an undershooting of near-term inflation targets. Indeed, there could be merit in understandings which shifted the burden of proof, so that policymakers had to explain publicly why they chose not to respond to what others might see as a dangerous build-up of such imbalances. To gain both government and broad public support for such an altered approach, an educational effort would clearly be required to convince people of the merits of the arguments for change set out above.

Following on these arguments, an altered framework for conducting monetary policy would demonstrate more symmetry over the credit cycle. There would be greater resistance to upswings. This in turn would obviate the need for asymmetric easing in the subsequent downturn and the problems arising from holding policy rates at very low levels for sustained periods. One important effect of more symmetric policies is that they would also serve to prevent financial imbalances from cumulating over time. This would then free the authorities' hands to respond appropriately to the upward phase of any given credit cycle, since there would be less fear of precipitating a crisis. In this way, a virtuous rather than a vicious circle might be more firmly established.

39 Cf. White (2005a). This too has a pre-war flavour. Lucas (1977, p. 8), notes: "The effort to 'explain business cycles' had been directed at identifying institutional sources of instability, with the hope that, once understood, these sources could be removed or their influence mitigated by appropriate institutional changes [...]. The abandonment of the effort to explain business cycles accompanied a belief that policy could effect immediate, or very short-term, movement of the economy from an undesirable current state, however arrived at, to a better state."

Turning broad statements of principle into practice constitutes another challenge with many facets. It is easy to identify impediments to change, but not so easy to see how they might be removed. That said, there are a number of suggestions that have already been made as to how policymakers might move forward.⁴⁰ Whether such actions will be taken will depend very much on the depth of the conviction that there is a problem that needs fixing. One hopes that it will not require a disorderly unwinding of current excesses to prove convincingly that we have indeed been on a dangerous path.

40 For a more focused and detailed consideration of these very practical issues, cf. Borio (2003); White (2004b, 2005a).

References

- Andersen, P., and W.R. White (1996), *The Macroeconomic Effects of Financial Sector Reforms: An Overview of Industrial Countries*, OECD Proceedings: Macroeconomic Policies and Structural Reform, Paris: OECD, pp. 59–104.
- Bernanke, B. S. (2002), *Deflation: Making Sure “It” Doesn’t Happen Here*, Remarks before the National Economists Club, Washington, DC, 21 November.
- BIS (1999), *69th Annual Report*, Basel: Bank for International Settlements.
- BIS (2003), *73rd Annual Report*, Basel: Bank for International Settlements.
- Blinder, A. (1988), The fall and rise of Keynesian economics, *Economic Record*, 64 (189), December, pp. 278–294.
- Blinder, A. (1999), *Central Banking in Theory and Practice*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Bordo, M. D., and B. Eichengreen (2000), Is the crisis problem growing more severe?, Paper presented at the Sveriges Riksbank conference on Asset Prices and Monetary Policy, Stockholm, June.
- Bordo, M. D., and A. Filardo (2005), Deflation in a historical perspective, Paper presented at the BIS conference on Understanding Low Inflation and Deflation, *BIS Working Papers*, 186, Basel: Bank for International Settlements.
- Borio, C. E. V. (2003), Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?, *BIS Working Papers*, 128, Basel: Bank for International Settlements.
- Borio, C. E. V., and A. Filardo (2004), Looking back at the international deflation record, *North American Journal of Economics and Finance*, 15, pp. 287–311. Also available in an expanded version as: Back to the future? Assessing the deflation record, *BIS Working Papers*, 152, Basel: Bank for International Settlements.
- Borio, C. E. V., and A. Filardo (2006), Globalisation and inflation: new cross-country evidence on the global determinants of domestic inflation, *BIS Working Papers*, forthcoming, Basel: Bank for International Settlements.
- Borio, C. E. V., C. Furfine and P. Lowe (2001), Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options, *BIS Working Papers*, 1, Basel: Bank for International Settlements, pp. 1–57.
- Borio, C. E. V. and W. White (2004), Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes, *BIS Working Papers*, 147, Basel: Bank for International Settlements.
- Cochran, J. P., and F. R. Glahe (1999), *The Hayek-Keynes Debate: Lessons for Current Business Cycle Research*, Lewiston, NY: Edwin Mellen Press.
- Dhyne, E., L. Álvarez, H. Le Bihan, G. Veronese, D. Dias, J. Hoffmann, N. Jonker, P. Lünne-mann, F. Rumler and J. Vilmunen (2005), Price setting in the euro area: some stylized facts from individual consumer price data, *ECB Working Paper Series*, 524, Frankfurt am Main: European Central Bank.
- Eichengreen, B., and K. Mitchener (2003), The Great Depression as a credit boom gone wrong, *BIS Working Papers*, 137, Basel: Bank for International Settlements.
- European Central Bank (2005), Asset price bubbles and monetary policy, *ECB Monthly Bulletin*, April, pp. 47–60.
- Friedman, M. (1968), The role of monetary policy, *American Economic Review*, 58 (1), pp. 1–17.
- Galati, G., and W. R. Melick (2006), The evolving inflation process: an overview, *BIS Working Papers*, 196, Basel: Bank for International Settlements.

Hayek, F. A. (1974), *A Discussion with Friedrich Hayek*, Washington, DC: American Enterprise Institute.

Hayek, F. A. (1975), Full Employment at any Price, *IEA Occasional Paper*, 45, London: The Institute of Economic Affairs.

Hicks, J. (1967), *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford: Clarendon Press.

Issing, O. (2004), The ECB and the euro – the first five years, *IEA Occasional Paper*, 134, London: The Institute of Economic Affairs.

Keynes, J. M. (1920), *The Economic Consequences of the Peace*, London: Macmillan.

Laidler, D. (1999), *Fabricating the Keynesian Revolution: Studies of the Inter-War Literature on Money, the Cycle, and Unemployment*, Cambridge: Cambridge University Press.

Leijonhufvud, A. (1968), *On Keynesian Economics and the Economics of Keynes: A Study in Monetary Theory*, New York: Oxford University Press.

Lucas, R. E. (1977), Understanding business cycles, in: Stabilization of the domestic and international economy, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, pp. 7–29.

Phelps, E. (1968), Money-wage dynamics and labor-market equilibrium, *Journal of Political Economy*, 76 (4/2), pp. 678–711.

Romer, C., and D. Romer (2002), The evolution of economic understanding and postwar stabilization policy, *NBER Working Paper Series*, 9274.

Selgin, G. (1997), Less than zero: the case for a falling price in a growing economy, *IEA, Hobart Papers*, 132, London: The Institute of Economic Affairs.

Summers, L. (1991), The scientific illusion in empirical macroeconomics, *Scandinavian Journal of Economics*, 93 (2), pp. 129–148.

White, W. R. (2002), Changing views on how best to conduct monetary policy, Speech held at the Central Bank Governors' Club Meeting, Nafplio, Greece, BIS Speeches, 18 October, <http://www.bis.org/speeches/sp021018.htm>.

White, W. R. (2004a), Are changes in financial structure extending safety nets?, *BIS Working Papers*, 145, Basel: Bank for International Settlements.

White, W. R. (2004b), Making macroprudential concerns operational, in: *Proceedings of the Symposium on Financial Stability Policy – Challenges in the Asian Era*, Held by De Nederlandsche Bank, Amsterdam, 25–26 October, pp. 47–62.

White, W. R. (2005a), Procyclicality in the financial system: do we need a new macrofinancial stabilization framework?, *Kiel Economic Policy Paper*, 2, September.

White, W. R. (2005b), Changes in productivity and competitiveness: impact on the international allocation of capital and global imbalances, in: *International Symposium: Productivity, Competitiveness and Globalisation*, 4 November, Paris: Banque de France, pp. 215–229.

15 Monetary policy under flexible exchange rates: an assessment¹

MANFRED J. M. NEUMANN

15.1 Introduction

Since the advent of floating in the early 1970s, we have learned that there is no ideal exchange rate system. The system of fixed rates does not deliver what its name promises if the economic policies of the home country or of major trading partners lack steadiness and consequently require larger adjustments of the exchange rate parity at infrequent intervals. Moreover, if the policy aims of the key currency country differ too much from its own, the home country's monetary policy may easily come under strain for having to adjust to either too expansionary a monetary policy, as under the late Bretton Woods system (1944–1973), or too austere a policy course as in the European Monetary System (EMS) (1979–1998).

The collapse of the Bretton Woods system provided the central banks of industrialised countries with an additional degree of freedom by no longer having to target closely the nominal exchange rate vis-à-vis the US dollar. The extra degree of freedom a free float offers to the home country is the potency of controlling domestic money creation. This is the dominant characteristic that made and continues to make flexible exchange rates attractive to central bankers. However, along with this potency goes the burden of responsibility for securing domestic price stability. As a consequence, monetary policy needs to be anchored credibly under floating by some kind of targeting of either money growth or inflation.

The short-run volatility of real exchange rates is higher under floating, and monetary policy is a contributing factor. A long-standing issue in this respect is whether exchange rates react excessively to policy shocks, overshooting the long-run equilibrium. Besides the typical characteristic of short-run volatility, real exchange rates have also shown larger swings over the medium term, tempting governments and central banks to try to manipulate exchange rates by direct intervention in foreign exchange markets. The high times of intervention were the late 1970s and the 1980s, when not only European countries and Japan took recourse to intervention, but even the United States

1 I would like to thank Ulrich Kohli and the participants of a workshop in Gerzensee for useful comments on an earlier draft.

became active and negotiated a pact of cooperation, the Plaza-Louvre accords. A general conclusion from those experiences is that floating has proven to be a preferable exchange rate arrangement for large countries in which monetary policy is primarily focused on maintaining price level stability, rather than on steadying the business cycle. As regards the long-term prospects of international exchange rate systems, finally, floating is likely to remain the dominant arrangement among the major industrialised countries. Small currencies, belonging to regional clubs, will tend to merge with neighbouring currencies, while the resulting joint currencies will float. A worldwide system of fixed exchange rates à la Bretton Woods is unlikely to be repeated, because it would require hegemonic leadership. Neither the United States nor Europe, not to mention China, would be able to secure that position.

15.2 The promises of floating

From a macroeconomic point of view, the principal promise of floating is that monetary policy can be used autonomously to stabilise the path of the price level as well as the economy. From a microeconomic point of view, a principal disadvantage is a higher short-run exchange rate risk, hence higher transaction costs.

In his famous ‘Case for flexible exchange rates’, Milton Friedman argued that flexible rates work as shock absorbers.² A negative foreign demand shock, for example, will hit domestic output with reduced force due to the partial price adjustment generated by an induced fall of the domestic currency’s exchange rate. The flexibility of the exchange rate substitutes for missing short-run flexibility of the price level. The higher the degree of short-run price or wage stickiness in an economy, the more valuable the exchange rate flexibility. In the alternative case of a fixed rate, the negative output and employment effect of an adverse foreign demand shock is larger and stays longer, resulting from an insufficient price adjustment plus an enforced deflationary move of the central bank, induced by the obligation of pegging the exchange rate. It is not only that monetary policy is not available for stabilisation, but that it may become procyclical. With fixed exchange rates, the burden of macroeconomic stabilisation is thus to be carried by fiscal policy. Unfortunately, due to legal and political constraints, fiscal policy is not well suited to fulfil this function, because it is a rather slow working instrument. Consequently, with respect to business cycle stabilisation, all depends on the working of the automatic fiscal stabilisers and on the gradual adjustment of wages and the

2 Friedman (1953).

price level. If external shocks were large or occurred in runs, the readjustment of the economy back to equilibrium may become a rather long, drawn-out process. As Bennett McCallum notes, flexible rates, by contrast, provide monetary policy with the ability of responding in a stabilising fashion.³ This is of value with respect to all shocks except for money demand shocks, which are accommodated automatically when the exchange rate is fixed. Note, however, that the availability of monetary policy for the purpose of short-run stabilisation is an advantage *in principle* that may not be of high value *in practice* given the limits to an adequate, timely observation of the shocks at work.

The stabilising properties and policy options of flexible exchange rates are restated by Maurice Obstfeld and Kenneth Rogoff, who analyse the optimal monetary policy response to productivity shocks within a micro-founded general equilibrium model of the open economy.⁴ One crucial characteristic is the degree of pass-through of exchange rate fluctuations into prices.⁵ The smaller it is, the less the economy is cushioned against external shocks and, consequently, the greater the potential for welfare gains from international policy cooperation. Note that the case for flexible exchange rates as shock absorbers becomes weaker if sector-specific shocks come into play. When firms producing the same type of goods – automobiles for example – are located in different countries and a shock moves the exchange rate, inefficiency arises because the exchange rate response changes the relative price between competing brands.⁶

The most important aspect of the autonomy of monetary policy provided by flexible exchange rates is the freedom to choose the expansion path for money, and hence ultimately for the price level and inflation. To most central bankers who aim at price stability, this is the decisive advantage of flexible over fixed rates. They take it for granted that price stability can be achieved if they enjoy a status of independence from government and faithfully do their job. Quite a few academic economists, however, are quick to give the price stability award to the regime of fixed rates, arguing that fixing the exchange rate “provides a credible nominal anchor for monetary policy”.⁷ Certainly, this is not a generally valid argument. A fixed rate forces the central bank to align its monetary expansion path to that of the key currency country and, in so doing, import that country’s inflation rate by and large. This means that

3 McCallum (1995).

4 Obstfeld and Rogoff (2000).

5 Corsetti and Pesenti (2001).

6 Tille (2002).

7 Frankel (1999).

domestic monetary policy is anchored by foreign monetary policy. However, such an arrangement will not guarantee price stability if the key currency country does not or cannot credibly commit to that objective. Put differently, if the key currency country is able to make a credible commitment, then any other country should essentially be able to do the same, although it may require changing domestic institutions and may take some time until credibility is achieved. There is thus no fundamental need to fix the exchange rate in order to anchor monetary policy credibly. Now, one might argue that a weak political constitution may hinder the authorities of a country in committing credibly to price stability, thereby making pegging to a stable key currency an attractive quick fix for the problem. Why should an exchange rate peg – that can be changed any day – be more credible?

The regime of floating is superior to exchange rate fixing, provided monetary policy is credibly anchored by the adoption of some variant of monetary or inflation targeting. An advantage of targeting money growth or inflation is that once the strategy is credibly established, it provides leeway for the short-run stabilisation of the business cycle. Nevertheless, depending on historical circumstances, it might be of advantage to a small country to anchor inflation expectations by pegging to a proven stable key currency instead of introducing a framework for inflation or money targeting of its own. A famous example was Austria's 'hard currency policy' of pegging the shilling to the German mark from 1980 to 1999 within an extremely small margin.

15.3 The switch to flexible rates in 1973

When many industrialised countries switched from fixing the exchange rate against the US dollar to floating in the early 1970s, this was not a voluntary decision derived from a comparative evaluation of alternative exchange rate systems. It was rather 'an act in self-defence' aimed at regaining the power of controlling the pace of money creation and, consequently, of the domestic price level.⁸

By early 1973 at the latest, European central bankers had come to the conclusion that the collapse of the fixed rates system of Bretton Woods could no longer be avoided. The system had been founded on the principle of gold convertibility for the dollar. By the mid-1960s, however, the total net liabilities of the United States vis-à-vis central banks had exceeded the value of its gold reserves, valued at the official price of 35 US dollars per ounce. The dollar became overvalued and needed to be devalued by an increase in the official

⁸ Emminger (1986).

gold price. Moreover, for various reasons – probably the most important one being the need to finance the Vietnam War – the fiscal and monetary stance of the United States became even more expansionary during the second half of the 1960s, accelerating the pace of international reserve creation by the US. As a result, speculative capital flows from the dollar into the currencies of Japan and Germany as well as other European currencies became virulent, creating intense pressure to appreciate vis-à-vis the dollar. Although, at the time, the US held “an extreme version” of its principle of “benign neglect”,⁹ it finally agreed that measures – such as the suspension of the dollar’s gold convertibility and the official devaluation of the dollar as part of the Smithsonian Agreement of December 1971 – had to be taken to avoid a long-lasting international crisis of confidence in the dollar. With hindsight, the main source of the dollar problem, i.e. the overly expansionary stance of US domestic policies, was not tackled. As a result, the final collapse of the Bretton Woods system could not be avoided. When this happened early in 1973 – the Swiss National Bank ceased intervention in support of the dollar as a temporary measure on 23 January, the Deutsche Bundesbank and other European central banks followed on 2 March – the switch to floating was accepted with mixed feelings by most central bankers. One of the few exceptions was Otmar Emminger who, in the late 1960s, had come to the conclusion that floating would eventually become unavoidable.

Floating had to be a managed one, of course; a clean float was good for textbooks. This became the accepted doctrine among central bankers. Which currencies floated the most? Table 15.1 provides information on the volatility of exchange rates for six major currencies of industrialised countries.¹⁰ Applying the methodology of Guillermo Calvo and Carmen Reinhart,¹¹ the unconditional probabilities that the monthly exchange rate changes exceed a given threshold are computed. The greater the probability of the monthly variation in the exchange rate (irrespective of its sign) exceeding 1 percent, the higher the degree of a currency’s floating.

Table 15.1 indicates that the four leading currencies – dollar, mark/euro, yen and sterling – floated independently, although not unmanaged; the computed probabilities are markedly below unity. Interestingly, no major change in the probabilities of larger exchange rate changes occurred between the

9 James (1996).

10 All data used in this study are taken from IMF (various years), with the exception of the data on central bank intervention, which were provided by the Federal Reserve and the Deutsche Bundesbank.

11 Calvo and Reinhart (2000).

Table 15.1
Exchange rate volatility

	Vis-à-vis			
	US dollar		German mark/euro	
	1973–1983	1984–2004	1973–1983	1984–2004
US dollar			0.71	0.75
German mark/euro	0.71	0.75		
Yen	0.66	0.68	0.69	0.73
Sterling	0.67	0.70	0.83	0.85
Canadian dollar	0.29	0.38	0.73	0.74
Swiss franc	0.71	0.75	0.51	0.30

Source: Footnote 10.

early period of high inflation (1973–1983) and the more recent period of low inflation (1984–2004). Table 15.1 also reveals that the Canadian dollar has mostly shadowed the US dollar; the probability of larger exchange rate changes vis-à-vis the dollar is less than half than vis-à-vis the mark/euro. Similarly and not unexpectedly, the Swiss franc appears to have floated with the mark/euro, all the more so since the mid-1980s.

15.4 Anchoring inflation expectations

15.4.1 *The nature of the problem*

In the absence of a binding exchange rate constraint, the monetary authorities are essentially free to choose any monetary expansion path, provided they are ready for the consequences with respect to inflation. Since private agents understand the problem that monetary policy lacks a nominal anchor under floating, excessive inflation expectations may build up if the authorities fail to provide credible guidance for expectations as regards their intentions and implementation procedures.

The need for a credible commitment of monetary policy to price stability is an issue beyond exchange rate management. Its essence is to anchor the inflation expectations of market participants at the preferred inflation level by credible policy behaviour. Monetary authorities that promise a monetary policy course aimed at maintaining price stability, but that take the liberty of deviating time and again from the announced path by letting money grow faster than is consistent with the official objective, cannot gain credibility. Rational market participants will monitor the policy implementation as

closely as possible in order to learn about the underlying true objective function and to exploit that knowledge in forming expectations about the future policy course. As a result, inflation expectations will not settle at the desired official level, but go beyond it, and this in turn will force rational authorities to validate the excessive expectations by a sufficiently high average level of money growth in order to avoid a recession being generated. The unfortunate equilibrium outcome of this rational policy game would be persistently higher inflation than desired.¹²

The principal solutions to this famous problem of time inconsistency are as follows:

1. Put the focus of monetary policy on the objective of maintaining price stability.
2. Do without an ambitious output or employment goal beyond the natural rate level.
3. Behave as announced.
4. Deviate only for the purpose of business stabilisation, preferably only in the rare cases where market participants would approve, i. e. in the case of a marked recession or a strong boom.
5. Be as transparent as possible with respect to aims, expectations and actions.

More specifically, where a long-standing policy record of persistently low inflation is missing, the adoption of an easy-to-monitor targeting rule may help to anchor inflation expectations and gain credibility. The essential condition is that the targeting rule be consistent with the authorities' true objective function.

15.4.2 Historical solutions

A look at selected historical examples of solving the nominal anchor problem after the advent of floating is instructive. In the mid-1970s, many central bankers understood that maintaining price stability required binding monetary policy by some rule. Apart from Milton Friedman's *k*-percent money rule, however, there was no easy-to-copy operational model available. Friedman's rule of constant money growth was politically too demanding, as it did not allow for any contingencies. Yet it served as an intellectual guide to the Bundesbank and the SNB.¹³ German and Swiss central bankers were convinced that curbing inflation required controlling money growth in an

¹² Barro and Gordon (1983).

¹³ By mid-1970, the Bundesbank's Central Bank Council had already held a confidential debate on the desirability of Friedman's rule. Cf. Neumann (1999), p. 300.

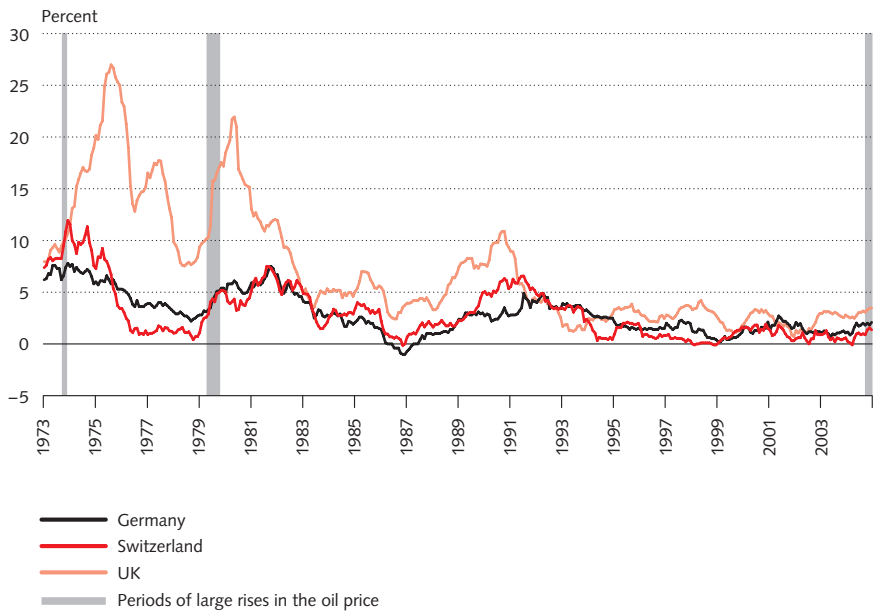
efficient and transparent fashion, and that this had become possible after the collapse of the tight exchange rate constraints of Bretton Woods. Consequently, both central banks settled for similar variants of public targeting of money growth and announced the first annual targets at the end of 1974. Unlike other central banks, such as the Bank of England, they were in a position to do so, because both banks had long enjoyed a status of independence from government. Nevertheless, both banks saw to it that their governments backed their approach to monetary targeting.

In the United Kingdom, by contrast, monetary policy was run by the government. All decisions were taken by the Treasury, while the Bank of England implemented them. Moreover, the monetary explanation of inflation was a minority view at the time. Predominant was the Keynesian notion that inflation was caused by cost-push factors, foremost by wage push.¹⁴ Consequently, during the second half of the 1970s, the British government relied predominantly on income policies, notably on wage-price controls, albeit without much success. Inflation rose steeply to about 20 percent in 1980, hence much higher than in the US. During the 1980s, several attempts were made to contain inflation with targets for public sector borrowing and money growth. However, these targets did not become yardsticks, let alone binding constraints, for actual policies; on the contrary, they were repeatedly downplayed. Hence, the financial markets did not pay much attention to them when forming inflation expectations. It took the shock of having to abandon the membership of the sterling in the European Exchange Rate Mechanism (ERM) in late 1992, after less than two years' participation, for the UK to fundamentally reform its monetary policymaking. The British government decided to solve the problem of a missing nominal anchor by adopting the approach of direct inflation targeting. Although the Bank of England remained a government-dependent institution until very recently, the approach has proven successful.

In comparison to Germany and Switzerland, the UK came almost two decades late in fixing the nominal anchor problem. The price it had to pay for that was a much higher and more volatile domestic inflation (cf. graph 15.1). British inflation averaged 9.9 percent over the 1973–1992 period, compared to 3.5 percent for Germany and 3.8 for Switzerland.

14 Nelson (2004); Nelson and Nikolov (2004). The UK establishment “seemed to believe that inflation was always and everywhere a real phenomenon”. Cf. King (2000).

Graph 15.1
Inflation



Source: Footnote 10.

Monetary targeting at the Deutsche Bundesbank

When the Bundesbank announced a first annual target of 8 percent for the growth of the central bank money stock in late 1974, it declared that it intended to finance the growth of the economy in 1975 at a “declining rate of inflation” and that success would depend on whether its projection would be taken into consideration in wage and price decisions. The money target was intended “to act as a signpost”¹⁵ that would induce cost and price discipline.

From the beginning, the Bundesbank considered monetary targeting an experiment and, consequently, changed the details of the concept several times. For example, it started with a point target, then switched to an annual average target and settled finally with a target range for the average year-over-year growth rate in the fourth quarter of each year. As a rule, the target range was set at 3 percentage points, occasionally at 2 percentage points. Moreover, the target range was not considered absolutely binding; for example, serious overshooting happened in 1978 (by 3 percentage points) and 1992 (by 4

15 Schlesinger (1979).

percentage points). However, the Bundesbank was always careful to bring money growth back into the target range. It thus documented that it did not consider money targeting a game of empty numbers, but that it took it seriously. This added to its credibility.

Precisely because of its aim of providing guidance to inflation expectations, the Bundesbank explained to the public at the end of each year from which assumptions it derived the annual money target for the following year and used the quantity equation of money for that purpose. Over the first ten years of practice, each annual target was computed as the sum of the rate of 'unavoidable' price rises plus the expected growth of normal output and the expected change in capacity utilisation minus the expected change of velocity. The concept of an unavoidable price rise served to signal that the Bundesbank did not long for an overly ambitious low level of inflation for the short run; at the same time, this normative value was always set below the most recently observed actual inflation rate. This way, the intention was signalled to disinflate the economy gradually. When this had been achieved by the mid-1980s, the concept of unavoidable price rises was replaced by the medium-run inflation objective of 2 percent. This normative value was never changed thereafter and monetary targeting became medium-term oriented.

Summing up, the Bundesbank's approach to targeting money growth was intended to provide close guidance to inflation expectations from the start. This was achieved by explaining on an annual basis how the aim of maintaining price stability translated into an annual target for money growth; by giving hints as regards on what contingencies, such as larger exchange rate movements or unexpected changes of aggregate demand, the Bundesbank would steer money growth closer to the upper or the lower level of the target range; and, finally, by reviewing its success or failure as regards meeting the most recent annual target and providing reasoning on why that happened.

Monetary targeting at the Swiss National Bank

In parallel to the Bundesbank, the SNB announced its first money growth target of 6 percent for the M_1 money stock for 1975. During the first three years of targeting, the National Bank did not explain much about the derivation of the target value. Over time, the SNB became more open to the task of guiding inflation expectations by explaining in greater detail the derivation of its targets. However, it abstained from announcing target bands on the argument that a band would lead the public to expect that the SNB was able

to control money growth within a narrow margin.¹⁶ With hindsight, a decisive factor as regards being more transparent might have been the National Bank's unfortunate experience of 1978/1979, when monetary policy was subordinated to fighting a steep appreciation of the Swiss franc. In 1978, the SNB purchased dollars for more than 8 billion Swiss francs and sterilised no more than about 30 percent. As a result, the money target was overshoot by 11 percentage points. The dominance of exchange rate over monetary policy was officially underlined by an announced ceasing of monetary targeting for 1979 in favour of an exchange rate target vis-à-vis the German mark. This remained an episode, however.

The SNB resumed monetary targeting in 1980, replaced the target aggregate M_1 by the monetary base and, similar to the Bundesbank, experimented in various ways with its money targets during the following decades. There is no need to review the overall successful practice in detail here. Insightful historical accounts are provided by Georg Rich¹⁷ and Ernst Baltensperger (cf. chapter 11). Suffice it to say that the SNB switched from annual to medium-term targets of three to five years in the 1990s. The idea was to provide orientation as to which money growth trend rate appeared to be in line with the objective of keeping trend inflation at a level close to 1 percent and nevertheless securing the freedom for sufficient discretion in case of unexpected adverse movements of the exchange rate or the business cycle.

Summing up, the Swiss approach of providing a nominal anchor by means of monetary targeting has served its purpose quite well. This is all the more remarkable as the National Bank appears initially to have bothered somewhat less than the Bundesbank about precisely communicating, if not teaching, targets and the underlying assumptions to the public. The fact that the SNB has nevertheless been able to achieve an impressive stability record with respect to inflation over the past three decades can be taken as evidence that a willingness to take a firm monetary stance when necessary probably adds more to the credibility of a central bank than communicating everything in minute detail.

Inflation forecast targeting at the Bank of England

After the spectacular exit of the sterling from the ERM in the autumn of 1992, the British authorities decided that a framework for monetary policy was required; one that would serve as a nominal anchor and provide credibility

¹⁶ Schiltknecht (1983).

¹⁷ Rich (2003).

as regards the government's intention of keeping the objective of price stability the overriding objective. Following the example of other Anglo-Saxon countries, targeting was directed at the ultimate objective itself rather than money growth or some other intermediate variable. The essence of inflation targeting is as follows:

1. Choose a target range for the future rate of inflation.
2. Forecast inflation over the relevant period of monetary policy transmission.
3. Choose the current policy stance such that the forecasted rate of inflation does not stay outside the target range.

As a rule, inflation targeting is directed at a time horizon beyond one year; in the British case, two years. Technically speaking, solid forecasting of inflation is indispensable to successful policy making. Securing credibility, however, also involves convincing the public by means of extensive reporting that the current actions are appropriate to ensuring that future inflation will remain within the target range.

In contrast to practice in the euro area, the British inflation target, as well as the target range, is determined by the Treasury. The Bank of England is instrument-independent, rather than goal-independent. The mid-range target was initially set at 2.5 percent, applied to a retail price index. More recently, it was lowered to 2 percent based on a harmonised consumer price index. Also, there has been some experimenting with the target range. In the early 1990s, the range was set at 1–4 percent; then the range was abolished for several years, but in 2005, it was set at 1–3 percent.

Conclusion

The different monetary frameworks chosen by Germany, Switzerland and the United Kingdom to anchor inflation expectations under the conditions of floating have served their main purpose well. Trend inflation declined to the low normative levels desired and has been kept there in the three countries for more than a decade. From a short-run point of view, the details of targeting procedures make a difference, from a medium to long-term view they appear to matter a lot less once credibility has been secured. Like the Deutsche Bundesbank, the SNB had already enjoyed the reputation of taking the objective of price stability seriously before the 1973 switch to floating, and has been able to maintain that reputation by means of its strategy of targeting money, and more recently by paying more attention to a forecasted deviation of medium to long-run inflation from the inflation objective of 2 percent. For lack of a credible nominal anchor, the Bank of England had no such reputa-

tion when floating started, nor did it build one due to its government dependence. It had to wait until the British government was ready for it.

15.5 On the impact of monetary policy on exchange rates

Economists have developed various theories of how monetary policy is transmitted to the exchange rate, such as the purchasing power parity theory, the asset market theory, the portfolio balance theory or the full-blown Obstfeld macroeconomic model of a small open economy. Unfortunately, none of these theories lend themselves easily to a sufficiently precise empirical modelling that would allow reliable exchange rate forecasts and the corresponding impact of monetary policy to be derived. On the contrary, if the focus is put on policy-relevant time horizons of up to about nine months, no economic model is able to outperform the naïve random walk model, which implies that today's exchange rate is the best forecast for tomorrow. This disappointing early result by Richard Meese and Kenneth Rogoff has served as a challenge to develop small empirical models that are broadly in line with the theory of international macroeconomics, but without explicitly modelling all of its characteristics.¹⁸

A stylised fact of floating is that real exchange rates exhibit a markedly higher short-run volatility than under Bretton Woods, which is not just the reflection of a higher volatility of macroeconomic fundamentals, such as money supplies, gross domestic products or outstanding government debts. The question is whether this 'excess' volatility reflects an overshooting of the exchange rate in the short term over its long-run equilibrium. The notion of overshooting has become an established one since Rudiger Dornbusch proposed a compact theoretical model that combines the long-run assumption of purchasing power parity with the arbitrage theorem of uncovered interest parity, in other words the equivalence of the expected short-run change of the exchange rate with the short-term interest differential, home versus foreign rate.¹⁹ The model implies that an unpredicted move by the domestic central bank to a more restrictive stance of monetary policy, if expected to persist, would strongly appreciate the currency on the spot, and by more than is required in long-run equilibrium by purchasing power parity. As a result, the central bank would generate the expectation of a depreciation when it surprises the exchange market with a restrictive policy shock.

Dornbusch's theorem of overshooting requires that the adjustment of goods prices be hampered in the short run by some rigidity. This is a realistic

¹⁸ Meese and Rogoff (1983).

¹⁹ Dornbusch (1976).

assumption. As Jeffrey Frankel has shown with a more elaborate model, the phenomenon of overshooting implies a positive correlation between the real exchange rate and the real interest differential.²⁰ Using data from the 1970s for the dollar/mark rate, his estimates imply that overshooting is sizeable, amounting to approximately 20 percent of the long-run adjustment. Note, however, that the correlation between the real exchange rate and the real interest differential is not a strong one and varies quite significantly over time and currencies.²¹ This challenges the notion that overshooting is an important phenomenon.

Moreover, from the central banker's point of view, a temporary overshoot should be less of a problem if there were reason to assume that the total response of the exchange rate to a monetary policy shock were completed within a few weeks or at best months. Surprisingly, a series of empirical studies suggests that the response may stretch over years rather than months. For example, studying the post Bretton Woods period of 1973–1992 with a seven-variable structural vector autoregression (VAR) model, Martin Eichenbaum and Charles Evans find that the peak response to a US monetary policy shock shows up after two years in the dollar/mark rate and after almost three years in the dollar/sterling rate, while the total response takes five to six years.²² Similar results were reported in earlier studies.²³ By contrast, Richard Clarida and Jordi Gali find a less delayed exchange rate adjustment from a VAR model with three variables (relative inflation, relative output growth and the real exchange rate change).²⁴ Their estimates of the dollar/mark rate and the dollar/yen rate suggest that it takes three to four quarters until the nominal exchange rate peaks in response to a monetary policy shock, while the total response still stretches over three to four years. Similarly, Soyoung Kim and Nouriel Roubini find from estimates of a seven-variable VAR model that the peak response occurs after two to three quarters, while the total response runs up to four years.²⁵

On what grounds may it be plausible that the overshooting of the exchange rate does not show up as an immediate jump on impact, as the Dornbusch model implies, but takes time to rise to peak over several quarters? The latter outcome of empirical studies is difficult to accept, because by logical neces-

20 Frankel (1979).

21 Rogoff (2002).

22 Eichenbaum and Evans (1995).

23 Grilli and Roubini (1996).

24 Clarida and Gali (1994).

25 Kim and Roubini (2000).

sity, the overshoot of the exchange rate must be largest when the prices in the goods markets have not yet responded to a money or other shock, and this is possible in the shortest run only. Once the goods prices begin moving, the initial pressure on the exchange rate starts to decline. So far, nobody has come up with a convincing theoretical explanation of what the empirical literature reports.

Given that the empirical observations of long delays are extracted from the data by employing a specific methodology, it cannot be ruled out that they are artefacts. A crucial aspect of structural VAR models is the assumptions made as regards the recursive ordering of the empirical variables and the identification of the exogenous shocks, notably the monetary policy shocks. For example, in a study of six exchange rates over the sample period of 1974–1992, Kim and Roubini focus on a data vector which, in addition to four domestic variables (a short-term interest rate, a money stock, the consumer price index and industrial production), includes the world oil price, the Federal Reserve's federal funds rate and the dollar's exchange rate.²⁶ The authors assume a reaction function for money that precludes the central banks from responding to contemporaneous observations on production, prices and the federal funds rate. While an information delay of one month is the statistical norm with respect to production and prices, it is counterfactual to assume that central banks receive information about changes in the Federal Reserve's policy variable with any noticeable delay. As the authors themselves note, this assumption is unwarranted given the high speed of information dissemination about policy actions and financial sector events.

Generally speaking, it seems more appropriate to allow for some simultaneity in the estimation among the short-term interest rates, domestic and foreign, and the bilateral exchange rate. On the other hand, a loosening of the recursive ordering assumption comes at the cost of reduced identifiability. It is no longer possible to uniquely identify the innovations in the policy variable, hence the discretionary moves of monetary policy. Instead, one receives a range of empirical solutions that may then be searched by some method of inference. Jon Faust and John Rogers²⁷ have tried this, relying on an approach to inference developed by Faust.²⁸ They re-estimate the seven-variable VAR of Eichenbaum and Evans for the dollar/mark and the dollar/sterling exchange rates and allow for limited simultaneity among the financial variables.²⁹

26 Kim and Roubini (2000).

27 Faust and Rogers (2003).

28 Faust (1998).

29 Eichenbaum and Evans (1995).

Searching over the resulting wider range of admissible identifications, they find that, for both exchange rate variables, the Dornbusch hypothesis of an immediate jump-to-peak response cannot be rejected. This is an interesting, while certainly not strong, result given that the estimated admissible time horizons run up to three years.

Summing up, the empirical investigation of the contribution of monetary policy shocks to the short-run variability of nominal and real exchange rates has led to considerable differences in results, depending on the currencies and periods investigated. It seems that much less than half of the short-run volatility of exchange rates is attributable to monetary policies. In line with this, the overshooting of exchange rates does not appear to be a dominant phenomenon.

15.6 The temptation and burden of intervention

Although the breakdown of the Bretton Woods system was technically completed by discontinuing intervention in support of the dollar, this did not mean that the authorities of any major country were longing for a clean float. A number of countries of the European Community decided in 1973 to keep their bilateral exchange rates within narrow margins, but to float as a block against the dollar. The currency block became known as the 'mini snake' and formed the early nucleus of the EMS that started operations in 1979. As regards exchange rate relations vis-à-vis the dollar, the prevailing view was that floating would enable market forces to dissolve major misalignments and prevent the build-up of new ones. Infrequent intervention would nevertheless play a useful role as a convenient tool both in achieving 'orderly' market conditions, in other words less short-run fluctuation of exchange rates around medium-run trends, and in smoothing out 'excessive swings' of exchange rates over the medium term.

While it was generally acknowledged by central bankers, less so by politicians, that the more ambitious attempt at influencing long-run exchange market trends by non-sterilised intervention carried the danger of losing control over the money expansion trend, the temptation to try manipulating exchange rates vis-à-vis the dollar endured. Intervention thus remained on the agenda of the major central banks during the second half of the 1970s and cropped up time and again during the 1980s. Even the US authorities did not abstain completely, but contributed on several occasions to coordinated intervention, albeit mostly on a rather modest scale.

15.6.1 *Is intervention effective?*

Since the aim of intervening in foreign exchange markets is to achieve a predictable and lasting effect on the exchange rate, the effectiveness of intervention has been studied by many authors for major currencies, such as the German mark, the yen, the sterling or the Swiss franc. Key questions of the literature have been:

1. Does intervention have lasting effects even when it is sterilised by a domestic open market operation?
2. Are the effects to be attributed to an intervention-induced change in the relative international stock supply of bonds or rather to a signalling effect on the markets' expectations as regards future policy behaviour?
3. Does the size of the effect on the exchange rate depend on whether intervention is coordinated between central banks?

A cursory look at the collected evidence may be useful.

All forms of intervention change the central bank's stock of foreign assets, hence too the domestic stock supply of base money. This impacts on the exchange rate, the relative price of domestic versus foreign money. However, if the central bank immediately sterilises the purchase of foreign reserves by selling domestic bonds in equal amount in the open market, the stock of base money remains unchanged. In that case it requires a non-monetary channel to nevertheless achieve an impact on the exchange rate. Portfolio balance theory provides such a channel: given that the sterilised purchase of foreign currency raises the stock supply of domestic currency bonds as well as the stock demand for foreign currency bonds, the expected excess return on domestic currency assets will have to rise in order to establish a new portfolio equilibrium, and this comes about by a depreciation of the domestic currency. The portfolio balance effect of sterilised intervention on exchange rates has been studied extensively with data for different currencies, but the literature has been "summarily unsuccessful" in establishing a significant link between relative international bond supplies and a measure of exchange rate risk.³⁰

However, sterilised intervention may impact on the exchange rate via an information effect. The observation that a central bank intervenes might be taken by the forward-looking agents as a signal about the future course of monetary policy.³¹ Based on the innocuous assumption that central banks have inside information about their future policy course, they may use the actual intervention operations to signal that information to the market. The

30 Lewis (1995).

31 Mussa (1981).

resulting adjustment of exchange rate expectations would immediately enforce a corresponding change in the exchange rate.

The signalling hypothesis has been tested in various studies, mostly with weekly, daily or even intraday data on intervention in the mark/dollar, yen/dollar or Swiss franc/dollar markets. Hali Edison provides an overview of the early literature.³² For example, Kathryn Dominguez reports that intervention conducted by the Federal Reserve during the time interval between the first monthly announcement about the level of the money stock and the revised final announcement helps to predict money supply surprises, albeit only for periods where the credibility of the Federal Reserve is high.³³ She and Jeffrey Frankel estimate a portfolio balance equation supplemented by a non-rational exchange rate expectations equation.³⁴ They find that intervention affects the exchange rate; more importantly, they appear to come up with evidence in support of the signalling hypothesis. Using survey data as expectations proxy, they show that information about intervention operations improves exchange rate predictions. However, they also find that official announcements that are not backed by intervention appear to have at least as strong an effect. Moreover, as Karen Lewis notes, the survey measures are non-rational; hence it remains an open question whether interventions actually serve as signals about future monetary policy.³⁵ Other studies of the signalling hypothesis have investigated whether the effect of intervention on the exchange rate lasts over time, which is the case if the time unit studied is hours or days, rather than months. For example, Richard Payne and Paolo Vitale study sterilised intraday intervention operations by the SNB and find that the exchange rate effect is persistent over a few hours.³⁶ Similarly, Rasmus Fatum and Michael Hutchinson observe for the Bank of Japan that intervention is effective over an interval of two to five days.³⁷ While interesting, these studies do not provide a test of a signalling of future policy changes by means of intervention. A more straightforward approach to testing the signalling hypothesis is to check whether intervention is followed by corresponding changes in monetary policy. For example, Michael Klein and Eric Rosengren study the Federal Reserve's discount rate policy and conclude that intervention operations did not precede changes in the discount rate.³⁸

32 Edison (1993).

33 Dominguez (1992).

34 Dominguez and Frankel (1993).

35 Lewis (1995).

36 Payne and Vitale (2002).

37 Fatum and Hutchinson (2006).

38 Klein and Rosengren (1991).

In sum, the evidence in support of the signalling hypothesis is inconclusive at best. Recall that the hypothesis had been invented in order to rationalise why sterilised intervention might be effective.³⁹ But what is so special about sterilised intervention in foreign exchange markets that makes such operations unique carriers of information about intended future changes of monetary policy? In principle, a sterilisation of loans to the banking sector by open market sales of domestic bonds should serve that purpose equally well.⁴⁰ More importantly, most central banks kept their intervention operations strictly confidential throughout the 1970s and 1980s, the SNB being an exception.⁴¹ Had those central banks intended signalling future monetary policy by intervening in the foreign exchange markets, they would have intervened openly. However, in the early 1980s, most central bankers believed that secrecy as regards the timing and the size of intervention operations was indispensable. The main arguments were:

1. Intervention would achieve larger and longer-lasting effects on the exchange rate if market participants got the impression that a desired move of the exchange rate had been brought about by market forces, rather than by central bank action.
2. Publishing the data with little lag could encourage the build-up of adverse expectations as regards the viability of the declared monetary policy course.

In conclusion, the signalling hypothesis is a misleading interpretation of reality. In fact, there is no need for it because, as a rule, intervention is neither immediately nor completely sterilised if abstracted from the sterilisation routine of the Federal Reserve. For most central banks, intervention starts non-sterilised. Some time elapses between intervention and consecutive sterilisation, from minutes to hours and days to months, and the realised degree of sterilisation neither equals 100 percent nor any other fixed percentage, but is likely to vary over time, depending on the specifics of the actual state of the policy path. True, several empirical studies of the 1980s concluded that central banks do indeed sterilise intervention to a high degree.⁴² However, for lack of intervention data, most studies were based on the observed monthly changes in the central banks' international reserves as a proxy for intervention.

39 Bordo and Schwartz (1991).

40 Obstfeld (1990).

41 For example, when receiving the Bundesbank's intervention data to investigate the Bundesbank's reaction function (Neumann, 1984), the author had to assure that he would not publish them. This has changed.

42 Edison (1993).

Unfortunately, international reserves are a bad proxy, because they change for several other reasons, too, such as interest accrual, commercial transactions for the government and valuation effects from marking to the market. Also, the monthly time unit is too long if intervention is carried during the first few days, while counter operations in the domestic market follow two weeks later. Thus the results of those studies cannot shed decisive light on the actual degree of simultaneous sterilisation.

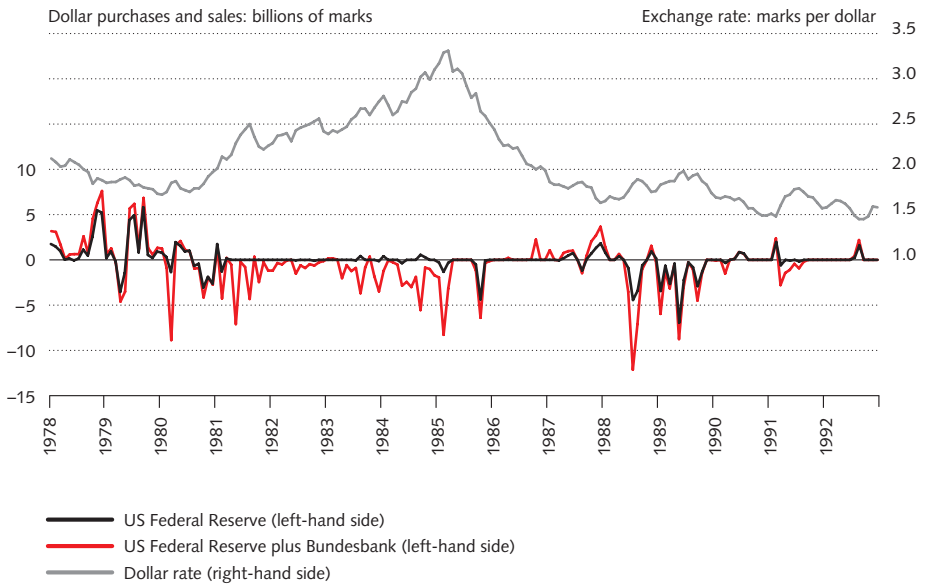
It seems fair to conclude that the accumulated evidence on the effectiveness of sterilised intervention as regards the impact on exchange rates is not conclusive. While it cannot flatly be denied that intervention impacts on the exchange rate, the effects appear to be very small and rather short-lived.

15.6.2 Two major episodes

Under a regime of floating, central bankers are tempted to cap larger exchange rate swings by intervention, notably real appreciation, if only to pacify domestic export industries. Two aspects are noteworthy here. First, since the exchange rate is the relative price of two currencies, to ‘lean against the wind’ of domestic appreciation is to lean against the wind of foreign depreciation. Consequently, the repeated attempt at manipulating the exchange rate by intervention, rather than by changing the speed of domestic money creation can hardly be conducted without the principal consent of foreign authorities if political tensions are to be avoided. This may explain the heated international debate about exchange rates, interest rates, public debt and inflation that took place during the first two decades of floating. Second, in order to be able to control domestic money creation, central banks must make provisions for a sufficiently large sterilisation capacity in their balance sheets, since the attempt to smooth the exchange rate might lead to intervention flows that are too large in comparison to the desired level of money growth. For that reason, the Bundesbank raised the share of its total domestic assets from 39 percent in 1970 to 56 percent by 1980; similarly, although on a lower scale, the SNB raised the share of its domestic assets from 4 percent in 1970 to 11 percent by 1980, and 30 percent in 2005 (cf. chapters 8.1.3 and 4.6.5).

The high times of relatively frequent and large intervention were the 1970s and 1980s. Since then, most industrialised countries have abstained from larger operations. Exceptions have been the Bank of Japan, struggling to avoid deflation, and the member central banks of the EMS in the run up to monetary union. The dominant markets for intervention in support of or against the dollar were the mark/dollar and yen/dollar markets. The focus here will

Graph 15.2
Interventions in the mark/dollar market



Source: Footnote 10.

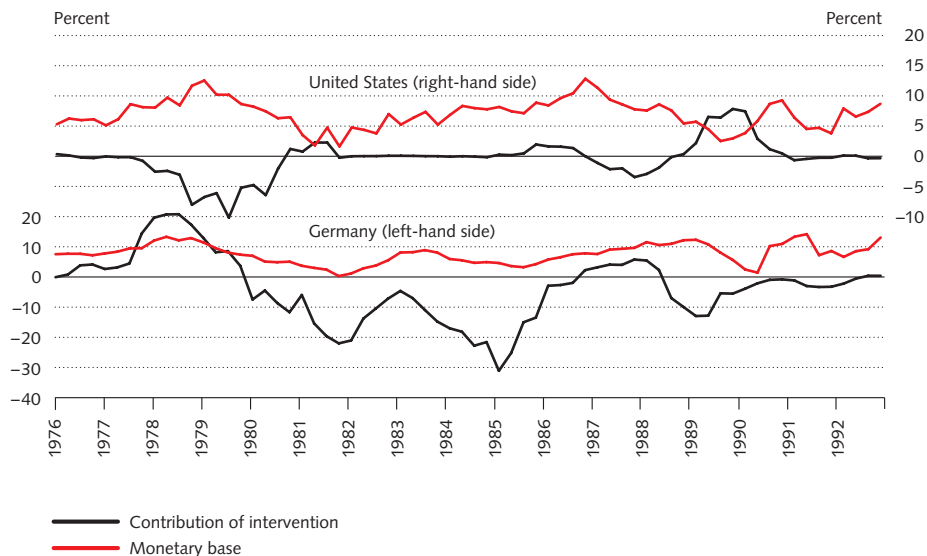
be on the mark/dollar market, using the intervention data provided by the Federal Reserve and the Bundesbank. Graph 15.2 shows the movement of the dollar from 1978 through 1992 and the concurrent intervention purchases or sales by the Bundesbank and the Federal Reserve/Treasury.⁴³ The dollar exhibits a huge swing, up from 1.72 German marks in early 1980 to 3.31 marks in March 1984 and down again to 1.45 in the autumn of 1992. Intervention took place quite frequently during those fifteen years, albeit on a modest scale for much of the time. There are two major episodes: 1977–1979 and 1985–1989.

15.6.3 The big US inflation: 1977–1979

After the oil-price-induced world recession of 1974/1975, the US government had not reduced its expansionary fiscal stance, but continued to run high budget deficits, accommodated by the Federal Reserve. The monetary base growth rose from 4 percent in 1975 to 12 percent in late 1978. In addition, the oil price more than doubled in 1979/1980. As a result, the US rate of

43 Note that similar to Japan, the authority as regards intervention lies with the US Treasury, while the Federal Reserve is responsible for the implementation.

Graph 15.3
Contribution of intervention to monetary base growth



Source: Footnote 10.

inflation that had declined to 5 percent by the end of 1976 started to rise again steeply, to 6.8 percent one year later, to 9 percent two years later and, finally, to the peak of 14.6 percent in March 1980, the highest rate since World War II. This huge wave of inflation generated a dramatic loss of confidence in the dollar, starting in 1977. Within just a few quarters, the effective exchange rate of the dollar fell by 20 percent, and this was reflected by a similarly strong appreciation of the mark and the yen, while the Swiss franc was pushed up by more than 30 percent. All major central banks, including the Federal Reserve, reacted by intervening heavily in support of the dollar. Their joint interventions totalled 26 billion dollars in 1977 and 50 billion in 1978. Eventually, the US authorities backed the attempt at slowing the fall of the dollar by setting up a stabilisation programme in late 1978, and the Federal Reserve changed to a pronounced restrictive monetary policy course, driving up the federal funds rate from 10 percent at the turn of the year 1978/1979 to a peak of 17.6 percent in April 1980.

How strongly the Federal Reserve intervened can be seen in graph 15.3. The black line indicates the percentage contribution of total intervention to base money creation. Buying dollars contributes negatively to the Federal Reserve's base money growth. By mid-1979, this restrictive contribution amounted to 10 percent of the monetary base, but was swamped by an even

stronger expansion of the Federal Reserve's purchase of government bonds. Hence the monetary base grew at a rate of 10 to 12 percent. The Federal Reserve's monetary policy was thus not aligned to the US Treasury's exchange rate policy – as though the exchange rate had nothing to do with the evolution of the fundamental factor base money.

Note that the US authorities responded rather late to the demands for energetic stabilisation measures by European countries and Japan. In concertation with other central banks, the Bundesbank had already begun to drive up its scale of intervention in support of the dollar in late 1977. The contribution of German intervention to base money growth rose to 21 percent during 1978, exceeding base money growth by 8 percentage points (cf. graph 15.3). Although sterilisation was achieved on a larger scale, there is no doubt that the Bundesbank and other European central banks would have followed a much less expansionary course in the absence of the attempt to stem dollar devaluation. The large overshooting of the monetary targets for 1978 – Bundesbank by 3.5 percent, SNB by 11 percent – is evidence that monetary policy in Europe was subordinate to exchange rate policy. Eventually, in early 1979, the European central banks adopted a more restrictive stance. This came too late, however, with respect to the central banks' overriding objective of maintaining price stability. Another wave of inflation had been fuelled for too long by money expansion, driving inflation from a low of 0.4 percent in Switzerland and 2.2 percent in Germany in the autumn of 1978 to a peak of 7.5 percent two years later in both countries.

15.6.4 The Plaza-Louvre experience: 1985–1989

The lesson of the late 1970s was that the decline of the dollar could not be halted, even though the central banks of industrialised countries intervened on a massive scale. Thus when the dollar turned around towards steep appreciation in late 1980, a common scepticism among academics and to some extent among central bankers was that intervention is an ineffective tool in the sense that it cannot be used to change the market trend.⁴⁴ There were differences in attitude among policymakers, however. The US authorities blatantly adopted a position of benign neglect: if the Europeans felt that the dollar was becoming too strong and intervention could be used to fight its appreciation, it was up to them to take action. The German position, by contrast, was that the large non-accommodated budget deficits, created by the first Reagan administration, were the heart of the problem, driving up US

44 Dominguez and Frankel (1993).

interest rates and the dollar. According to this view, a fiscal correction would have been required in the US. Intervention against the dollar, meanwhile, was believed to achieve nothing in terms of undoing the dollar's overvaluation; at best it could mitigate the path of dollar appreciation. In fact, the frequent dollar sales by the Bundesbank during 1984, totalling 22 billion German marks, appeared to have no sizeable effect on the exchange rate.

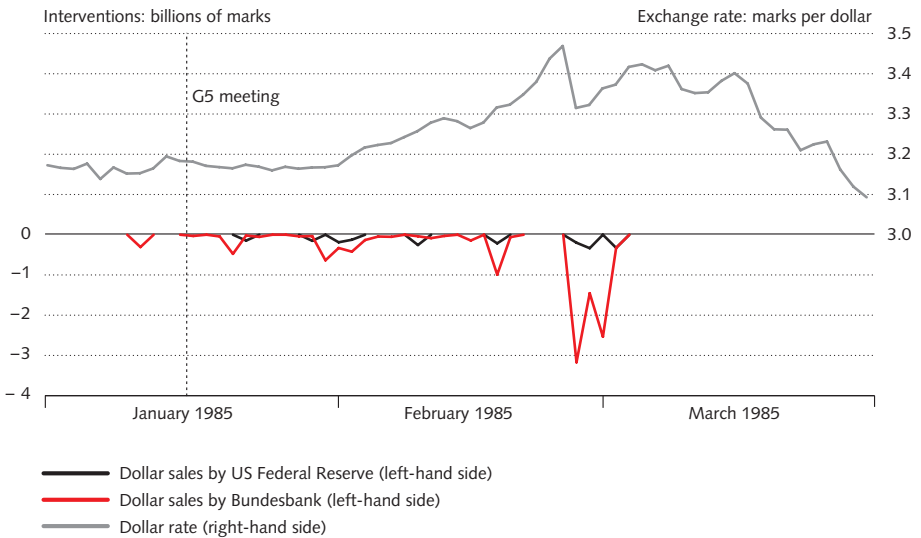
After several years of international political debate about the adequacy of the US macroeconomic policy course and the country's rising current account deficit, the US authorities changed position in late 1984 and decided to try international policy coordination, first and foremost intervention in exchange markets. At a meeting of the Group of Five (G5) in January 1985, it agreed "to undertake coordinated intervention in the markets as necessary".⁴⁵ The Bundesbank started to sell dollars, totalling 1.64 billion marks in January, with occasional symbolic support from the Federal Reserve. Initially, there was no visible response; the daily exchange rate moved narrowly between 3.16 and 3.18 marks per dollar (cf. graph 15.4). In February, the dollar began to rise again, climbing to 3.28 by mid-month and finally jumping in a few steps to the peak of 3.4690 on 26 February, the highest rate since 1971. The next day, the Bundesbank threw dollars worth 3.17 billion marks onto the market, the largest daily sale ever, and the Federal Reserve added 0.2 billion. The dollar fell immediately and sizeably by 0.155 marks to 3.32. Intervention continued for another three days, with the Bundesbank selling dollars equal to 1.44 billion per day and the Federal Reserve, 0.23 billion. Nevertheless, the dollar began to rise again, and after intervention ended on 4 March, the dollar jumped to 3.42 marks. This did not last, however. A few days later, the dollar began to fall steeply, arriving at 3.09 marks by the end of the month.

It required the famous G5 meeting of 22 September 1985 in New York's Plaza Hotel to achieve a serious commitment from the US as regards intervention on a larger scale.⁴⁶ At that time, the dollar was already down to 2.88 marks, hence by almost 20 percent. By then, however, the German commitment to intervention had begun to fade. The roles were thus reversed: the US and Japanese authorities sold dollars heavily for about a month, while the

45 Funabashi (1988).

46 In the conclusions of the meeting it was said: "The ministers of Finance and Central Bank Governors agreed that exchange rates should play a role in adjusting external imbalances. [...] They believe [...] that in view of the present and the prospective changes in fundamentals, some further orderly appreciation of the main non-dollar currencies against the dollar is desirable. They stand ready to cooperate more closely to encourage this when to do so would be helpful." Cf. Funabashi (1988), p. 263.

Graph 15.4
Intervention before Plaza Agreement

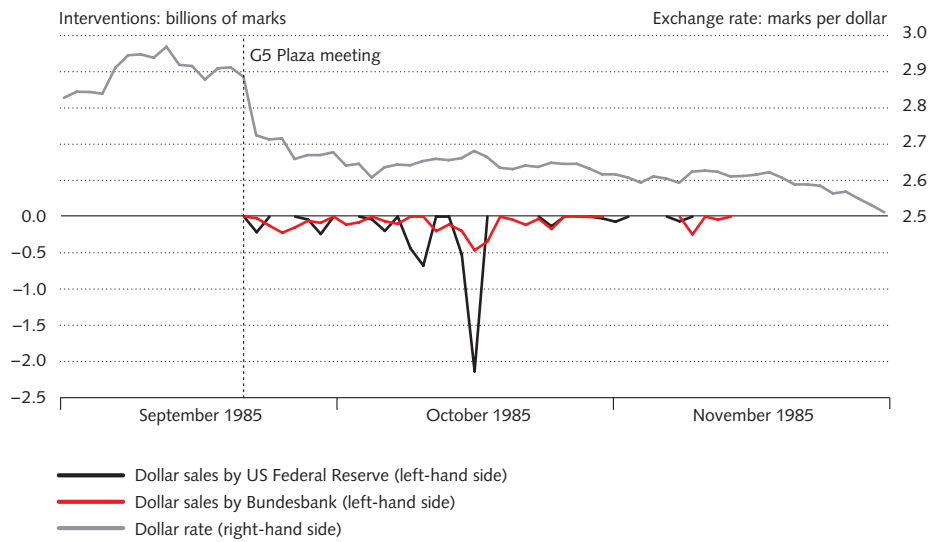


Source: Footnote 10.

Bundesbank operated on a very modest scale (cf. graph 15.5). Nevertheless, the mood among German and Japanese policymakers changed quickly, when the decline of the dollar continued through 1986. Concerns regarding competitiveness were raised, and it was argued that the dollar devaluation had become too large. Intervention was thus turned around, from selling to buying dollars (cf. graph 15.2). The dollar continued to slide, however, falling to 2.0 marks by year-end. This led the governments to make another attempt at negotiating macroeconomic cooperation among the G5. The result was the Louvre Accord of February 1987.

The Louvre Accord called for more balanced global growth, meaning again less fiscal expansion in the US, but more in Europe and Japan, as well as for a stabilisation of the exchange rates at the levels reached. A three-year interval of international exchange rate management began. To keep the dollar from sliding further, the Federal Reserve initiated a gradual tightening of its monetary stance and the central banks began buying dollars on a larger scale. Initially, the dollar moved sideways – until mid-1987 – but declined again by summer, reaching the historical low of 1.63 marks after the stock market crash of October 1987. In response to the crash, monetary policy was turned more expansionary everywhere, by means of lower interest rates until year-end. After the turn of the year 1987/1988, however, the Federal Reserve started

Graph 15.5
Intervention after Plaza Agreement



Source: Footnote 10.

driving up the federal funds rate from 6.6 to 8.8 percent a year later, with the aim of dampening the booming economy. The short-term interest differential in favour of the US rose from 3.6 to 4 percent. As a result, the dollar turned around to steep appreciation. In line with the Louvre Accord, the central banks followed suit, reverting interventions from buying to selling dollars. This was continued on a diminishing scale until early 1990. Thereafter, interest in coordinated intervention as a means of ‘managing’ the external value of the dollar waned in the US as well as in Europe, because the experience gained in the 1987–1989 period was not particularly encouraging.

Summing up, the Plaza-Louvre experience became famous among central bankers and academics as an attempt at achieving closer fiscal and monetary policy coordination between the US, Europe and Japan. With hindsight, coordination of intervention activity was the most important aspect, presumably because it is easier to agree to limited actions than to change the macro-economic stance. On the whole, the governments’ repeated promises to adjust fiscal policies were only partially met. Monetary policies moved somewhat closer together in Europe, although less so across the Atlantic. Yet it should be noted that, unlike the dramatic experience of 1977–1979, the intervention operations conducted under the Plaza-Louvre regime did not seriously endanger the course of monetary policy in any country.

A different question is whether the secular decline of the dollar was actually engineered by these operations. According to Craig Hakkio, the G5 agreements had zero impact, given that the speed of the dollar's decline was about the same before and after the Plaza Agreement.⁴⁷ Note, however, that Hakkio neglects the fact mentioned above that the dollar rate had turned around to a steep decline in March 1985; hence, after the first G5 announcement of coordinated intervention and the start of large-scale operations.

15.7 On the long-run prospects of flexible exchange rates

Since the turn of the century, the number of currencies in the world has been reduced by the introduction of the euro, which replaced the German mark and eleven other European currencies that had been linked to the mark through the EMS since the late 1970s. Due to the recent enlargement of the European Union (EU), another thirteen European currencies that already peg more or less closely to the euro are likely to join over the course of the next two decades. Nor will this be the end of the story, given that another four countries are currently negotiating EU membership. At the same time, on the other side of the Atlantic, several Latin American countries appear to be considering the option of dollarisation; an attractive alternative to the traditional form of pegging to the US dollar. Thus it may be tempting to speculate about a long-run trend of currency mergers that could one day even lead to a unified worldwide regime, where the world is left with only a single currency. This grand vision has been put forward by Robert Mundell, presumably as an intellectual provocation.⁴⁸ He envisages a stable 'international dollar', managed by a G3 open market committee designated by the Board of Governors of the International Monetary Fund, that would generate a considerable increase in trade, productivity and financial integration, and would hence contribute to worldwide economic growth and the well-being of each country. Whether Mundell's 'ideal solution' to the exchange rate problem will ever become reality need not concern us from today's point of view. More relevant is the assessment of whether long-run trends may emerge that invite smaller countries to link their currencies more closely to each other as an initial step on the long road towards creating regional currency unions. It is useful to start by discussing the relations between the three largest currency areas, the G3.

From a political perspective, a major advantage of flexible exchange rates is that no government needs to tie its hands as regards the conduct of monetary

47 Hakkio (1992).

48 Mundell (2003).

and fiscal policies by explicit international agreement on rules of conduct for macroeconomic cooperation. In fact, if the problem of a reliable internal commitment to permanently low inflation is solved by a suitable institutional solution, such as money or inflation targeting, not much more can be gained from linking one currency to another. On the contrary, if productivity trends differ or change substantially, the economic repercussions, including wage and price level effects, could be buffered much more easily by the automatic exchange rate adjustment in markets than by a renegotiation of official exchange rate parities and agreed policy rules. While international policy cooperation can, in principle, lead to better macroeconomic outcomes for the countries involved, due to the consideration of international spillover effects,⁴⁹ the gains from such cooperation are likely to be small. If countries rely on rule-based monetary policy at home, as increasingly seems to be the case, and international asset markets become deeper and more refined, the difference between the outcomes of cooperative and Nash monetary rule setting will shrink and probably become negligible in comparison to the gains from a purely inward-looking policy. This has been demonstrated by Obstfeld and Rogoff in simulations of the new open economy macroeconomics model.⁵⁰

Given the large structural differences between the United States, Europe and Japan, it seems unlikely that these big countries will wish to consider closer policy coordination in the foreseeable future, not to mention an institutionalised solution.⁵¹ Certainly, another Bretton Woods is most unlikely to happen, given that none of the G3 countries would be accepted by the other two as the hegemonic country that is permitted to produce the key currency. While the United States is still the largest economy and the dollar remains the dominant transaction currency, Europe and Japan have learned the lesson that the key currency country might be tempted to finance its fiscal expansion by money creation and, in so doing, generate inflationary pressure in all currency areas that are linked by exchange rate parities or targets. This happened in a dramatic fashion in the late 1960s and early 1970s on a large and increasing scale, and brought about the demise of the Bretton Woods exchange rate system. Interestingly, contrary to the famous dictum that history never repeats itself, the United States runs a current account deficit of about 6 percent of the gross domestic product (GDP) and this is again largely financed

49 Persson and Tabellini (1995).

50 Obstfeld and Rogoff (2000).

51 Crockett (2003).

by central banks (2005). The recent strong rise in the dollar reserves held by Asian central banks that peg to the dollar appears dangerous. Nouriel Roubini and Brad Setser estimate that the Asian central banks contribute about 80 percent to the US deficit finance.⁵² Like the first one, this 'Bretton Woods 2' is in danger of collapse, because the Asian central banks, notably China's, will not be able to suppress the inflationary consequences forever.

While it is unlikely that the G3 will try a fixed rate system again, it cannot be completely ruled out that another attempt at short-lived coordinated intervention will be taken up at some future date, should a larger exchange rate misalignment develop. Given the unencouraging Plaza-Louvre experience of 1985–1987, however, this is not very likely. In any case, the proposal to establish clearly defined target zones for the major exchange rates,⁵³ as once hotly debated among academics, is unlikely to become an attractive arrangement for central bankers or politicians. The proposal is far too demanding. From an economic perspective, the main issue is to differentiate reliably with real-time data between the justified moves of the long-run equilibrium exchange rates and clouding short-run volatility that one would like to avoid. Nor is it obvious that the creation of a target zone would not give rise to destabilising speculation. From the politicians' point of view, the most important drawback of an institutionalised target zone is the requirement to commit to rules of diagnosis and burden sharing. The unsuccessful series of world economic summits that had been started in the mid-1970s can be taken as broad evidence that the governments of the largest industrialised countries will continue to shy away from having to accept a diagnosed distribution of necessary macroeconomic adjustment among partners and types of policies.

In sum, it seems that there is no case for an institutionalised move away from today's independent floating of the large currencies – the dollar, euro or yen. This does not mean, of course, that the United States, the European Union or Japan can be expected to go for an independent float at all times. Occasional non-lasting attempts at intervention cannot be ruled out. However, they are likely to remain rare events, given that the degree of openness is relatively low for all three economies. While it is high for individual member countries of the European Union (30–50 percent), it has come down to 14 percent for the euro area as a whole, due to the adoption of the common currency. This matches the degree of openness of the United States (13 percent) quite closely, although not Japan's (10 percent).

52 Roubini and Setser (2005).

53 Williamson and Miller (1987).

Today's largest currencies are likely to remain the largest for many years to come. It is to be acknowledged, however, that China's currency, the renminbi or yuan, has become more important in Southeast Asia since the mid-1990s and is likely to make considerable headway over the next ten to twenty years in catching up with the G3. While China's strength, as measured by GDP, is way behind that of Japan and even Germany, it is a fast-growing economy at a rate of about 10 percent. Moreover, China has developed over recent years into the largest export market for much of East and Southeast Asia, absorbing about 40 percent of the region's exports. Although China still relies on import and capital controls, it has taken up negotiations with the Association of Southeast Asian Nations (ASEAN) on a free trade zone to be started by 2010. China is thus well on its way to becoming a strong competitor to Japan as the dominant economic power in the Asian region. In the long run, this may invite the smaller Asian countries to switch the pegging of their currencies from the dollar to the renminbi, although this is only likely to happen when China's financial infrastructure and the economy at large are developed and liberalised enough to permit China to adopt a floating regime for its currency. How far away that is, is difficult to judge. At present, the renminbi is just a major Asian currency whose dollar value is still fully controlled by the authorities for fear of floating, notably at a level that secures a comfortable degree of undervaluation. Although China's central bank is accumulating foreign reserves on a large scale, its dollar reserves amounted to 40 percent of GDP in 2004, for the short to medium run at best, a one-time re-evaluation of the renminbi is conceivable.

As regards the likely evolution of exchange rate arrangements among the many other smaller countries, no clear signs of a definitive major change are yet visible, except that a tendency to form loose regional clubs is observable. The popular notion of a 'disappearing middle' maintains that an increasing number of countries replace the intermediate soft peg regime by a corner solution, a hard peg or a free independent float. However, given that these polar cases are rare,⁵⁴ the notion is only descriptive provided the alternative corner solutions are not sharply defined. For example, Stanley Fischer defines the group of floaters to include countries whose exchange rate system is officially labelled a managed float, and defines countries as hard pegs if they either run a currency board or share a currency with other countries.⁵⁵ Based on these definitions, he finds that the middle does indeed disappear for a

54 Calvo and Reinhart (2000).

55 Fischer (2001).

sample of 160 countries: the share of soft pegs has halved over the 1990s, falling from 62 to 34 percent. The share of floaters, in contrast, has doubled, up from 23 to 42 percent. The number of hard pegs has increased, too, albeit by much less. The evidence is thus in line with the notion of a disappearing middle. Note, however, that the conjecture becomes uninformative if the focus is put on the 22 largest developed market economies. True, nine of them that were qualified as soft pegs for a long time switched to the hard peg regime by joining the euro in 1999, while the rest of the group – nine managed floats and one hard peg (Hong Kong) – has not changed since the 1980s. Nevertheless, the European move from a national to a common currency does not simply reflect the economic reasoning underlying the ‘fear of floating’, but a more embracing political will to promote an increasingly rising economic and political integration over the medium to long run.

In contrast to European integration, regional clubs in other parts of the world – such as ASEAN (Brunei, Cambodia, Indonesia, Laos, Malaysia, Myanmar, Philippines, Singapore, Thailand, Vietnam), Mercosur (Argentina, Brazil, Paraguay, Uruguay, Venezuela) or the Andean Community (Bolivia, Colombia, Ecuador, Peru) – have not settled on the long road from a customs to a currency union. In fact, the dominant political interest in those regional clubs is still focused on the creation of a common trade area by removing tariffs and other regional trade barriers, rather than on paving the way towards deep economic integration or macroeconomic coordination, let alone currency union. At present, no firm prediction can be made for any of the regional groups mentioned that the process adopted will eventually lead to a treaty-based currency union. At the same time, loose *de facto* currency unions exist in the broad sense that quite a number of small currencies are firmly pegged to the dollar and a few to the euro. Nevertheless, it seems that, over time, the globalisation process, the worldwide liberalisation of trade and capital flows, will gradually change the focus of most countries towards striving for deeper integration with neighbouring countries. This means, for the long run, that the number of currencies is likely to shrink, giving way to a small number of regional currency unions. Floating will then become the dominant exchange rate system, because floating provides the regional clubs with the freedom to keep differences with respect to political and economic preferences.

References

- Barro, R. J., and D. B. Gordon (1983), Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy, *Journal of Monetary Economics*, 12 (1), pp. 101–121.
- Bordo, M. D., and A. J. Schwartz (1991), What has foreign exchange market intervention since the Plaza Agreement achieved?, *Open Economies Review*, 2 (1), pp. 39–64.
- Calvo, G. A., and C. M. Reinhart (2000), Fear of floating, *NBER Working Paper Series*, 7993.
- Clarida, R., and J. Gali (1994), Sources of real exchange rate fluctuations: how important are nominal shocks?, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 41, pp. 1–56.
- Corsetti, G., and P. Pesenti (2001), International dimensions of optimal monetary policy, *NBER Working Paper Series*, 8230.
- Crockett, A. (2003), Exchange rate regimes in theory and practice, in: P. Mizen (ed.), *Monetary History, Exchange Rates and Financial Markets*, Cheltenham: Elgar, pp. 96–122.
- Dominguez, K. M. (1992), *Exchange Rate Efficiency and the Behavior of International Asset Markets*, New York: Garland.
- Dominguez, K. M., and J. A. Frankel (1993), Foreign exchange intervention: an empirical assessment, in: J. A. Frankel, *On Exchange Rates*, Cambridge, MA: MIT Press, pp. 327–346.
- Dornbusch, R. (1976), Expectations and exchange rate dynamics, *Journal of Political Economy*, 84 (6), pp. 1161–1176.
- Edison, H. J. (1993), The effectiveness of central-bank intervention: a survey of the Literature after 1982, *Special Papers in International Economics*, 18, Princeton: Princeton University Press.
- Eichenbaum, M., and C. Evans (1995), Some empirical evidence on the effects of shocks to monetary policy on exchange rates, *Quarterly Journal of Economics*, 110 (4), pp. 975–1009.
- Emminger, O. (1986), *D-Mark, Dollar, Währungskrisen*, Stuttgart: Deutsche Verlagsanstalt.
- Fatum, R., and M. Hutchinson (2006), Effectiveness of official daily foreign exchange market intervention operations in Japan, *Journal of International Money and Finance*, 25 (2), pp. 199–219.
- Faust, J. (1998), The robustness of identified VAR conclusions about money, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 49, pp. 207–244.
- Faust, J., and J. H. Rogers (2003), Monetary policy's role in exchange rate behavior, *Journal of Monetary Economics*, 50 (7), pp. 1403–1424.
- Fischer, S. (2001), Exchange rate regimes: is the bipolar view correct?, *Journal of Economic Perspectives*, 15 (2), pp. 3–24.
- Frankel, J. A. (1979), On the mark: a theory of floating exchange rates based on real interest differentials, *American Economic Review*, 69 (4), pp. 610–622.
- Frankel, J. A. (1999), No single currency regime is right for all countries or at all times, *Essays in International Finance*, 215, Princeton: Princeton University Press.
- Friedman, M. (1953), The case for flexible exchange rates, in: M. Friedman (ed.), *Essays in Positive Economics*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 157–203.
- Funabashi, Y. (1988), *Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre*, Washington, DC: Institute of International Economics, 2nd edition, 1989.
- Grilli, V., and N. Roubini (1996), Liquidity models in open economies: theory and empirical evidence, Papers and Proceedings of the Tenth Annual Congress of the European Economic Association, Prague, *European Economic Review*, 40 (3–5), pp. 847–859.

Hakkio, C. S. (1992), Exchange-rate management and monetary-policy mismanagement: a study of Germany, Japan, United Kingdom, and United States after Plaza: a comment, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 36, pp. 93–104.

IMF (various years), *International Financial Statistics*, Washington, DC: International Monetary Fund.

James, H. (1996), *International Monetary Cooperation*, Washington, DC: International Monetary Fund.

Kim, S., and N. Roubini (2000), Exchange rate anomalies in the industrial countries: a solution with a structural VAR approach, *Journal of Monetary Economics*, 45 (3), pp. 561–586.

King, M. (2000), Monetary policy: theory in practice, Address to the American Economic Association and the American Finance Association (Boston), London: Bank of England.

Klein, M. W., and E. Rosengren (1991), Foreign exchange intervention as a signal of monetary policy, *New England Economic Review*, May/June, pp. 39–50.

Lewis, K. K. (1995), Puzzles in international financial markets, in: G. M. Grossman and K. Rogoff (eds.), *Handbook of International Economics*, 3, Amsterdam: Elsevier, pp. 1913–1971.

McCallum, B. T. (1996), *International Monetary Economics*, Oxford: Oxford University Press.

Meese, R. A., and K. Rogoff (1983), Empirical exchange rate models of the seventies: do they fit out of sample?, *Journal of International Economics*, 14 (1–2), pp. 3–24.

Mundell, R. (2003), *The International Monetary System and the Case for a World Currency*, Leon Kozminski Academy of Entrepreneurship and Management (WSPiZ) and TIGER Distinguished Lectures Series, 12, Warsaw.

Mussa, M. (1981), The role of official intervention, *Group of Thirty Occasional Paper*, 6, New York: Group of Thirty.

Nelson, E. (2004), The great inflation of the seventies: what really happened?, *Federal Reserve Bank of St. Louis Working Papers*, 2004-001A.

Nelson, E., and K. Nikolov (2004), Monetary policy and stagflation in the UK, *Journal of Money, Credit and Banking*, 36 (3), pp. 293–318.

Neumann, M. J. M. (1984), Intervention in the mark/dollar market: the authorities' reaction function, *Journal of International Money and Finance*, 3 (2), pp. 223–240.

Neumann, M. J. M. (1999), Monetary stability: threat and proven response, in: Deutsche Bundesbank (ed.), *Fifty Years of the Deutsche Mark: Central Bank and the Currency in Germany since 1948*, New York: Oxford University Press, pp. 269–306.

Obstfeld, M. (1990), The effectiveness of foreign-exchange intervention: recent experiences: 1985–1988, in: W. H. Branson, J. A. Frenkel and M. Goldstein (eds.), *International Policy Coordination and Exchange Rate Fluctuations*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 197–237.

Obstfeld, M., and K. Rogoff (2000), Do we really need a new international monetary compact?, *NBER Working Paper Series*, 7864.

Payne, R., and P. Vitale (2003), A transaction level study of the effects of central bank intervention on exchange rates, *Journal of International Economics*, 61 (2), pp. 331–352.

Persson, T., and G. Tabellini (1995), Double-edged incentives: institutions and policy coordination, in: G. Grossman and K. Rogoff (eds.), *Handbook of International Economics*, 3, Amsterdam: Elsevier, pp. 1973–2030.

Rich, G. (2003), Swiss monetary targeting 1974–1996: the role of internal policy analysis, *ECB Working Paper Series*, 236, Frankfurt am Main: European Central Bank.

Rogoff, K. (2002), Dornbusch's overshooting model after twenty-five years, *IMF Staff Papers*, 49 (special issue), Washington, DC: International Monetary Fund, pp. 1–34.

Roubini, N., and B. Setser (2005), Will the Bretton Woods 2 unravel soon? The risk of a hard landing in 2005–2006, Paper presented at the symposium 'Revived Bretton Woods System: A New Paradigm for Asian Development?', Organised by the Federal Reserve Bank of San Francisco and UC Berkeley.

Schiltknecht, K. (1983), Switzerland: the pursuit of monetary objectives, in: P. Meek (ed.), *Central Bank Views on Monetary Targeting*, New York: Federal Reserve Bank of New York, pp. 72–79.

Schlesinger, H. (1979), Recent experiences with monetary policy in the Federal Republic of Germany, in: K. Brunner and M. J. M. Neumann (eds.), *Inflation, Unemployment and Monetary Control*, Berlin: Duncker & Humblott, pp. 303–320.

Tille, C. (2002), *How Valuable is Exchange Rate Flexibility? Optimal Monetary Policy under Sectoral Shocks*, New York: Federal Reserve Bank of New York, mimeo.

Williamson, J., and M. H. Miller (1987), Targets and indicators: a blueprint for the international coordination of economic policy, *Policy Analyses in International Economics*, 22, Washington, DC: Institute for International Economics.

16 Foreign exchange reserves – what for?

PETER B. KENEN

16.1 Introduction

Central banks hold reserves to safeguard the stability of the domestic currency. Few would dispute this simple statement. Nevertheless, its meaning has changed over time, and there are disagreements about it even now.

Under the nineteenth-century gold standard, stability was defined as a fixed gold value for a country's currency, although that fixed gold value also implied a fixed value of the currency in terms of foreign currencies that were likewise tied to gold. Furthermore, the misbehaviour of the country's own government was seen as the primary threat to the stability of the currency, and a firm link to gold was seen as a safeguard against such misbehaviour. When a country's currency was tied to gold, its government could not readily engage in profligate spending financed by printing paper money.

This view survives today. There are those who would like to abolish central banks and replace them with currency boards. They would thereby limit the stock of high-powered money – the sum of hand-to-hand currency and commercial bank reserves – to an amount that cannot exceed the stock of foreign exchange reserves held by the currency board. Most of the rest of us, however, adhere to a different notion of stability.

In most of the main industrialised countries and many developing countries, too, central banks seek to maintain price stability at the highest sustainable level of output. Hence, threats to stability defined that way can arise domestically, on account of real or monetary shocks, and they can also arise externally, because of shifts in trade flows or international capital movements. The role of reserves has therefore changed. They are available for use in limiting exchange rate changes that would otherwise occur due to foreign and domestic shocks and would themselves impair price stability or the level of economic activity.

The same point can be made by comparing the old and current roles of interest rate changes. Under the gold standard, central banks, especially the Bank of England, altered short-term interest rates to stabilise the gold stock. They raised them to stem gold losses, which might otherwise impair confidence in the fixed gold prices of their countries' currencies. Today, by contrast, changes in short-term interest rates are the main instrument of monetary policy used

to maintain price stability, and intervention in the foreign exchange market is the main instrument used to stabilise or influence the exchange rate.¹

When seeking to measure the adequacy of international reserves under arrangements prevailing today, it is therefore necessary to answer three questions:

1. How large are the domestic and foreign shocks that would, by themselves, affect the exchange rate?
2. What are the real economic costs of using other policies to limit the impact of those shocks?
3. How high are the pecuniary costs of holding reserves in order to limit exchange rate changes?

The answers to these questions have changed appreciably during the last half-century due to changes in the economic environment, including the dismantling of capital controls, which has led to a very large increase in the volume and volatility of international capital flows. There is, however, also a fourth question: What are the economic and political costs of adjusting the stock of reserves?

Much of the analytical literature reviewed later in this paper assumes implicitly that central banks and governments can optimise their reserve holdings. Yet the size of the stock of reserves held by a country is the by-product of its exchange rate policy, past and present, and it may be impossible to alter deliberately the stock of reserves without also altering exchange rate policy. To raise reserves deliberately, a country may have to reduce temporarily the foreign currency value of its country's currency; to reduce reserves deliberately, it may have to raise the value of its currency. A reduction in the external value of a country's currency can threaten price stability by raising the domestic prices of traded goods. An increase in the value of a country's currency can reduce output and profitability in the domestic industries producing traded goods.

It is worth noting, however, that econometric work on the demand for reserves has shown that countries do indeed adjust their actual reserves in the

1 The two instruments, however, are not wholly independent. When intervention is sterilised, it will affect interest rates directly; when it is unsterilised, it will alter the money supply and thus affect interest rates indirectly. Conversely, a change in interest rates will affect the exchange rate. Although the two instruments can still be viewed as being assigned to the two policy targets, they cannot be adjusted without due regard for the interdependence of their effects. It should also be noted that some central banks have used intervention in the foreign exchange market in lieu of open market operations in the money market. That was once true in the case of Switzerland, and it is still true in the case of Singapore. I am grateful to Ulrich Kohli for drawing my attention to the Swiss case; on the Singaporean case, cf., for example, Khor, Robinson and Lee (2004).

right direction; they tend to raise their actual reserves whenever they are below the ‘equilibrium’ amounts, and reduce them whenever they are above the ‘equilibrium’ amounts. Furthermore, they make these changes faster than one might expect if they were severely constrained by the economic costs of raising or reducing their actual reserves.²

16.2 The role played by changes in the monetary system

There are no immutable answers to the questions posed above, valid for all countries and all times. It is especially important to take account of the very large changes in the form and functioning of the international monetary system since the Second World War. The history of the system can be divided usefully into three sub-periods.

The first period began with the end of the War itself and lasted until 1971, when the existing system started to unravel – described below as the Bretton Woods era. The second period began with final collapse of the post-war system in 1973, when the major industrialised countries moved to floating exchange rates, and it can therefore be called the floating rate era. Although that second segment has not ended, it was followed by a third, which began with the Mexican balance of payments crisis of 1995, and can be referred to as the emerging market era. The first two eras differed hugely from one another in terms of the importance attached to exchange rate stability. The third differed from the second with regard to the importance of the role played by capital flows to the developing countries, because the volatility of these flows was the proximate cause of the balance of payments crises that were the chief feature of the third period.

16.2.1 *The Bretton Woods era*

Under the Bretton Woods Agreement of 1944, creating the International Monetary Fund (IMF), members of the Fund were required to maintain pegged exchange rates. A government could not alter its exchange rate unless, in the judgement of the Fund, it faced a ‘fundamental disequilibrium’ in its balance of payments. There were exchange rate changes, but they were fairly rare, and only one developed country, Canada, had a floating exchange rate for part of the twenty-five year period before the collapse of the Bretton Woods system. Furthermore, many countries, including some major industrialised nations, maintained capital controls, most notably restrictions on capital exports by their countries’ residents. Trade-related shocks were therefore the

2 Cf. Lizondo and Mathieson (1987), table 6.

focal point of research on the optimality of reserves. Although capital flows were not negligible, especially when countries ran large current account deficits, they were seen as aggravating balance of payments problems that resulted mainly from current account shocks.

A second feature of the Bretton Woods system deserves attention. It was asymmetric. One member of the IMF, the United States, remained on a limited form of the old gold standard. Its citizens could not buy gold from the US Treasury, but foreign official institutions were still free to do so. Furthermore, the United States ran balance of payments deficits through most of the Bretton Woods era. Although it had current account surpluses in the 1950s and early 1960s, they were smaller than the sum of its foreign aid and its growing exports of long-term capital. There was therefore a gradual deterioration in its net reserve position. Its reserve liabilities grew steadily, as many foreign countries accumulated dollars, while its own gold holdings fell, as foreign countries used some of their newly acquired dollars to buy US gold.

Some economists saw quite soon that this payment pattern was unsustainable; eventually, US reserve liabilities would exceed the US gold stock, provoking a run on the rest of its gold stock.³ Yet it ended sooner than the pessimists expected when, in the late 1960s, the costs of the Vietnam War and the failure of the Johnson administration to confront the economic consequences of these costs led to a sharp deterioration in the US current account balance and a large capital outflow. On 15 August 1971, President Nixon closed the gold window and imposed an import surcharge in a contentious but successful effort to engineer a devaluation of the US dollar. That was not the chief result, however. It was instead the end of the Bretton Woods era.

There was no longer a fixed link between the two main reserve assets – gold and the US dollar. Furthermore, the devaluation of the dollar was too small to eliminate the US payments deficit and thus led to another attempt. Early in 1973, the US Treasury tried to engineer a second devaluation of the dollar, but succeeded instead in producing a rapid move to floating rates – a result that many economists applauded, but was not what the US Treasury had intended to achieve.

16.2.2 The floating rate era

For most of the rest of the 1970s, the currencies of the major industrialised countries floated fairly freely. There was a short-lived effort by some European countries to stabilise their currencies, so as to float jointly vis-à-vis the

3 Cf. Triffin (1960); also Kenen (1960).

dollar, but that regime could not survive the economic turmoil that followed the sharp increase in oil prices in late 1973. Many developing countries, however, continued to peg their exchange rates, although some of them had to devalue their currencies to offset high inflation rates. It was therefore widely expected that the major industrialised countries would no longer want to accumulate reserves and might even start to shed them, but that did not happen. A thorough quantitative study of developed countries' demand function for reserves found that the results obtained for the first decade of the floating rate era (1973–1979) did not differ from the ones obtained for the final decade of the Bretton Woods era (1964–1972).⁴

A further change in the monetary system occurred in 1979, with the founding of the European Monetary System (EMS). This regime resembled the Bretton Woods system in that the participants' national currencies were tied together tightly, although they continued to float together against the currencies of non-members, most notably the US dollar. The EMS was meant to be more symmetrical than the Bretton Woods system, in that the obligation to maintain pegged exchange rates was shared between the country having the weak currency and the country having the strong currency. Yet it was far less symmetrical in practice than in principle. Whereas the US dollar had been chronically weak in the 1960s, allowing other countries to accumulate reserves, the German mark was chronically strong in the 1980s. As its strength reflected the Deutsche Bundesbank's commitment to price stability, the other members of the EMS were obliged to mimic German monetary policy so as to defend their own countries' currencies. Nevertheless, the German mark did not displace the US dollar as the principal reserve currency, although it did acquire a limited reserve currency role within the EMS itself.

There were exchange rate realignments in the EMS, and there was a major exchange rate crisis in 1992, which forced Italy and the United Kingdom to drop out of the EMS. The regime survived, however, by widening the bands in which its members' currencies were allowed to fluctuate. In fact, the survival and subsequent stability of the EMS helped to facilitate the transition to the European Monetary Union that came into being in 1999 and may itself presage a further change in the international monetary system – the emergence of the euro as a reserve currency that may compete increasingly with the US dollar.

4 Cf. Lizondo and Mathieson (1987), table 4, updating work by Frenkel (1983); and table 5, updating work by Bilson and Frenkel (1979). Cf. also the early paper by Suss (1976); she had expected to find that the shift to floating rates had caused the expected fall in the demand for reserves, but could find no discernable fall in demand.

Lest we forget, the 1980s were turbulent times for the developing countries. The Mexican debt crisis of 1982 spread quickly to other Latin American countries, and was not resolved until the end of the 1980s, when the crisis-stricken countries reduced their debts to foreign banks by issuing the so-called Brady bonds to buy back their debts at deep discounts.

16.2.3 The emerging market era

The end of the debt crisis of the 1980s was quickly followed by a new surge in lending to emerging market countries, but it took a different form – with the issuance of foreign currency bonds by those countries' governments, rather than new lending by foreign commercial banks. There was, of course, bank lending, too, especially to local banks in Thailand and Korea. These banks' debts to foreign banks played a major role in the currency crises of the late 1990s, when the foreign banks ceased to roll over their loans. As in 1982, Mexico was again the first emerging market country to run into trouble.

Capital flows to Mexico started to grow rapidly in the early 1990s, accounting for roughly one-fifth of the total net capital flow to the developing countries. As the capital inflow continued, however, it was offset increasingly by the growth of Mexico's current account deficit, and the country's problems were compounded by political shocks: a rebellion in the southern province of Chiapas and the assassination of the leading party's presidential candidate. Hence, Mexico finally had to be bailed out in early 1995 by a 50 billion US dollar package from the US Treasury and the IMF.

Two years later, in mid-1997, Thailand succumbed to a currency crisis. The end of a real estate boom led to the collapse of a large financial institution and triggered the withdrawal of the short-term loans to local banks that had been made by foreign banks. The crisis then spread rapidly, first to Thailand's neighbours in Southeast Asia, most notably Indonesia, and then northward to Korea. Crises followed elsewhere in other major countries – Brazil, Russia, Turkey and Argentina – as foreign investors reassessed those countries' prospects and the sustainability of their external debts.

This story has a sequel of particular importance to the main subject of this paper. Deeply dissatisfied with their treatment by the IMF and the nature and large number of policy conditions it attached to its assistance, the East Asian countries started to build up very large reserves so as to self-insure themselves against any future need to seek IMF financing. At the end of 1996, before the Asian crisis, Indonesia's foreign exchange reserves totalled 17.8 billion US dollars; by the end of 2003, they had doubled to 34.7 billion. Over the same period, Korea built up its reserves from 33.2 billion US dollars to 155.3 billion,

a fivefold increase. By taking full advantage – perhaps too much advantage – of their ready access to new forms of financing, the East Asian countries had exposed themselves to the volatility of investor sentiment, and had thus acquired a precautionary motive for holding very large reserves.

Yet something else was happening in Asia. China was not caught up in the Asian crisis, but also built up its reserves. Its holdings quadrupled between 1996 and 2003, rising from 105.0 billion US dollars to 403.2 billion, and they doubled again in the next two years. Part of this huge increase may have been precautionary, but part was surely the by-product of an exchange rate policy aimed at transforming the Chinese economy by fostering export-led growth. The very success of such a policy may strongly constrain any future attempt to run down reserves widely deemed to be excessive. The large appreciation of the renminbi sought by the US Treasury was strongly resisted, ostensibly because China's firms and financial institutions had first to learn to live with flexible exchange rates. However, the Chinese authorities also seemed to be worried about the impact of a large appreciation on the profitability of China's export industries and thus their future contribution to the further transformation of the Chinese economy.

16.3 A brief history of research on optimal reserves

Interest in the optimal level of reserves goes back to the early 1960s, although much of the early literature was concerned primarily with the sufficiency of global reserves and the viability of the gold-dollar standard, not with individual countries' holdings.⁵ Research on the latter, moreover, has focused on a handful of explanatory variables and has not taken much account of a possibility raised above – that a country's reserve holdings may be the by-product of policy objectives not fully represented by the rather small set of economic variables used in estimating the demand for reserves.⁶ Furthermore, an attempt to estimate a cross-country demand function must assume implicitly that the cross-country average of actual reserves is not very different from the cross-country average of optimal reserves. This assumption is not wholly implausible; there is some evidence, already cited, that countries having actual reserves appreciably different from the estimated level of their optimal reserves do indeed reduce that difference.

5 Cf. citations in Heller (1966), p. 296.

6 Analogous issues arise in the theoretical and empirical literature on the specification and estimation of the demand for money. Cf. survey by Goldfeld and Sichel (1990).

16.3.1 *The demand for reserves in the Bretton Woods era*

The first two studies of this sort appeared in the mid-1960s, during the Bretton Woods era. The first one used actual reserve data to calculate the mean, variance and persistence of the balance of payments shocks that each country had experienced.⁷ It then used those estimates to explain the cross-country distribution of actual reserves and wound up by extracting from that distribution a measure of each country's optimal reserves. It paid too little attention, however, to cross-country differences in the pecuniary costs of holding reserves, and it also ignored the real economic costs of dealing with balance of payments deficits by tightening domestic policies, rather than financing them by drawing down reserves.

The other study did not use econometric methods, but built a simple theoretical model to derive a formula defining the optimal stock of reserves for a particular country.⁸ That stock was deemed to depend on the probability distribution of the country's future surpluses and deficits, given its previous history, the pecuniary cost of holding reserves, and the real economic cost of ending a balance of payments deficit by resorting to output-reducing policies. The optimal level of reserves was thus defined as one that would balance the pecuniary cost of holding that stock of reserves against the real economic cost of ending a balance of payments deficit abruptly, once a run of deficits had depleted that stock of reserves. The model, however, rested on rather strong assumptions about the distribution of surpluses and deficits.

Subsequent quantitative studies were technically far better and more informative. Focusing on the results rather than methodological matters, there were two studies that dealt with the Bretton Woods era, but looked at different country groups. The first study distinguished between developed and developing countries, and it found appreciable differences between their demand functions.⁹ The functions did not differ greatly in the weights they attached to economic openness, measured by the ratio of imports to gross domestic product (GDP),¹⁰ but the developing countries' demand for reserves was found

7 Kenen and Yudin (1965).

8 Heller (1966).

9 Frenkel (1974), table 3.

10 In this and other early studies, the ratio of imports to GDP was used as a proxy for the marginal propensity to import, and it was therefore expected that a high ratio would reduce a country's demand for reserves, because a high marginal propensity to import would allow it to reduce its imports at low cost in lost output. In most studies, however, the ratio took on a positive regression coefficient. Therefore, the ratio of imports to GDP is now commonly viewed as a proxy for economic openness, not for the real economic cost of ending a balance of payments deficit.

to be less sensitive to the variability of the balance of payments – a finding that may reflect the fact that many developing countries were not yet committed to current account convertibility and could therefore impose import restrictions to deal with balance of payments problems. The second study looked only at developing countries, but distinguished between those that maintained fixed exchange rates and those that had more flexible rates.¹¹ It found that the latter held smaller reserves, as one might expect, and adjusted more rapidly to shocks. It also found that those with fixed exchange rates had demand functions for reserves resembling those of the developed countries, which likewise maintained fixed exchange rates during the Bretton Woods era.

16.3.2 The demand for reserves in the floating rate era

The advent of floating exchange rates in 1973 led some economists to predict that the demand for reserves would fall. Yet one of the first papers on the floating rate era contradicted that prediction.¹² Pooling data for 22 countries – mostly developed countries – its authors estimated a demand function for all of those countries together, in which the demand for reserves depended on the variability of each country's own balance of payments and on the pecuniary cost of holding reserves (represented by the interest rates on their countries' long-term bonds). They also allowed the constant term of the demand function to vary across time and found that it was higher in the first five years of the floating rate era than in the final decade of the Bretton Woods era. They therefore concluded, without extensive explanation, that the shift to floating rates had actually raised the demand for reserves, rather than reducing it.¹³

Another study, however, contradicted that conclusion.¹⁴ It estimated a demand equation combining data for the last part of the Bretton Woods era with data for the first part of the floating rate era, then compared predicted with actual reserves. In 1975 and 1976, the last years covered by the study, the

11 Edwards (1983); although published long after the Bretton Woods era, it dealt only with the latter half of that era.

12 Frenkel and Jovanovic (1981).

13 Flood and Marion (2002) re-estimated variants of the Frenkel-Jovanovic model with an important modification; instead of allowing the constant term of the demand equation to differ across countries, they used country fixed effects and found that these account for much of the cross-country variance explained by their equations. This was most striking when they used a different way to measure the volatility of the balance of payments, based not on the variability of reserves, but rather on the variability of interest rate differentials.

14 Heller and Khan (1978).

actual reserves of the industrialised countries, taken together, were far lower than predicted. In other words, the study found that the shift to floating rates had indeed reduced the demand for reserves,

There are two ways to reconcile these results. One can criticise both studies for using a single demand function to explain the demand for reserves under pegged and floating rates (or, more precisely, in the case of the first study, allowing the change in regime to influence only the constant term of the demand function). Alternatively, one can conclude that it takes a long time for central banks and governments to adapt to a major regime change, especially when this change reduces the need for reserves. Recall a point made at the beginning of this paper, which will come up again: there may be economic and political constraints on the ability of a central bank or government to run down redundant reserves.

16.3.3 The demand for reserves in the emerging market era

How did the events of the 1990s – the sudden revival of capital flows to emerging market countries and the subsequent currency crises – affect the demand for reserves by that group of countries? Did they ‘bank’ some of their capital inflows by building up reserves? Did the subsequent crises raise their demand for reserves as they sought to self-insure themselves against future crises? Or are there other reasons for the remarkable growth of reserves held by East Asian countries?

Early studies of the demand for reserves paid some attention to what is now commonly called the precautionary motive. These studies used the size of a country’s money supply or the size of its liabilities to foreigners as proxies for that motive. The size of the money supply was meant to allow for the risk of a run on the currency by the country’s own residents; the size of the country’s liabilities to foreigners was meant to allow for the risk of a run by its foreign creditors. The addition of these variables, however, did not greatly improve the explanatory power of the demand equations, and it sometimes tended to reduce the explanatory power of the other variables used in those equations.

Some recent papers, however, have been more successful in dealing with these matters. They have focused primarily on the developing countries that have the strongest reasons to hold large reserves for precautionary purposes – those that have experienced large capital inflows and thus have reason to regard some or all of their reserves as being borrowed, rather than being owned outright, and those that have suffered currency crises when capital inflows have ceased abruptly or been followed by capital outflows. Some such studies

have looked closely at the behaviour of a single country.¹⁵ Others have made cross-country comparisons. In both sorts of studies, the demand for reserves has been made to depend on the usual variables – those featured in earlier studies – but made also to depend on the risk or cost of default resulting from a ‘sudden stop’ or outright reversal of a large capital inflow.

One such study by the staff of the IMF used data for 1980–1996, before the Asian crisis, and included two measures of capital account vulnerability: financial openness and the ratio of broad money to GDP. While these were positively correlated with the countries’ reserve holdings, they did not have very much explanatory power. The staff therefore used a conventional demand function, one that made no explicit allowance for capital account vulnerability, to predict the future reserve holdings of the East Asian countries. The study then found that those countries’ actual reserves grew far faster than their predicted reserves after 2001, following the Asian crisis, irrespective of the countries’ exchange rate regimes. It also found that four-fifths of the increase in reserves in 2001 and 2002 reflected the East Asian countries’ current account surpluses, with only one-fifth being due to net capital inflows.¹⁶

Other recent studies have likewise looked at the behaviour of East Asian reserves, including a study that sought to discriminate between two hypotheses: that the growth of those countries’ reserves was in the main for precautionary purposes, a safeguard against future crises, or, alternatively, that it reflected a mercantilist motive of the sort described above – the attempt to promote economic growth by promoting exports. The point made by the IMF, that four-fifths of the increase in Asian reserves in 2001–2002 was due arithmetically to the Asian countries’ current account surpluses, does not resolve that issue. A country can decide to accumulate reserves for precautionary reasons, but can still choose to do that by running a current account surplus. Yet those who have tried analytically to discriminate between the two explanations for the build-up of reserves have not found compelling reasons for favouring the mercantilist explanation.¹⁷

There is another promising way to ask whether the advent of high capital mobility and the associated risk of capital account crises have raised the demand for reserves by emerging market countries. It is to exploit the results of research aimed at measuring the probability that a particular country will

15 Cf. Ben-Bassat and Gottlieb (1992) on Israel; and Aizenman, Lee and Rhee (2004) on Korea.

16 IMF (2003), chapter II.

17 Cf. Aizenman and Marion (2003) and Aizenman and Lee (2005); but García and Soto (2004) have found that China’s reserves are far larger than required for precautionary purposes.

face a capital account crisis,¹⁸ as well as the actual costs of default and the costs of income-smoothing under costly tax collection.¹⁹ However, much more empirical work is needed before the explanatory power of these recent efforts can be assessed.

16.4 Small similarities and large anomalies

This paper does not aim to offer new econometric work on cross-country differences in the demand for reserves. It is worth pausing briefly, however, to note some striking differences, including differences among the major industrialised countries.

16.4.1 Four simple correlations

Table 16.1 contains four sets of correlations obtained from reserve data for 2003. They cover the 79 countries that held more than 1.5 billion US dollars of foreign exchange reserves, including 21 industrialised countries and 58 developing countries, which in turn are divided between middle-income countries and low-income countries.²⁰ They shed light on four questions:

1. Do high-income countries hold larger reserves? There is a positive correlation between reserves per capita and GDP per capita, yet it is rather weak, especially when one allows for the built-in positive correlation due to using population to define both variables. Furthermore, it is only half as high for the whole set of countries as for the two main subsets, and, somewhat surprisingly, less than half as high for the middle-income developing countries as for the low-income countries. (Note, however, that the middle-income countries include Hong Kong and Singapore, which hold reserves per capita far larger than any industrialised country, let alone any developing country.)
2. Does economic openness make for larger reserve holdings? There is a fairly strong correlation between reserves per capita and the ratio of imports to GDP, the most commonly used measure of economic openness. Once again, however, there is an odd exception to this regularity – the low but negative correlation for the industrialised countries. This result, however, reflects the influence of three anomalies: Belgium and the Netherlands have very open economies, but fairly small reserves, while Japan has the

18 On this body of research, cf., for example, Berg et al. (1999); Goldstein, Kaminsky and Reinhart (2000).

19 For recent examples, cf. Aizenman and Marion (2003, 2004), and the country studies cited in footnote 15 above.

20 The countries and data are listed in table 16.3.

Table 16.1
Reserve correlations, 2003

Correlation	All countries	Industrialised countries	Developing countries	Middle income ¹	Low income ¹
Reserves per capita with GDP per capita	0.3845	0.7025	0.6896	0.2465	0.6337
Reserves per capita with ratio of imports to GDP	0.6538	-0.2147	0.7791	0.6992	0.4179
Ratio of reserves to imports with GDP per capita	-0.2653	0.5178	-0.1866	-0.1417	-0.1246
Ratio of reserves to banks' foreign liabilities with GDP per capita	-0.2402	0.2458	-0.2159	-0.2656	-0.2708

1 Upper and lower halves of developing countries ranked by income per capita.

Source: Table 16.3.

smallest ratio of imports to GDP, but one of the highest levels of reserves per capita.

3. Does income per capita influence the ratio of reserves to imports? One would expect that to be true if it were also true that developing countries have large unexploited investment opportunities, as that would raise the opportunity cost of holding more reserves in order to buy protection against balance of payments crises. The developing countries, however, show no such relationship. The industrialised countries do display a positive correlation between the two variables, but it is not very high.
4. Is there any evidence that countries with large liabilities to foreigners hold more reserves than other countries, so as to insure themselves against the potential volatility of those liabilities? Unfortunately, there is no comprehensive data set on the foreign liabilities of the 71 countries under study here, and the proxy used in table 16.1, the foreign liabilities of a country's banks, is not appropriate for the low-income developing countries. However, there is no significant correlation whatsoever on the last line of the table, not for any country group.

The four sets of correlations in table 16.1 raise more questions than they answer. One might want to ask, for instance, if countries with different exchange rate regimes have different holdings of reserves relative to imports or GDP, but one would also have to ask for how long each country had adhered to a particular exchange rate regime. One might also want to look at the

countries' recent histories – which ones have suffered balance of payments crises – and at more comprehensive measures of these countries' external debts (including their debts to the IMF, which should perhaps be deducted from their gross reserves).

There is another way, however, to answer these same questions. That is to look at some characteristics of the countries that held very large reserves in 2003.

16.4.2 The Swiss case as a benchmark

Switzerland held 45.6 billion US dollars of foreign exchange reserves at the end of 2003, more than any other industrialised country apart from Japan, and there were only eight other countries that held larger quantities (China, Korea, Hong Kong, Singapore, India, Russia, Mexico and Brazil). The list grows longer, however, if it includes how many countries had larger reserves relative to population, GDP or imports, even when the list is limited to the developed countries and the middle-income developing countries having populations larger than two million persons. Table 16.2 lists three developed countries and fifteen other countries that had larger reserves than Switzerland in 2003 when measured with reference to population, GDP or imports.

Two developed countries (Denmark and Norway) and two other countries (Hong Kong and Singapore) had larger reserves than Switzerland relative to all three country characteristics. One more developed country (Japan) had larger reserves than Switzerland relative to GDP and imports, along with ten of the fifteen other countries.

Two of the four countries that had larger reserves than Switzerland relative to population, GDP and imports are rather special cases. Norway is a major oil exporter, and Hong Kong has a currency board that has to hold foreign currency reserves no smaller than its monetary liabilities. Denmark, meanwhile, does not differ hugely from Switzerland in terms of the three criteria used in table 16.2. Unlike Switzerland, however, it is not a major financial centre.

What about the other countries in the table? Japan was the world's largest reserve holder in 2003, before China overtook it. Korea and Malaysia built up their reserves rapidly after the Asian crisis. Kuwait and Russia are large oil exporters; Argentina and Turkey had large liabilities to the IMF, reducing their net reserves far below their gross reserves; and Israel has geopolitical reasons for holding large reserves. The rest of the countries have little in common, apart from the fact that Croatia, the Czech Republic, Slovakia, Hungary and Poland are members of the European Union.

Table 16.2
Countries with larger reserves than Switzerland, 2003¹

Measure	Industrialised countries	Middle-income developing countries ²
Reserves per capita	<i>Norway, Denmark</i>	<i>Hong Kong, Singapore</i>
Ratio of reserves to GDP	<i>Denmark, Norway, Japan</i>	<i>Singapore, Hong Kong, Malaysia, Slovakia, Czech Republic, Croatia, Korea, Israel, Chile, Russia, Kuwait, Poland, Hungary</i>
Ratio of reserves to imports	<i>Norway, Japan, Denmark</i>	<i>Argentina, Russia, Korea, Chile, Singapore, Israel, Kuwait, Croatia, Malaysia, Czech Republic, Turkey, Hong Kong</i>

1 Italicised countries are those that appear in all three rows.

2 Out of eighteen middle-income countries with populations larger than two million persons.

Source: Table 16.3.

It should be noted that the countries listed in table 16.2 had a wide variety of exchange rate arrangements. Some, such as Switzerland, had full flexibility with infrequent intervention; others, such as Japan, Korea and Singapore, had flexibility, but were more prone to intervention, and some, such as Denmark, Hong Kong and Malaysia, had pegged or fixed exchange rates.

16.4.3 A closer look at the Swiss case

The Swiss case is noteworthy for two reasons: the Swiss National Bank's decision of to sell off half of its gold holdings, and the large size of the foreign assets of the SNB compared to its home currency liabilities.

In 1999, the National Bank concluded that half of its gold holdings were no longer needed for monetary purposes. Hence, it undertook a series of gold sales within the framework of the so-called Washington Agreement governing gold sales by the SNB, the European Central Bank, and thirteen other European central banks. Its gold sales totalled 1,300 tonnes at an average price of approximately 351 US dollars per troy ounce, and it realised about 21 billion Swiss francs. There was a long debate about the disposition of the proceeds,²¹ which were in the end removed from the SNB's own balance sheet and distributed in the same way as its ordinary profits (one-third of the proceeds were transferred to the Swiss Confederation, and two-thirds were shared

21 Cf. Hildebrand (2005).

out among the 26 Swiss cantons). Nevertheless, the SNB still holds a large amount of gold, along with a large stock of foreign currency reserves. These were the main items in its balance sheet at the end of 2005 (in billions of Swiss francs):²²

External monetary assets (gold, foreign currency investments, reserve position in the IMF, and other)	76.1
Domestic monetary assets (claims from repo transactions and Swiss franc securities)	31.9
Other assets	1.0
Domestic monetary liabilities (banknotes in circulation and sight deposits of domestic banks)	47.2
Other liabilities	4.1
Capital, provisions and reserves	57.7

Thus the total monetary assets of the SNB were more than twice as large as its domestic monetary liabilities, while its external monetary assets were not far from twice as large. In other words, the National Bank could readily convert itself into a full-fledged currency board without making any change to the composition of its present balance sheet.

This is not a recommendation. Far from it. Nevertheless, the analogy suggests that Swiss reserves are far larger than required to safeguard the stability of the Swiss franc. They are surely larger than required to sustain the public's confidence in the intrinsic quality of the currency, and they are likewise larger than required to deal with unwanted fluctuations in the country's exchange rate.

16.5 Reviewing the reasons for holding reserves

What does this survey say about the main reasons for holding reserves? They can be assessed under four main headings:²³

- 1. Stabilising the domestic purchasing power of the domestic currency.
 - 2. Stabilising the external purchasing power of that currency.
 - 3. Safeguarding the economy and financial system against large shifts in capital flows and other shocks.
 - 4. Safeguarding the economy against long-term adversity.
- What can be said about each one?

22 SNB, Monthly Statistical Bulletin (2006), February.
23 This list is not exhaustive. A large stock of reserves, for example, safeguards the option of returning one day to a fixed exchange rate. It may also bolster confidence in the domestic financial system.

16.5.1 Stabilising the domestic value of the currency

This was, of course, the rationale for the old gold standard, and it remains the favoured rationale of those who would limit the discretion of the monetary authorities by making them obey the strict constraints imposed by a currency board regime. In most industrialised countries, however, and in a growing number of developing countries, the same objective is achieved by granting operational independence to the central bank, but making price stability its primary objective. It is not always told how to define price stability, but there is not a large difference between the behaviour of central banks that are formally charged to pursue a fixed numerical target and those that are left to decide for themselves how to define price stability. At one time, democratisation was viewed as a threat to monetary orthodoxy; today, parliamentary accountability is viewed as a safeguard against imprudent behaviour by the central bank. One wonders, moreover, whether the general public, even its well-informed members, know or care about the composition of the central bank's balance sheet. There may be a residual attachment to gold in some countries, but the Swiss experience casts doubt on its influence. When the National Bank concluded that it could reduce by half the size of its gold holdings, there was a long debate about the best use of the proceeds, but no strong opposition to the sale itself.

16.5.2 Stabilising the external value of the currency

There are two fundamental reasons for questioning the wisdom of fixing the exchange rate for a country's currency and thus holding large reserves to defend that rate.

The first is the so-called 'impossible trinity'. It warns that a country cannot pursue an independent monetary policy when it has an open capital market and a firmly fixed exchange rate. If, for example, the central bank buys government securities with the aim of lowering the domestic interest rate, it will induce a capital outflow and will have to draw down its reserves to finance that outflow. Otherwise, its currency will depreciate. In the limiting case of 'perfect' capital mobility, the central bank can do no more than change the composition of its balance sheet. It will raise its holdings of government securities, but reduce by the same amount its foreign exchange reserves.

The second is the problem of distinguishing clearly between a transitory shock to the current or capital account and a long-lasting shock – one to which a country must adjust eventually. There may be reasons for resisting the exchange rate effects of a transitory shock; otherwise, the economy will have to pay the real costs of moving domestic resources around – shifting them

temporarily between the production of traded goods and the production of non-traded goods. Even in the case of a permanent shock, there may be cause to limit the size of the exchange rate change in order to limit the pass-through to domestic prices. This was indeed Ronald McKinnon's reason for urging very small open economies to maintain fixed exchange rates, and he still holds that view.²⁴ Prolonged intervention, however, risks delaying the response to a long-lasting shock, and the adjustment, when it comes, may then be more costly.

16.5.3 The precautionary motive

Most countries have sought to hold reserves larger than those that they would need to offset transitory shocks. The lower the level of reserves, the greater the risk of a run on the remaining stock once reserves begin to fall. This was most certainly true in the Bretton Woods era, when governments maintained pegged exchange rates, and the habit did not die with the move to floating rates. It was reinforced, however, in the 1990s, by the frequency and cost of the currency crises that beset so many emerging market countries. The response of the East Asian countries, discussed above, was perhaps extreme, reflecting their belief that they had been mistreated by the IMF, but several other emerging market countries also built up their reserves, including some that did not suffer crises, such as India, Singapore and South Africa.

Holding huge reserves, however, is a second-best response to the risks that face those countries. It would be wiser to address the fundamental reasons for their vulnerability, most notably the weaknesses of their financial systems and of the institutions changed with prudential supervision. Holding reserves to buy protection against future crises can be very costly when it is deemed to diminish the need for dealing with the underlying causes of those crises. There is, to be sure, the need for protection against contagion, but that need can best be met by differentiation, by making one's country a safer place for domestic and foreign investors alike.

Mutual insurance may be helpful, and the East Asian countries have started to provide it by way of the so-called Chiang Mai Initiative. It does not yet amount to full-fledged reserve pooling, but the reforms approved in 2005 represent important steps in that direction.²⁵ The thirteen participating countries agreed in principle that drawings on their network of bilateral swap

²⁴ Cf. McKinnon (1963, 2005).

²⁵ On the Chiang Mai Initiative, cf. Henning (2002); on the 1995 agreement, cf. Joint Ministerial Statement (2005). The thirteen participants are the ten members of the Association of Southeast Asian Nations (ASEAN), plus China, Japan, and Korea.

agreements, under which they can acquire short-term reserve credit from their partners, should be liberalised in three ways. Firstly, by adopting a collective decision-making mechanism as a step towards full multilateralisation; secondly, by enlarging the swap lines themselves; and finally, by doubling the amount that a country can draw under its various swap lines without having an IMF programme in place.

In the longer run, the East Asian countries could move to outright reserve pooling, reducing the need for each of them to hold huge reserves for precautionary purposes. At that point, even earlier, they might also contemplate another option – using some of their reserves to create an Asian Investment Corporation, which would buy, hold and trade a wide range of financial assets and thus earn more than they can earn on conventional reserve assets.²⁶

16.5.4 Guarding against adversity

Highly developed countries with strong financial sectors need not fear the onset of capital account shocks like those that have faced so many emerging market countries in recent years. Yet even the wealthiest countries are not immune to adversity – to unforeseen calamities or the eventual depletion of the natural resources that are the principal source of their export earnings. There is therefore another dimension to the precautionary motive, namely the need to hold a large stock of external assets to offset the effects of economic adversity.

Some of the oil-producing countries have done just that. Norway has sought to insure against the depletion of its oil and gas reserves, not only by acquiring the large reserves held by its central bank, but also by amassing a huge fund financed from the government's own share of Norway's revenues from oil and gas exports. The fund holds foreign assets, including equities, and its assets exceeded 180 billion US dollars in mid-2005. It is meant to deal with two possibilities – a large fall in the price of oil, and the eventual depletion of Norway's oil and gas fields, in which case the return on the invested capital will be used for the benefit of future generations. The fund is managed by the central bank, but segregated from the bank's own assets. (In Singapore, by contrast, some of the central bank's reserves are managed by the Government Investment Corporation, which also manages the government's own funds, including the huge Central Provident Fund. The Government Investment Corporation holds a very wide range of assets, including investments in venture capital and private equity funds.)

Other oil-exporting countries, especially the small Gulf States, have

²⁶ For more on this option, cf. Genberg et al. (2005).

followed a different strategy, but with the same objective as the Norwegian government. Instead of investing in financial assets, they aim at diversification; they seek to become regional financial centres, much like Singapore, and to attract tourism with flamboyant projects.

Switzerland and other industrialised countries do not confront the problems faced by the oil-producing countries, but they may also face grave risks, including the risks of a virulent pandemic, a nuclear accident, and severe climate changes caused by global warming.

Two questions arise at this juncture: How should funds held for this broad precautionary purpose be invested? How should the funds be managed – by the central bank or by a special-purpose entity? Several central banks, including the SNB and European Central Bank, have lengthened the list of assets in which they invest their reserves. They hold long-term bonds, including corporate bonds, and some of them hold equities.²⁷ When the assets are held by central banks, however, and are commingled with the banks' other reserve asset holdings, they may not be invested aggressively enough to furnish insurance against major calamities. Furthermore, most central banks cannot reinvest all of their net income; they must turn much of it over to their countries' governments.²⁸ It may therefore be better to transfer the reserves that are not needed for more ordinary purposes to a special-purpose entity.

No such decision should be taken unless the central bank has itself concluded that its reserve holdings are larger than required to fulfil its obligations, much as the SNB decided that it could safely dispense with half of its gold holdings. Furthermore, the new entity created to hold the 'excess' assets must have a well-defined mandate. What constitutes a true calamity, and how should the entity use its assets to cope with the economic effects? The decision cannot be left to the managers of the assets or to the discretion of the government. It may therefore be best to create two decision-making bodies – one to manage the assets themselves and another to decide when and how to use them or, at least, to make a recommendation subject to parliamentary approval.

When the National Bank decided to sell half its gold holdings, it opposed a proposal that the proceeds be vested in a special-purpose entity. It did so because "the resulting pressure to generate as high a profit distribution as

27 Financial Times (2005), 19–20 March, p. 3; (2005), 27 April, p. 2. The Swiss National Bank began to hold equities in 2005.

28 The SNB is allowed by law to retain a portion of its earnings for it to build up its reserves at a rate roughly equal to the growth rate of the national economy; this has enabled it to build up its foreign exchange reserves; this helps to explain why its reserves have grown during the last decade, when it has not intervened in the foreign exchange market with the aim of influencing the exchange rate.

possible could hinder it in its task of pursuing an independent monetary policy”.²⁹ It may have had reason to fear such pressure, but the pressure would perhaps be lessened if the decision at issue were not concerned with the conduct of gold sales, but rather with the one-off transfer of assets that the central bank itself had decided to relinquish. When the actual use of those assets was needed, however, and had to be converted into the country’s own currency, it would surely be necessary to consult the central bank regarding the timing and speed of the conversion.

There is, of course, an alternative to this strategy. A country with excess reserves could run them down deliberately, much as Switzerland ran down its gold holdings. The Swiss gold sales, however, took place within the framework of a multilateral agreement.³⁰ It would be hard to forge a comparable agreement regarding large outright sales of a reserve currency; it would no doubt require the explicit acquiescence of the country issuing the currency involved. In the absence of an agreement of this sort, uncertainty about the size and duration of the sales might lead to expectations of continuing sales, cause the country’s currency to appreciate against the currencies that were being sold, and might then generate objections from key export and import-competing industries adversely affected by the appreciation of the domestic currency.

In the case of developing countries, reserves deemed to be excessive should be spent, not set aside. They could and should be used for infrastructural investment, especially for projects with substantial import content. A proposal of this sort was made by India’s Planning Commission, was modified thereafter, but was not fully implemented.³¹ Although the developing countries face the possibility of major calamities, more acutely perhaps than most developed countries, they can less readily afford to hold very large reserves, let alone invest excess reserves in the manner just proposed.

16.6 Conclusion

There is no simple answer to the question posed by the title of this paper. The large analytical literature on the demand for reserves is not especially helpful, because it assumes implicitly that what the ‘typical’ country actually

²⁹ SNB, 97th Annual Report (2004), p. 73.

³⁰ The decision by the National Bank to sell half its gold holdings was taken before this agreement was reached, and the large size of its share in the total gold sales authorised by the agreement reflected that prior decision. The agreement thus had the effect of assuring the market that other major central banks would not embark on unrestrained gold sales in the wake of the Swiss sales; it did not truly limit the size of the Swiss gold sales.

³¹ Financial Times (2004), 16–17 October, p. 2; and the author’s correspondence with Montek Singh Ahluwalia, Head of the Planning Commission.

holds is what it really needs to hold. The amount it needs to hold, moreover, should presumably depend on the country's exchange rate regime, yet some of the countries that rarely intervene to stabilise their exchange rates hold far larger reserves than some other countries that intervene more frequently and on a larger scale. Compound interest also plays a role. Countries with large reserves will earn even more reserves unless they sell off the interest income on their reserve assets. History goes a long way to explaining the cross-country variation in reserve holdings, as does development strategy. It is equally obvious, however, that a fair number of countries hold more reserves than they will need and should perhaps invest them more aggressively, some in real assets to promote development, others in less liquid sorts of financial assets, with the aim of maximising their long-term value to guard against contingencies they can now anticipate or against calamities they cannot now foresee.

Table 16.3

Foreign exchange reserves and related data for all countries, 2003

Country	Reserves in billions of US dollars	Reserves per capita (thousands of US dollars)	GDP per capita (thousands of US dollars)	Reserves as per- centage of imports	Reserves as per- centage of GDP	Reserves as per- centage of banks' foreign liabilities	Imports as per- centage of GDP
Industrialised countries							
Australia	29.97	1.52	25.93	33.66	5.86	18.59	17.40
Austria ¹	7.14	0.88	31.15	8.10	2.82	10.15	34.85
Belgium ¹	7.65	0.74	29.20	3.27	2.54	3.24	77.74
Canada	31.54	1.00	27.51	13.22	3.64	27.20	27.53
Denmark	36.00	6.72	39.60	64.16	16.96	32.62	26.44
Finland ¹	9.54	1.83	31.07	22.99	5.90	37.78	25.64
France ¹	23.12	0.38	29.27	6.25	1.31	4.23	21.01
Germany ¹	41.10	0.50	29.14	6.84	1.71	5.71	24.98
Greece ¹	3.84	0.35	15.73	8.66	2.23	13.86	25.70
Ireland ¹	3.43	0.86	38.49	6.43	2.25	1.01	34.95
Italy ¹	26.05	0.45	25.57	8.78	1.77	12.93	20.22
Japan	652.79	5.11	33.64	170.76	15.20	119.43	8.90
Netherlands ¹	7.18	0.44	31.75	3.09	1.40	2.19	45.35
New Zealand	4.24	1.09	20.62	22.88	5.29	10.14	23.14
Norway	35.89	7.92	48.70	193.87	16.27	51.67	17.88
Portugal ¹	5.25	0.52	14.64	12.86	3.56	6.22	27.71
Spain ¹	17.51	0.43	20.42	8.43	2.09	7.56	24.78
Sweden	18.01	2.03	33.96	21.83	5.97	7.77	27.37
Switzerland	45.56	6.35	44.88	49.57	14.16	8.33	28.56
United Kingdom	35.15	0.59	30.34	9.23	1.96	1.10	21.17
United States	39.72	0.14	37.42	3.05	0.36	4.88	11.84

1 Reserves exclude those held by the European Central Bank; banks' foreign liabilities exclude those to euro area residents.

Country	Reserves in billions of US dollars	Reserves per capita (thousands of US dollars)	GDP per capita (thousands of US dollars)	Reserves as per- centage of imports	Reserves as per- centage of GDP	Reserves as per- centage of banks' foreign liabilities	Imports as per- centage of GDP
Developing countries							
Algeria	32.94	1.04	2.08	270.96	49.76	6,171.44	18.36
Argentina	13.14	0.34	3.38	95.02	10.13	139.41	10.67
Bahrain	1.67	2.32	13.34	32.70	17.42	85.84	53.26
Bangladesh	2.57	0.02	0.35	27.05	4.98	588.85	18.41
Bosnia & Herzegovina	1.79	0.43	1.69	37.77	25.52	113.91	67.57
Botswana	5.25	2.93	4.14	319.40	70.72	5,535.16	22.14
Brazil	49.11	0.28	2.83	96.85	9.71	160.58	10.03
Bulgaria	6.17	0.78	2.52	56.91	30.97	645.08	54.41
Chile	15.21	0.96	4.64	78.48	20.73	314.20	26.42
China	403.25	0.31	1.08	97.62	28.55	757.68	29.25
Colombia	10.19	0.23	1.81	73.33	12.74	1,497.22	17.37
Costa Rica	1.81	0.43	4.19	23.58	10.33	200.44	43.82
Croatia	8.19	1.85	6.50	57.64	28.44	100.37	49.34
Cyprus	3.15	3.94	16.46	70.74	23.96	30.54	33.87
Czech Republic	26.29	2.57	8.83	51.48	29.08	260.49	56.48
Egypt	13.40	0.19	0.97	123.75	19.29	377.13	15.59
El Salvador	1.91	0.29	2.29	43.51	12.76	121.16	29.33
Guatemala	2.82	0.23	2.01	43.54	11.40	385.85	26.19
Hong Kong	118.36	16.79	22.22	51.04	75.55	44.33	148.02
Hungary	12.02	1.22	8.38	25.28	14.51	241.03	57.42
India	97.62	0.09	0.56	137.26	16.40	N/A	11.95
Indonesia	34.74	0.16	0.95	82.24	16.68	934.87	20.28
Israel	25.78	4.01	17.14	71.05	23.39	118.27	32.92
Ivory Coast	2.23	0.13	0.84	67.14	15.87	1,059.13	23.64
Jordan	5.19	0.95	1.82	90.43	52.18	118.60	57.71
Kazakhstan	4.24	0.27	1.94	50.36	14.11	107.15	28.02
Kuwait	6.64	2.64	16.57	60.44	15.91	101.67	26.32
Lithuania	3.37	0.98	5.34	35.06	18.37	185.60	52.40
Malaysia	43.47	1.78	4.25	53.04	41.90	464.00	79.00
Mauritius	1.52	1.24	4.63	64.26	26.87	674.06	41.82
Mexico	57.74	0.56	6.17	33.87	9.04	53.78	26.69

Country	Reserves in billions of US dollars	Reserves per capita (thousands of US dollars)	GDP per capita (thousands of US dollars)	Reserves as per- centage of imports	Reserves as per- centage of GDP	Reserves as per- centage of banks' foreign liabilities	Imports as per- centage of GDP
Morocco	13.63	0.45	1.43	103.94	31.18	3,311.01	30.00
Nigeria	7.13	0.06	0.45	65.68	12.81	4,615.53	19.50
Oman	3.47	1.22	7.61	52.75	15.98	294.77	30.29
Pakistan	10.69	0.07	0.54	82.03	12.81	2,238.57	15.61
Peru	9.78	0.36	2.23	118.58	16.14	1,071.02	13.61
Philippines	13.52	0.17	0.99	34.23	17.05	178.38	49.80
Poland	31.73	0.82	5.43	46.54	15.14	251.02	32.54
Qatar	2.76	4.52	33.49	56.32	13.50	262.46	23.98
Romania	8.04	0.36	2.57	33.49	14.02	363.13	41.87
Russia	73.17	0.51	3.00	89.61	17.01	315.96	18.98
Saudi Arabia	17.66	0.73	8.79	47.78	8.30	165.12	17.36
Singapore	94.97	22.35	21.49	74.26	103.98	158.71	140.01
Slovak Republic	11.68	2.16	6.05	49.41	35.75	371.78	72.34
Slovenia	8.34	4.21	14.01	60.23	30.07	181.94	49.93
South Africa	6.16	0.14	3.67	15.16	3.73	61.14	24.58
South Korea	154.51	3.24	12.75	86.40	25.41	353.65	29.41
Sri Lanka	2.19	0.12	0.96	32.89	12.03	254.06	36.57
Tanzania	2.02	0.05	0.28	139.60	19.64	31,265.56	14.07
Thailand	40.97	0.65	2.28	54.16	28.66	482.12	52.91
Trinidad & Tobago	2.26	1.74	8.27	57.99	20.99	234.42	36.20
Tunisia	2.91	0.30	2.54	26.73	11.65	171.33	43.59
Turkey	33.79	0.47	3.36	51.48	14.10	247.71	27.38
Ukraine	6.71	0.14	1.02	29.14	13.58	390.35	46.61
Uruguay	2.08	0.61	3.27	94.91	18.58	94.79	19.57
Venezuela	15.55	0.60	2.68	168.40	22.55	16,526.65	13.39
Vietnam	6.22	0.08	0.49	388.12	15.73	908.50	4.05
Yemen	4.98	0.25	0.57	140.06	43.91	23,009.69	31.35

Source: IMF, International Financial Statements (2004).

Archived sources

SNB, 97th Annual Report (2004), SNBA.

SNB, *Monthly Statistical Bulletin* (2006), 81 (2), February, SNBA.

References

- Aizenman, J., and J. Lee (2005), International reserves: precautionary versus mercantilist views, theory and evidence, *NBER Working Paper Series*, 11366.
- Aizenman, J., Y. Lee and Y. Rhee (2004), International reserves management and capital mobility in a volatile world: policy considerations and a case study of Korea, *NBER Working Paper Series*, 10534.
- Aizenman, J., and N. Marion (2003), The high demand for international reserves in the Far East: what's going on?, *Journal of the Japanese and International Economies*, 17 (3), pp. 370–400.
- Aizenman, J., and N. Marion (2004), International reserve holdings with sovereign risk and costly tax collection, *Economic Journal*, 114 (497), pp. 569–591.
- Ben-Bassat, A., and D. Gottlieb (1992), Optimal international reserves and sovereign risk, *Journal of International Economics*, 33 (3–4), pp. 345–362.
- Berg, A., E. Borensztein, G. M. Milesi-Ferretti and C. Pattillo (1999), Anticipating balance of payments crises: the role of early warning systems, *IMF Occasional Paper*, 186, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Bilson, J. F. O., and J. A. Frenkel (1979), International reserves: adjustment dynamics, *Economics Letters*, 4 (3), pp. 267–270.
- Edwards, S. (1983), The demand for international reserves and exchange rate adjustments: the case of LDCs: 1964–1972, *Economica*, 50 (199), pp. 269–280.
- Financial Times* (2004, 2005).
- Flood, R., and N. Marion (2002), Holding international reserves in an era of high capital mobility, in: S. M. Collins and D. Rodrik (eds.), *Brookings Trade Forum 2001*, Washington, DC: Brookings Institution Press.
- Frenkel, J. A. (1974), The demand for reserves by developed and less-developed countries, *Economica*, 41 (161), pp. 14–24.
- Frenkel, J. A. (1983), International liquidity and monetary control, in: G. M. von Furstenberg, *International Money and Credit*, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Frenkel, J. A., and B. Jovanovic (1981), Optimal international reserves: a stochastic framework, *Economic Journal*, 91 (362), pp. 507–514.
- García, P., and C. Soto (2004), Large hoardings of international reserves: are they worth it?, Paper prepared for the 8th Annual Conference of the Central Bank of Chile, manuscript.
- Genberg, H., R. N. McCauley, Y. C. Park and A. Persaud (2005), Official reserves and currency management, in: *Asia: Myth, Reality and the Future*, Geneva: International Centre for Money and Banking Studies and London: Centre for Economic Policy Research.
- Goldfeld, S. M., and D. E. Sichel (1990), The demand for money, in: B. M. Friedman and F. H. Hahn (eds.), *Handbook of Monetary Economics*, 1, Amsterdam: North Holland, pp. 299–356.
- Goldstein, M., G. L. Kaminsky and C. M. Reinhart (2000), *Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets*, Washington, DC: Institute for International Economics.

- Heller, R. H. (1966), Optimal international reserves, *Economic Journal*, 76 (302), pp. 296–311.
- Heller, R. H., and M. S. Khan (1978), The demand for reserves under fixed and floating exchange rates, *IMF Staff Papers*, 25, Washington, DC: International Monetary Fund, pp. 623–649.
- Henning, C. R. (2002), East Asian financial cooperation, *Policy Analyses in International Economics*, 68, Washington, DC: Institute for International Economics.
- Hildebrand, P. M. (2005), Swiss National Bank sales – lessons and experiences, Speech delivered on 5 May at the Institute for International Economics, Washington, DC, SNBA.
- IMF (2003), *World Economic Outlook September 2003*, Washington, DC: International Monetary Fund.
- IMF (2004), *International Financial Statistics*, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Joint Ministerial Statement (2005), The Joint Ministerial Statement of the 8th ASEAN + 3 Finance Ministers' Meeting, Istanbul, Turkey, 4 May, <http://www.aseansec.org/17448.htm>.
- Kenen, P. B. (1960), International liquidity and the balance of payments of a reserve-currency country, *Quarterly Journal of Economics*, 74 (4), pp. 572–586.
- Kenen, P. B. and E. B. Yudin (1965), The demand for international reserves, *Review of Economics and Statistics*, 47 (3), pp. 242–250.
- Khor, H. E., E. Robinson and J. Lee (2004), Managing floating and intermediate exchange rate systems: the Singapore experience, *Monetary Authority of Singapore Staff Paper*, 37.
- Lizondo, J. S., and D. J. Mathieson (1987), The stability of the demand for international reserves, *Journal of International Money and Finance*, 6 (3), pp. 251–282.
- McKinnon, R. I. (1963), Optimum currency areas, *American Economic Review*, 53 (4), pp. 717–725.
- McKinnon, R. I. (2005), *Exchange Rates under the East Asian Dollar Standard: Living with Conflicted Virtue*, Cambridge, MA: MIT Press.
- Suss, E. C. (1976), A note on reserve use under alternative exchange rate regimes, *IMF Staff Papers*, 23, Washington, DC: International Monetary Fund, pp. 387–394.
- Triffin, R. (1960), *Gold and the Dollar Crisis*, New Haven: Yale University Press.

17 Switzerland and Euroland: European Monetary Union, monetary stability and financial stability

MARTIN HELLWIG

17.1 Introduction: where did we come from?

17.1.1 *Early expectations of instability from European Monetary Union*

Sometime in the mid-1990s, when I was still teaching at the University of Basel, a friend there remarked that, if the European Monetary Union (EMU) was really going to come, Swiss monetary policy was going to be in for some difficult times. Market participants would interpret the coming of EMU as an end of the commitment to monetary stability in Frankfurt.¹ They would try to move into harder currencies, like the Swiss franc, as they had done in past episodes of turbulence in foreign exchange markets. The Swiss National Bank would again be faced with the difficult choice of whether to accommodate the demand for Swiss francs or to let the Swiss franc appreciate. The first alternative would endanger price stability, the second would endanger the competitiveness of Swiss industry in international markets. The dilemma would be all the more serious because, by contrast to the crises of the 1970s, the German mark would no longer be there to take some of the brunt of the speculation.

This prediction has not come to pass. The European Monetary Union did not bring with it a new era of monetary instability. The European Central Bank's (ECB) commitment to monetary stability seems as firm as that of the Bundesbank ever was. The markets have not shown any signs that they consider the euro to be less hard than the German mark, certainly not in relation to the Swiss franc. In the years 1997–1999, when the European Monetary Union was put into place, the Swiss franc was actually weaker than before. There has been nothing like a recurrence of the turbulences of the 1970s, or of 1992, in foreign exchange markets, at least not in Europe or the United States. By comparison to the preceding two decades, monetary stability in Europe, both internal and external, has been remarkable.

1 Such an interpretation would certainly have been consistent with the predictions of German scholars opposed to EMU. Cf., for instance, the manifesto 'Die Europäische Währungsunion führt zur Zerreissprobe' by 62 academic economists in the *Frankfurter Allgemeine Zeitung* of 11 June 1992.

17.1.2 *Experience of monetary instability in the 1970s*

However, at the time when the prediction was made, it reflected the experience of the preceding two decades. These decades had been marked by monetary instability and by disputes on the proper role of monetary policy in a world of flexible exchange rates. The demise of the Bretton Woods system of fixed exchange rates had eliminated the need to subordinate national monetary policies to the maintenance of exchange rates. In many countries, this freedom was used to greatly expand the money supply, partly in order to smooth over the effects of 'shocks' like the 1974 oil price increase, and partly in order to accommodate public sector financing needs.² These policies greatly undermined monetary stability and caused double-digit inflation for quite some time in several OECD countries. Given the differences in monetary growth and inflation across countries, they also generated strong pressures for exchange rate adjustments.

During this period, we came to appreciate the importance of expectations – inflation expectations as a determinant of long-term nominal interest rates, exchange rate expectations as a determinant of portfolio adjustments in international exchanges, and, perhaps most importantly, expectations about the viability of a country's policy stance as a determinant of inflation and exchange rate expectations. Some of the turbulences in foreign exchanges can probably be explained by the way in which market participants came to appreciate the systemic nature of the relation between the various parts of economic policy, inflation and exchange rate movements, and were trying to figure out how these systems were evolving in the different countries. Given that the policies and policy rules themselves were in flux, so too must the market participants' perceptions of them have been. As changing perceptions translated into portfolio adjustments, expectations themselves became a major determinant of market movements, giving rise to runs and to overshooting phenomena.³

2 There is no need to disentangle the different motives – any policy of keeping interest rates from rising 'too much' will effectively promote all of them. Any such policy will also promote the interests of important parties in the private sector, for instance, financial institutions whose financing costs are sensitive to interest rate changes, or the financial press whose advertising and subscription business depend on financial sector activity.

3 A striking example of the autonomous role of expectations is provided by the increase in US long-term interest rates in January 1981, two months after the election and before the inauguration. This increase seems to have been caused by an appreciation that President Reagan would get his tax cut proposal through Congress and that this held promises for a significant debt burden in the future. Cf. Branson (1987).

In the 1970s, the problem of exchange rate adjustment was usually seen in terms of a need to revalue the German mark and, even more so, the Swiss franc relative to most other currencies, most importantly the US dollar, the pound sterling, the French franc and the Italian lira. For some of the other countries, it looked as if the problem was due to the restrictiveness of German and Swiss monetary policy after 1974, rather than to their own monetary ease. In countries with downward pressures on exchange rates, this caused a certain amount of resentment. For Germany and Switzerland, the ongoing revaluation pressures posed the problem, mentioned above, of how to avoid the contractionary impact of 'excessive' currency appreciation without abandoning monetary stability?

17.1.3 *The ERM experiment*

The initiative of Valéry Giscard d'Estaing and Helmut Schmidt that led to the creation of the European Exchange Rate Mechanism (ERM) and the European Currency Unit (ECU) in 1979 can be seen as a response to these perceived difficulties. For France, the ERM held the promise of reducing the Bundesbank's ability to pursue monetary stability without regard for the effects of its policies on France. For the German Chancellor, the ERM, with its bundling of 'hard' and 'soft' currencies, provided the prospect of reducing exchange rate pressures on the German mark; in the wake of the 1980 election, he may also have been attracted by the idea of reducing the Bundesbank's ability to implement a restrictive monetary policy.⁴

Somewhat ironically, the problem of pessimism vis-à-vis the dollar and the pound disappeared around 1980, just after the ERM was created. For the dollar, the proximate causes of the change in market perceptions seem to have been the 1979 turnaround in monetary policy and the outcome of the 1980 election; for the pound, the income from North Sea oil and the outcome of the 1979 election. Throughout the 1980s (and 1990s), the ERM had more to do with relations between currencies within the European Community (EC) than with their relations to outside currencies.

Within the ERM, there was an asymmetry in adjustment rules which put most of the burden of adjustment on central banks with currencies that were subject to devaluation pressures. Central banks with currencies subject to revaluation pressures were under much less of an obligation to change their policies. Whatever the intentions of the initiators may have been, the

4 This is the view of Vaubel (1987, 2001). For a less critical view of the ERM initiative, cf. Neumann (1999), pp. 297 et seq.; Bernholz (1999), pp. 754 et seq.

Bundesbank retained its ability to pursue the monetary policy of its choice.⁵ The central banks of other participating countries were forced to adjust, at least if they wanted to avoid an exchange rate realignment. In the governments of these countries, resentment of the Bundesbank's strength and 'unreasonableness' grew apace. As for the central bankers, e.g. in Paris or Rome, they were perhaps not so unhappy to be able to tell their ministers that, much as they would like to accommodate their demands, doing so would endanger the position of the currency in the ERM and, surely, the minister would not want to induce the public perception of failure that goes with a devaluation.

17.1.4 *From ERM to EMU*

Against this background, in the late 1980s and early 1990s, the creation of the European Monetary Union could be seen, and may indeed have been intended, as yet another attempt to eliminate the independence and to reduce the power of the Bundesbank and to move to a regime that would provide for a more accommodating monetary policy.⁶ The predictions from the early and mid-1990s that I cited above were based on precisely this interpretation. However, as in the case of the ERM, the development of EMU has taken a different turn. The ECB today seems even further removed from the political fray, perhaps even more independent, than the Bundesbank ever was. It certainly does not give the impression of putting any less weight on monetary stability.

From the perspective of Switzerland, it must be reassuring that the coming of EMU did not bring a return to the monetary instability of the 1970s. However, one may wonder how robust the present arrangement is. One may also wonder about the challenges that the position of an island in Euroland is posing. In the following, I will first review developments in the European Monetary Union, with a focus on the sources of the commitment to monetary stability and on the robustness of this commitment. Thereafter, I will consider the challenges that arise for Switzerland and for Swiss monetary policy from its position as a small open economy in the middle of Euroland. Finally,

5 Hagen (1999), pp. 431 et seq., suggests that the ERM actually reinforced the Bundesbank's commitment to monetary targeting. In an institutional setting where exchange rate commitments could undermine the autonomy of monetary policy, it was all the more important for the Bundesbank to extol the objective of price stability, using monetary targeting as a transparent means to communicate its intentions to the markets and to its partners in the ERM. Cf. also Baltensperger (1999).

6 For this interpretation, cf. Vaubel (2001), pp. 152 et seq.

I will consider some challenges that arise from Switzerland's position as an international financial centre, home to two of the world's largest financial institutions.

17.2 How firm is the commitment to monetary stability in Euroland?

17.2.1 A surprise for Oskar Lafontaine: central bank independence after Maastricht

Following the change of government in Germany in 1998, Oskar Lafontaine, the new social democratic Minister of Finance, indicated that he was fed up with the restrictive monetary policy of the Bundesbank and would see to it that this was changed. If people at the Bundesbank were not going to comply voluntarily, he might push for a change in the Bundesbank Law in order to reduce or eliminate the Bundesbank's independence. Threats of this sort had already been heard in the final months of the previous social democratic government in 1982. By contrast to 1982, however, in 1998, the Bundesbank's status was protected by the Maastricht Treaty and by the German Constitution. Moreover, the responsibility for monetary policy was about to shift to the ECB, whose independence from government interference was also protected by the Maastricht Treaty. Lafontaine's threat against the Bundesbank thus proved to be an anachronism.

In the process of creating the European Monetary Union, the position of central banks relative to governments and legislatures was significantly strengthened. In countries where central banks had been subordinated to governments before 1992, central bank independence was introduced as a prerequisite for EMU participation. In Germany, where the Bundesbank had been independent since 1948, central bank independence, together with an obligation to promote price stability, was raised from the status of an ordinary law to the level of a constitutional provision. Given the view, which was prominent among German economists before 1998, that EMU was a device to conquer the Bundesbank, there is a certain irony in observing that EMU itself ended up protecting the Bundesbank against the ambitions of Mr Lafontaine – and against the impact of generation change, from those who had personally experienced the hyperinflations of the 1920s and 1940s to those who had grown up on post-1968 visions of democratic engineering.

As the new institutions developed, central bankers all over Euroland became stakeholders in them. Enjoying the independence with which the Maastricht Treaty provided them, they came to see the creation and maintenance of monetary stability as their task. Whereas in the 1980s and early

1990s, the ERM was often discussed in terms of the Bundesbank imposing its will on everybody else, the policies of the ECB today are not identified with any one country. When Jean-Claude Trichet followed Wim Duisenberg as President of the ECB, there was no intimation that this would mean a change in policy stance.

The change in institutions was made possible by a change in attitudes towards monetary policy and towards the role of the central bank. After almost two decades of instability, people were upset about high and variable inflation rates, and there was some appreciation that stability might also have its advantages. As institutional safeguards translated into greater credibility, lower inflation expectations and lower nominal interest rates, even governments came to appreciate that such safeguards might have intrinsic merits, although they cut into their own power; after all, the reductions in nominal interest rates greatly reduced their debt service obligations and made the deficit criteria of the Maastricht Treaty much easier to reach.⁷

One may be sceptical as to how long such insights will remain fresh. The evolution of the large Member States' attitudes towards public deficits and public debt over the past few years suggests that at least this lesson of the 1980s was unlearned right after the euro was introduced. However, at this point, this is just a matter of fiscal policy. It undermines the Stability and Growth Pact, but not, at least not yet, the institutional framework for the determination of monetary policy. Even as the discussions about the German, French, etc. violations of the deficit criterion of the Stability and Growth Pact and about the need and scope for reforming the Pact have proceeded, there has not been much public political discussion of the ECB's monetary policy.

17.2.2 Depoliticisation of monetary policy

Public discussion of monetary policy has been strangely depoliticised. We have seen journalists reporting about exchange rate movements as if they were writing about sports events, treating the euro's decline in 2000 relative to the US dollar as if the euro was falling behind in some kind of race. We have also seen technical discussions on the appropriate level of transparency, on the two-pillar approach, and on the assessment of unanticipated growth in

7 For a summary of these developments, cf. Sapir et al. (2004), pp. 60 et seq. Similar changes in attitudes and institutions also occurred in countries outside Euroland. However, the Maastricht process was unique in that it provided the Member States of the European Union with well-defined targets, to be reached within a predefined time span. Monitoring by the European Commission, the implicit threat of non-acceptance of treaty implementation by pre-1998 Germany, and the public visibility and prominence of the entire process provided strong incentives to try and reach the targets.

monetary aggregates at low inflation rates and low nominal interest rates. However, we have *not*, as yet, seen anything that might be compared to the massive attacks that Lafontaine and other German politicians raised against the Bundesbank in a previous era.

One reason for this depoliticisation lies in the supranational nature of the ECB as opposed to the national character of politics. The finance minister or head of government of Germany, France or Italy may be unhappy about the ECB's policy. However, he will find it difficult to make this dissatisfaction the subject of effective political discourse. Within official channels of communication, he is constrained by the statutes that guarantee the ECB's independence. Outside official channels of communication, in public discussion, he is constrained by the fragmentation of political audiences. A Dutch or Finnish audience will hardly listen to the French President or the German Chancellor complaining about the ECB. Indeed, in any such discussion, these national office holders would be told that monetary policy must consider the needs of Euroland as a whole, the Netherlands and Finland, as well as Germany, France and Italy. The smaller countries, in particular, have emerged as strong supporters of the ECB's independence and commitment to monetary stability.⁸

Euroland as a whole is simply too large and too heterogeneous for any one Member State government to be in a position to challenge the ECB seriously. Even the large Member States are reduced to introducing their substantive concerns through their personnel decisions, i.e. when they nominate members of the Executive Board or presidents of their own national central banks. However, the scope for doing so is very limited. Any one Member State influences only a small number of personnel decisions; moreover, socialisation among central bankers affects people's thinking, even if, initially, they come with other ideas.

17.2.3 Is independence threatened by the European Commission?

At this point, effective threats to the independence of the ECB are more likely to come from the European Commission than from the Member States. Being a supranational institution itself, the Commission can claim to be speaking for the European Union as a whole. Moreover, the Commission has

8 In this context, it is of interest to recall that, already in the mid-1970s, the left-of-centre governments of Austria and the Netherlands deliberately chose to align their currencies with the German mark. Appreciating their own smallness, they felt that the benefits for the governance of national economic policy far exceeded the costs of losing the opportunity to carry out their own monetary policies.

a long history of using its monopoly on policy proposals to expand its own executive powers at the expense of other institutions. In the past, it has mostly done so at the expense of national institutions.⁹ However, an expansion of competences at the expense of the ECB would also lie in the logic of the Commission's power aspirations.

In this context, it is of interest to note that, in the discussion about the Constitution for the European Union, in November 2003, Jean-Claude Trichet, the President of the ECB, found it necessary to protest publicly to the President of the Council of Ministers of the European Union against a proposal, which he understood to have been made by the Commission, that would have simplified the procedure for changing articles 10–12 of the Statute of the European System of Central Banks and the European Central Bank.¹⁰ These articles deal with the Governing Council and the Executive Board of the ECB and with their responsibilities. Under existing rules, they can only be changed by a procedure that involves parliamentary ratification in all Member States. The contested proposal would have provided for the possibility of changing them by a unanimous vote of the Council of Ministers, acting upon a proposal by the Commission, after consultation of the European Parliament and the ECB. Such matters as the Executive Board members' term of office, limitation to one term, conditions of employment and procedures for dismissal, all of them central to personal independence, would have become material for new legislation by the Commission and the Council of Ministers, without any effective control by any parliament whatsoever.

President Trichet's protest was successful. The contested proposal did not make it into the Constitution. Indeed, to the outsider, its status in the deliberations is unclear. It does not seem to have appeared in any official public document other than President Trichet's letter to the President of the Council of Ministers. The Commission's official comments on the draft constitution only mention that the rules for appointing members of the Executive Board of the ECB are one of the "clear-cut cases where qualified majority voting should be introduced". The Commission also remarked that "the *modus operandi* of the Governing Council of the ECB and the operational decision-making framework for monetary policy should be reviewed to ensure that decisions remain effective in a euro zone that is set to expand".¹¹

9 A paradigmatic example is the elimination of national competences in the area of antitrust policy under the 'modernisation' provided by Council Regulation (2003).

10 European Central Bank (2003c).

11 European Commission (2003), pp. 7, 9.

The contested proposal is in line with these suggestions. The fact that it seems to have appeared outside, rather than inside, the official consultation process on the Constitution¹² is itself perhaps a testimony to the political stature of the ECB as a guarantor of monetary stability in the European Union.

17.2.4 How robust is the ECB's position?

The importance assigned to monetary stability and the stature of the ECB are also apparent in the fact that, like the EC Treaty, the final version of the Constitution names price stability among the Objectives of the European Union. The Constitutional Convention had dropped this objective, but following the ECB's intervention, it was reinstated.¹³

Nevertheless, one must ask how robust the present constellation is. The consolidation of the ECB's stature that we have seen has been favoured by luck. By comparison to the 1970s and 1980s, inflation rates, as well as nominal interest rates, were low and have remained so; therefore, the choices that the ECB faced were less difficult – and less likely to raise political controversy – than the choices faced by the Bundesbank and the Swiss National Bank in 1974 or 1982, or by the Federal Reserve in 1979 and 1989. The ECB has also been lucky in that there has not been a major financial crisis in Europe. Whereas the economic downturn of the early 1990s was accompanied in many countries by bank failures and banking crises, the burst of the stock market bubble and the economic downturn after 2000 did not cause a financial crisis that would have required an intervention by the lender of last resort and that might have put the unclear relation of national banking supervision and supranational central banking to the test. It remains to be seen what happens if events put the ECB in a position where it must take difficult and controversial choices.

The ECB has also been lucky in that political attention in the past few years has been directed elsewhere. Economic policy debates in European countries have focused on the implications of demographic change, on structural reforms and economic growth, on labour market reforms and social policy, i.e. on the real side of the economy. In part, this development reflects the withdrawal of monetary policy from the national policy domain. In part,

12 President Trichet's letter pointedly noted that, under existing rules, it would be necessary to formally submit such a proposal to the ECB for consultation before determining the amendment to the Treaty that was to be made.

13 Points where the ECB was less successful involved matters of detail, emphasis, or legal clarity, hardly material for a clear-cut discussion about central bank independence and the commitment to price stability, cf. European Central Bank (2003b).

it also reflects the urgency of these 'real' problems and the recognition that they cannot be solved merely by easy money.

At some point in the medium term, however, we are likely to see a resurgence of the proposition that low growth in Europe is at least partly due to the strictness of monetary policy and that Europe needs a more growth-oriented monetary policy. I shouldn't be surprised if, sometime over the next few years, such a criticism of the ECB was going to be raised by the European Commission, as well as the governments of the larger Member States. It would certainly provide the European Commission with an argument for more of a role for itself, alone or in combination with the Council of Ministers.

Even without any change in the Statute of the European System of Central Banks and the European Central Bank, a possible initiative might concern the competence for setting an inflation bound or inflation target. The Commission and Council might want to reserve this competence for themselves, along the lines of the UK model. After all, the Maastricht Treaty, which was written before the UK model was invented, is silent on the question of who is to define what 'price stability' means. There is no clause saying that central bank independence covers the competence to define 'price stability', as well as the competence to monetary policy to attain price stability. Given the silence of the Treaty on this point, there is room for putting this question on the agenda without being perceived as openly calling for a change of regime. The outcome of the ensuing discussion is more likely to be a matter of political convenience than of legal interpretation of the Treaty.

However, even if the competence to define price stability were to be transferred to the Council, acting upon a proposal of the Commission, I would not expect this to have any dramatic effect. The inflation bound might be changed into an inflation target, its numerical value might be raised from 2 percent to 3 percent, but this is hardly dramatic. A more dramatic change, e.g. a move to an inflation target of 5 percent or more, seems unlikely. Such a move would be hard to justify and hard to communicate in a framework in which 'price stability' is the central objective of monetary policy. After all, the reasons why some governments are tempted by the prospects of an easy monetary policy have a lot to do with the discretionary nature and the intransparency of the inflation tax and the difficulties of holding the government accountable for this tax. If an inflation target has to be openly announced, this temptation is much reduced. One may even speculate that such an arrangement might give the finance ministers a greater political stake in the pursuit of price stability and might reduce their tendency to criticise the central bank when interest rates are raised.

17.2.5 *The problem of fiscal instability*

In the immediate future, however, the greatest question marks concern fiscal policy. From the conclusion of the Maastricht Treaty to the creation of the European Monetary Union, we have seen an enormous amount of fiscal consolidation. Since then, the trend has been reversed. The large Member States, in particular, have been running large deficits and have been building up debt again. The disciplining force of the prospect of Monetary Union is missing. The Stability and Growth Pact has not provided an effective substitute. Because the original rules of the Pact were rather crude, many economists feel that the greater flexibility under the new rules is to be welcomed. However, beyond all questions of rules and rule interpretations, the key development has been the realisation that the Pact itself is a dead letter if one of the large Member States chooses not to abide by it.

The failure of the Stability and Growth Pact would not matter if the insulation of monetary policy from fiscal concerns were so well established that it could safely be predicted to persist even if a large Member State went into default on its euro-denominated debts. In such a regime, fiscal policy and public indebtedness would be purely national concerns. Default on 'domestic' sovereign debt would be a possibility, just like default on foreign sovereign debt. Fiscal discipline would be a matter of relations between the individual states and the financial system, i.e. the people and institutions that put up the money to finance the public deficits. A lack of fiscal discipline would induce the financial system to first impose a premium on the interest rates at which funds are provided and to eventually cease lending altogether. The workings of such a system are illustrated by the experiences of individual states in the US or of individual cantons in Switzerland.

The system works differently if there is some prospect that sovereign debts might be monetised. Monetisation avoids default in a legal sense, but imposes a loss of value on the owners of securities that are denominated in that particular currency. If markets anticipate this possibility, they will again impose a premium on the interest rates at which they provide funds. Thus, in the 1970s and 1980s, governments with insufficient fiscal discipline had to cope with high nominal interest rates as markets were anticipating monetisation of the debt and subsequent inflation. Foreign exchange markets also took notice and signalled their views by putting pressure on the exchange rate. Both of these market reactions provide some incentives for fiscal discipline even when monetisation of debt is possible.

However, in a monetary union, these mechanisms are weakened. If monetisation of national debts is a possibility, a country with insufficient fiscal

discipline exerts an externality on the other members of the system. To the extent that markets anticipate the monetisation of national debts, they raise nominal interest rates for *all* nominal securities. Foreign exchange market reactions concern the monetary union as a whole, and *not* simply the Member State that is responsible. At least initially, therefore, a national government may find it more attractive than before to avoid hard choices by running into debt. The penalties for such a policy are at least partly borne by the other members of the monetary union.

Underlying these concerns is a fundamental contradiction between the notion of supranational sovereignty over monetary policy and the notion of national sovereignty over fiscal policy when there is no hard and fast provision for what happens when the fiscal policy is not viable and monetisation – or some other form of ‘supranationalisation’ of debt – is the only alternative to outright default. This contradiction is even deeper than the well-known traditional problems of sovereign borrowing in foreign currencies. Any sovereign borrowing raises the question of what enforcement mechanisms might be effective, but sovereign borrowing by the member of a monetary union raises the additional question of what the roles of the union institutions and the other union members are when the member state in question is unable to meet its obligations.

To be sure, in the context of the European Monetary Union, the Maastricht Treaty provides for a clear insulation of the ECB from pressures generated by the Member States’ fiscal policies. However, in thinking about the issue, one must go beyond the existing legal texts and ask how the Union’s political and legal institutions will react to a crisis when it arises. After all, this is not the first contradiction that arises in the context of European integration from a lack of clarity in the division of responsibilities between national and supranational institutions. If it becomes virulent, it will be dealt with like others have been dealt with before, by a mixture of muddling through under existing rules and of rule adjustment. The benefits of being part of the venture altogether have always been felt to be so large that nobody was willing to break the system. I would therefore expect that, in a clutch, there will be some give-and-take involving the provision of some assistance to Member States that are in trouble in return for the installation of a more effective supranational control mechanism for fiscal discipline.

In the course of such dealings, the ECB and its role are likely to be part of the negotiating mass. At that point, the institutional safeguards provided by the Maastricht Treaty can be less than airtight. As part of a larger package, negotiated between the Commission and the Member States, a revision of the

basic constitutional rules of the European Monetary Union may not be impossible, especially if the revision goes along with the prospect of substantial improvements in the governance of fiscal policy. For such a package, which national parliaments have to approve wholesale or not at all, the requirement of parliamentary ratification in all Member States is rather less of a hurdle, because most national parliaments will be afraid of blocking a package that will surely be announced as yet another major step in European integration.

Even if the Treaty is not changed, there may be a legal issue: Could it be that a court of justice asserts that, first, in the name of higher principles of civil law, any state is legally obliged to fulfil its obligations on its domestic debts even if this requires upending the central bank's independence, and, second, in the name of solidarity within the European Union, the ECB is obliged to assist a Member State in avoiding default on its domestic, i.e. euro-denominated, debts? Given the treatment of such questions by the Constitutional Court in Germany, I believe that this possibility cannot be altogether ruled out.

Up to now, financial markets have hardly differentiated between the Member States of the European Monetary Union. Despite significant differences in debts and deficits, there are hardly any differences in the interest rates that different Member States have to pay.¹⁴ This might be due to market participants anticipating that, in the event of a crisis, some kind of 'supra-nationalisation' of debts will occur as a matter of course. They might also consider that the fiscal consolidation of the 1990s is still providing so much of a buffer that the prospect of such a crisis is still quite remote. At this point, therefore, the question of what incentives for fiscal discipline the system provides to Member State governments is very much up in the air.

17.2.6 The role of the central bank in a large, heterogeneous currency area

Assuming that the current institutional set-up will be maintained for some time, what are the implications for monetary policy? In the first place, the depoliticisation that has taken place is likely to have its effects on the spirit in which monetary policy itself is being carried out. The Bundesbank had always been part of the German political system, posing as a paragon of stability and exhorting the other major players in Germany – the trade unions and the government – to show more discipline. It played this role most emphatically in the final inflationary phases of a boom turning into a recession

14 For an empirical analysis of risk premia in European government bond markets, before and after EMU, cf. Bernoth et al. (2004).

in 1974, 1982 and 1992. Given its own contributions to the preceding expansions and given the strictness of the ensuing monetary tightening, it thus strengthened the procyclical elements in the overall macroeconomic policy regime and contributed to the sharpness of the recessions.¹⁵ By contrast, the ECB has no direct political counterparts. There is perhaps therefore less scope for such a demonstrative pursuit of stability. The ECB may be able to avoid some of the procyclical features that the Bundesbank's monetary policy exhibited.

At the same time, the ECB may become less resistant to the notion that monetary policy activism is not incompatible with monetary stability. As the US experience has shown,¹⁶ once a central banker feels that the political battle over the basic objectives of monetary policy and the importance of monetary stability has been won, he may himself be tempted towards an activist role in countering 'adverse' developments. Under the chairmanship of Alan Greenspan, the Federal Reserve was far removed from traditional Keynesian interventionism. However, from the liquidity injection after the stock market crash of 1987 to the 'correction' of inflationary pressures by monetary restraint in 1989, further on to the turnaround of 1990, which allowed commercial banks to re-establish their capital by playing the yield curve, to the interest rate 'shock' of 1994 and beyond, the Federal Reserve seems to have been driven by a belief in the fine-tuning of policy interventions to solve problems as they were coming up. The notion that each fine-tuning policy intervention might be the source of the next problem does not seem to have played much of a role.¹⁷

17.2.7 Reduced importance of exchange rates

A major change concerns the relative weights given to different variables to which the central bank pays attention. I expect the ECB to pay ever less attention to exchange rate movements. In principle, of course, the ECB, has always focused on inflation rates and monetary aggregates, just like the Bundesbank before it. In practice, however, in an environment in which the

15 For an account of the different players' roles in the earlier cycles, cf. Hellwig and Neumann (1987).

16 Or, for that matter, the Swiss experience, as documented in the other contributions to this volume.

17 Yet one can argue that the inflationary pressures of 1988/1989 were caused by the excessive liquidity injection after the crash, the solvency problems of US commercial banks in 1990 were caused by the interest rate shock of 1989, etc. For a general discussion of this issue, cf. chapter 14.

exchange rate is perceived to matter a great deal, the central bank is hardly able to avoid paying at least some attention to it. For all their insistence on monetary targeting, even the Bundesbank and the Swiss National Bank have always had an eye on the exchange rate.

Perceptions that the exchange rate is important may come from firms and industry associations that see the effects of exchange rate movements on competitive positions in their output markets. They may also come from the media trying to capture the public's attention as they portray exchange rate movements as evidence of good or bad performance by the government or the central bank, or as they tell people about the implications of exchange rate movements for their purchasing power. When such discussions take place, politicians and governments will join in and try to get the central bank to take account of the concerns that are being voiced. The discussions in Switzerland that led to the temporary replacement of monetary targeting by exchange rate targeting in 1979 provide a paradigmatic example, as does the initiative of Giscard d'Estaing and Schmidt to create the ERM.

In Euroland, the perception that exchange rates matter seems to have, by and large, disappeared. Given that most 'foreign' trade of firms in Euroland rests within Euroland, monetary union has dramatically reduced the dependence of firms' competitive positions on exchange rates. It has also reduced the immediate impact of exchange rate movements on consumers' purchasing power. Finally, it has eliminated the identification of the currency and its market valuation with any one country and with the performance of that country's government. In terms of public political discussion, therefore, the exchange rate has become a non-issue. This is bound to give the ECB more leeway to treat the foreign sector and the exchange rate with benign neglect, as the Federal Reserve has done for decades.

17.2.8 Euroland prices and inflation – statistical artefacts or matters of real-life experience?

An open question concerns the treatment of prices and inflation. As yet, one can hardly say that we have an integrated European economy in which deviations from the law of one price for any one commodity are the exception rather than the rule. Transaction costs, regulations and other barriers impede the kind of arbitrage that would make for Europe-wide markets. Price adjustment is mostly a matter of national markets. Moreover, it is fraught with frictions. Thus there have been and continue to be significant differences in the inflation rates of the different Member States. The Euroland inflation rate on which the ECB focuses corresponds to a weighted average of inflation

rates in the different Member States. The relevance of this average for the real-life experiences of people in these Member States is unclear. In 2000, for instance, at respective inflation rates of 5.3 percent and 1.4 percent, people in Ireland worried about inflation, people in Germany about the possibility of deflation.

To be sure, this is not just a problem of the European Monetary Union. Any statistical measure of inflation is an average, across regions as well as goods. However, in a homogeneous environment in which markets are more closely interrelated, differences in price movements are likely to be less pronounced, and an average measure of inflation is likely to be closer to people's actual experiences. Thus for thirteen German *Länder*, the growth of consumer prices from January 2005 to January 2006 ranged between 1.4 percent in Hessen and 2.5 percent in Brandenburg, with a mean of 2.0 percent and a cross-section standard deviation below 0.4 percent.¹⁸ By contrast, for the same period, consumer price inflation in Euroland ranged from 1.5 percent in Austria to 4.2 percent in Spain, with a mean of 2.3 percent and a cross-section standard deviation above 0.7 percent.¹⁹ There is no longer an outlier, like Ireland was in 2000, but even so: what meaning does a Euroland inflation rate of 2.3 percent have for people in Austria or in Spain?

Ironically, this might be less of an issue if European central banks had been less successful in fighting inflation in the past. If inflation is high, everybody shares the impression that prices are going up and that nominal values are not to be trusted. The common experience that the value of money is rapidly going down will dwarf the disparities across countries and regions, even if the disparities themselves are sizeable. By contrast, at low average levels of inflation, there is less of a shared perception that inflation is a problem.

The problem is a natural consequence of monetary unification with insufficient economic integration. With time, it may go away because the increasing interdependence of monetary systems and markets leads to a homogenisation of inflation across Euroland.²⁰ If the disparity of inflation rates and

18 Inflation data for the different *Länder*, except Bremen, Hamburg and Schleswig-Holstein, are available at http://www.statistik-portal.de/Statistik-Portal/de_inhalt21.asp. Averages here are calculated with weights assigned to the different *Länder* on the basis of 2003 consumption.

19 Inflation data and member state weights are available at http://epp.eurostat.cec.eu.int/portal/page?_pageid=0,1136173,0_45570701&_dad=portal&_schema=PORTAL.

20 At 0.7 percent the standard deviation of consumer price inflation across the members of Euroland in 2005 was somewhat less than it had been in 2000 (0.8 percent) when average inflation was actually lower (1.9 percent). However, it is too early to tell whether this corresponds to a longer-term trend or merely to the fact that there is no longer an outlier, like Ireland was in 2000.

inflation experiences in different countries persists, it may end up undermining the legitimacy of the ECB's policy with the public, or, more precisely, with the different publics in the various Member States. Grassroots support of the central bank as a guarantor of price stability is likely to be weaker if the policy concerns of the central bank do not resonate with people's experiences. For the Bundesbank, such grassroots support had been a reliable source of strength, providing a measure of protection against political attempts to subvert its institutional structure.

17.2.9 Summary

To sum up, at this point the European Monetary Union's commitment to monetary stability seems to be quite robust. Institutional arrangements, as well as the constellation of political interests, provide fairly strong support. The problem of effective governance for fiscal discipline has not been solved. Some further institutional change is to be expected if and when this problem becomes acute. However, I would not expect such change to concern the basic principles of central bank independence and monetary stability.

In consequence, I also expect monetary policy to be as stable as anything that can be expected from an institution that is run by people. As people change, as people's perceptions of the problems and techniques of monetary policy change, there are bound to be changes in policy rules and in policies, with implications for market expectations and market prices. However, it seems unlikely that any of this should come close to the kind of subservience of monetary policy to fiscal needs that was at issue in OECD countries in the 1970s and 1980s and that is still an issue in parts of the world today.

17.3 Switzerland as an island in Euroland

17.3.1 Euro-isation of the Swiss monetary system?

What are the implications of European Monetary Union for Switzerland as an island in Euroland? From the time when the prospect of European Monetary Union was beginning to loom on the horizon, I remember hearing questions as to whether Switzerland would be able to retain its own currency at all. Wouldn't the ECU be so much the dominant currency that everybody would expect to be dealing in ECUs, leaving no room for transactions in Swiss francs? What else could one conclude if only one took a look at a map showing continental Europe occupied entirely by the European Union, with only a small white spot in the centre?

I have always wondered why such questions were to be taken seriously.

To be sure, a map with a small white spot in the centre of a large homogeneous land mass makes for a suggestive picture,²¹ but this is no substitute for an argument. Analogies with Panama or Israel seemed beside the point. In both these countries, the dollarisation of large transactions had more to do with institutions, policies and inflation, rather than the relative smallness of these countries. The same is true of countries, e.g. in Latin America, that have dollarised their currencies without actually abandoning them. Institutions and policies in Switzerland seemed far from inducing anything similar.

To be sure, the tourist or businessman coming to Switzerland might be so used to paying in euros that he couldn't even conceive of foreign currency any more, at least not on the European continent. However, the willingness and the desire to accommodate such a person's needs would not automatically be grounds for a euro-isation of transactions in Switzerland. Having the internal payments system run on Swiss francs and accommodating the careless foreigner's needs in euros would actually seem like a wonderful mechanism for price discrimination.²² Why should anyone want to give this up?

17.3.2 Dependence of the economy on the foreign sector

Nevertheless, the question of what the implications of the euro are for Swiss monetary policy is of substantial interest. For Switzerland as a small country, the 'foreign sector', i.e. cross-border economic activities in trade and capital accounts, is very important. To convey an idea of orders of magnitude: in 2004, exports and imports of goods each exceeded 30 percent of gross domestic product (GDP), exports and imports of tourism services and exports of banking services each were in the order of 3 percent of GDP; net capital income from abroad amounted to roughly 11 percent of GDP, net capital exports to roughly 17 percent of GDP. By comparison to other countries, all these numbers are quite large. The foreign sector is significantly more important for Switzerland than for any one of the larger Member States of the European Union, let alone the European Union or Euroland as a whole.

Moreover, the foreign sector exhibits strong links to the euro area. In their study 'Optimal currency areas', Alberto Alesina, Robert Barro and Silvana Tenreyro suggest that Switzerland would actually be a natural candidate for

21 The suggestiveness of the picture is reinforced by the fact that, for Europe in 1940, one might have drawn a similar map. The same is, however, true of Europe in 1640, when the Swiss Confederation was the only state not involved in the Thirty Years' War. The map looks the same, but the underlying structure is different.

22 At the time of writing, machines selling tickets for local public transportation in the area of Berne did take euros – at a rate that is some 5 percent below its value in organised exchanges.

membership in the European Monetary Union, more so than some of the actual members of EMU.²³ Their suggestion is based on the observation that the share of Switzerland's trade with the euro area is very high and that, already in the 1960–1997 period, price and output movements were strongly correlated with price and output movements in Euroland, indeed significantly more strongly than with the United States or Japan. According to Alesina et al., the high trade share indicates that there is significant potential for gains from further specialisation under monetary union; the high price and output correlations indicate that there would not be much of a loss if the competence for macroeconomic stabilisation policies were shifted from the national to the European supranational level. Given that Switzerland has not shown much of a taste for Keynesian stabilisation policies, the latter concern is probably less relevant for Swiss policymakers than the notion that independence in monetary policy provides some protection against unwelcome changes in the overall monetary policy stance of Euroland. However, the numbers presented by Alesina et al. do highlight that the Swiss economy is extraordinarily inter-related with the economies of the euro area. The question as to how the Swiss foreign sector might be affected by European Monetary Union is therefore of major importance.

In discussing this question, one must distinguish between the effects of European Monetary Union and the effects of Switzerland being a small country with a great sensitivity to the 'foreign sector'. The latter played a role long before the European Monetary Union came into being and would still play a role if the European Monetary Union did not exist. For example, in Switzerland, there is significant public awareness of the exchange rate as a key price variable. This awareness is due to the fact that so much economic activity is seen as being affected by the exchange rate. The interest rate also plays a central role, but then, as Swiss interest rates – both real and nominal – are usually lower than interest rates elsewhere, the interest rate is usually not perceived as being offensive.²⁴ Wage rates, which play a central role in Germany, are not perceived as macroeconomic variables, because wage setting is quite decentralised.

In Switzerland, the exchange rate is the price variable that is most distinctly perceived as having a macroeconomic dimension and that gives rise to complaints about monetary policy. The virulence of such complaints does not

23 Alesina, Barro and Tenreiro (2002).

24 The period around 1990, when short-term rates were unusually high, was the major exception and was very much experienced as such.

depend on the existence of the European Monetary Union. Long before EMU, in the 1971–1984 period, the Swiss franc was the currency that exhibited the highest rate of appreciation and the third highest volatility in the world, the latter behind the US dollar and the pound sterling.²⁵ Complaints about the exchange rate were such that, for a short while, in 1979–1981, the SNB felt compelled to target the exchange rate, rather than the money supply. In the twenty-five years since then, both the rate of appreciation and the volatility of the exchange rate have been lower.²⁶ However, the exchange rate has always played a central role in public discussion and in the thinking of the SNB.²⁷

17.3.3 Does EMU affect the exchange rate exposure of Switzerland?

How does the European Monetary Union affect the interplay between exchange rates, the Swiss economy and Swiss monetary policy? This question comes in three parts: first, in what sense are exchange rate movements affected by the European Monetary Union? Second, what does this imply for the Swiss economy? Third, what are the consequences for Swiss monetary policy, in normative as well as political-economy terms?

In addressing the first subquestion, it is important to appreciate that exchange rate movements involve a significant element of randomness. Even without any remarkable turbulences in currency markets, the past ten years have seen significant changes in market assessments and sizeable exchange rate fluctuations that defy theoretical explanation, roughly 5 to 10 percent up or down from one year to the next. In the post-Bretton Woods era, such exchange rate fluctuations have not been limited to short-run, day-to-day or month-to-month fluctuations, but have sometimes persisted over several years.²⁸ The appreciation of the dollar in the first half of the 1980s is one example, its depreciation in the mid-1990s and appreciation around 2000 are others.

The literature on excess volatility phenomena in asset markets suggests that such apparent randomness is a normal feature of any asset price; for exchange rates, this randomness may be reinforced by the fact that there is nothing like the calculation of discounted present values of asset returns which might serve as an anchor for expectations. Expectations are therefore more easily affected by the ‘story’ of the day. The same people who revel in the marvels of US capitalism or the growth potential of the US economy on one

25 Cf. Danthine and Lambelet (1987), p. 155.

26 Still, the Swiss franc was the currency that appreciated most over this period.

27 For contemporary contributions, cf. Capitelli and Buomberger (1990); Rich (1990); Schiltknecht (1990). A later account of this period is provided by Rich (2003).

28 For a recent survey, cf. Rogoff (2001).

day will fret about twin deficits the day thereafter – without ever doing the full analysis for either story.²⁹

Does the euro affect the vagaries of exchange rates? Three considerations seem relevant: first, the unification of currencies eliminates the diversification of nominal exchange rate risks that is naturally present when one is dealing with multiple currencies. As long as price movements differ across Member States, there is still significant diversity in *real* exchange rate movements. However, to the extent that price movements in Euroland will become more synchronised, this diversification of real exchange rate risks will disappear. There is some prospect, therefore, that over the medium run, the currency unification provided by EMU will provide Switzerland with a less highly diversified environment, for real, as well as nominal exchange rate risks.

Second, improvements in the governance of monetary policy and the commitment to monetary stability in Euroland have eliminated the prospect of turbulences of the sort that we have seen in past currency crises. This should perhaps not be attributed to European Monetary Union as such, but to the changes in attitude to monetary stability that I discussed above. However, it is difficult to separate these matters. Given that the European Monetary Union has improved the institutional infrastructure, one may as well treat this as an effect of the European Monetary Union.

Third, as discussed above, it seems likely that the ECB will simply pay less attention to the exchange rate and to other cross-border concerns than national central banks have done in the past. The term ‘benign neglect’ may come to describe the ECB’s attitude to the foreign implications of its policies and operations, just as it has described the attitude of the US Federal Reserve for a long time. Changes in the monetary policy stance taken in Frankfurt and the changes in interest rates and exchange rates that they induce may come to be more of a disturbing factor than they were at a time when the Swiss National Bank and the Bundesbank had parallel interests, at least *vis-à-vis* the US dollar.

17.3.4 Implications for the Swiss economy

Given these considerations, I expect that we shall see more of the sort of 5 to 10 percent swings from one year to the next in nominal exchange rates that we have seen over the past fifteen years, induced sometimes by ‘noise’ or

29 Either way, the ‘story’ of the day provides material for infotainment in the media that treat the daily advances and retreats of asset prices in currency exchanges or stock markets as if they were writing about football or baseball games and their impact on the annual league competition or pennant race.

by changes in 'stories' and expectations, sometimes by changes in the stance of monetary policy for one currency and by inflation differentials, and sometimes by changes in economic activities. These swings are not nearly as dramatic as the currency crises of the 1970s. However, their impact on the Swiss economy will be enhanced when price movements in Euroland become more synchronised and the reduction of diversification concerns real as well as nominal exchange rates.

A certain element of diversification will still be provided by the lack of synchronisation between developments in the United States and developments in Euroland. This is important because the foreign sector of the Swiss economy has a lot to do with the US dollar. The suggestion to the contrary in Alesina, Barro and Tenreyro is at least partly based on their looking only at the trade side of the foreign sector.³⁰ For the capital account, the US dollar is more important than the euro, with some variation from year to year, but no discernible downward trend.³¹ Switzerland's activities as a financial centre, as an exporter of capital, and as a recipient of a substantial amount of capital income from abroad have more to do with the US dollar than with the euro.

Altogether, I do not see the European Monetary Union as having a major impact on the Swiss economy. Exposure to shocks coming from abroad should be roughly comparable to what it has been over the past fifteen years. The reduced diversification and the difference in monetary policy institutions can have some effects on the details of the patterns of the shocks, but the differences are likely to be small. After the creation of EMU, as before, Swiss firms have to live with the fact that every now and then, unforeseen events abroad have a substantial – adverse or favourable – effect on the conditions in which they are doing business. The SNB has to live with the fact that, when such events occur, the economic sectors that are adversely affected will complain, because in their view it is the National Bank's task to manage the exchange rate and to insulate them from such shocks.

17.3.5 Implications for Swiss monetary policy

Should the National Bank take notice? On the surface, this question concerns the details of what variable should serve as short-run and intermediate targets of monetary policy, what instruments are available and how the in-

30 Alesina, Barro and Tenreyro (2002).

31 Thus, for 2004, the Swiss National Bank reports portfolio investments and bank loans of 51.4 billion Swiss francs in US dollars as opposed to 28.9 billion francs in euros; as for direct investments, in 2004, 13.5 billion francs went to Euroland and 11.7 billion francs to the Western hemisphere.

struments relate to the targets. According to an old prescription, the choice of intermediate target should depend on whether shocks to the economy are mainly nominal or real. With a prevalence of nominal shocks, in particular shocks to money demand, it is preferable to have a price variable as an intermediate target; with a prevalence of real shocks, it is preferable to have a quantity measure of 'the money stock' as an intermediate target. If we think of shocks coming from the foreign sector as being largely nominal, caused for instance by shifting expectations in exchange markets, this prescription would call for a price variable as the appropriate intermediate target. In other words, the central bank should take notice of shocks coming from abroad. The only question then would be, what is the appropriate price variable or the appropriate mix of price variables to be concerned about?

However, how do we know when shocks are purely nominal? Even if we have good reasons to believe that we have identified a shock as being nominal, could it not be correlated with a real shock that also needs to be taken into account? Recall the dilemma of Swiss monetary policy in 1990 and 1991. The high-interest-rate policies pursued by the United States, the United Kingdom and Germany put pressure on money markets and currency markets throughout the world, including the Swiss franc. Was this a nominal shock, to be balanced by an apparently restrictive monetary policy attuned to the reduction in the rest of the world's demand for Swiss francs? Or was this a real shock, as the concomitant recession in the United States and the United Kingdom reduced – and the German unification boom increased – foreign demand for Swiss exports? I suspect that, at the time, the SNB did not address the problem in these terms, preoccupied as it was with the domestic inflationary pressures that had resulted from its excessive liquidity creation in late 1987 and 1988.³² However, even if one gave top priority to the need to restrain inflation, the question of how much restraint was already being imported from abroad should have been highly relevant.

By now, traditional notions of interest rates or exchange rates as appropriate price variables to be concerned about when there are nominal shocks have been replaced by the notion of inflation targeting or inflation forecasting as being closer to the ultimate concerns of a policy devoted to monetary stability. Conceptually, this is again a price variable, albeit one that is not identified

32 According to Capitelli and Buomberger (1990), this excess liquidity creation itself was the result of a domestic nominal shock and might have been avoided if the SNB had paid more attention to exchange rates and interest rates. The contrary view is maintained by Rich (1990). Cf. also Rich's (2003, pp. 43–44) reference to monetary policy tightening as a way of countering "the attack on the Swiss franc" in 1992.

with any one market. The basic problem of how to assess the implications of a given exchange rate shock and how to determine whether the central bank should react is as relevant under inflation targeting as under any other regime, and is just as difficult to deal with.

17.3.6 Competitiveness rhetoric and the political economy of structural change

In any case, one should beware of thinking about the problem solely in terms of the nature of shocks and the best technique for a stability-oriented central bank to be dealing with them. At a deeper level, the problem goes beyond these technical questions and concerns the overall governance of the Swiss economy, in particular, the mode of structural change.

For a long time now, one of the most vociferous complainers has been the Swiss tourism industry. Too high a value of the Swiss franc, they say, ruins the industry's ability to compete with tourism industries elsewhere, particularly Austria. However, as is often the case when an industry complains about the lagging competitiveness of 'the national economy' and refers primarily to itself, at least part of the story is a matter of shifting comparative advantage. The tourism industry had initially owed some of its prosperity and growth to the availability of cheap labour in overpopulated mountain valleys. By now, this labour is no longer cheap. A combination of increased mobility and economic progress in other sectors has provided labour with better opportunities elsewhere. The industry's need for adjustment is a natural consequence of this change, a result of competition with the Swiss banking, pharmaceutical and engineering sectors. The point is that an industry's 'competitiveness' is a matter of input as well as output markets. The success of the Swiss tourism industry depends not just on how it does relative to the Austrian tourism industry in competition for customers, but also on how it does in competition with other sectors of the Swiss economy in competition for labour. Its overall viability depends on the relation between pricing conditions in output markets and input markets. Exchange rate movements that worsen this relationship for the tourism industry can be a consequence of shifting comparative advantage, induced by an increasing competitiveness of firms in other sectors of the Swiss economy.

In this context, there is some danger in treating the exchange rate as a political price. An exchange rate that is seen as being set by policy, rather than by the market, will be the subject of politics. Firms whose competitive positions are strongly affected will complain about it without caring about such niceties as whether their experience reflects a nominal shock or a change in

comparative advantage. If the complaints are effective, structural change can be impeded, at least in the short run; in the medium and long run, the adjustment will probably occur anyway as the more successful domestic industries bid input prices further up. The complainers' margins are then squeezed by wage increases, rather than the appreciation of the nominal exchange rate. When comparative advantage shifts from one sector to another, domestic inflation and the change in the real exchange rate that it induces can be as merciless a force for structural change as an appreciation of the nominal exchange rate. However, in the process, the economy suffers from the inflation.

Even more importantly, the economy would suffer from the development and possible entrenchment of attitudes assigning the responsibility for the economic successes and failures of individual firms and industries to the institutions of monetary policy or, more generally, to the government, rather than to the parties in question. Such attitudes would undermine the notion of self-reliance as one of the mainsprings of economic prosperity.

17.3.7 Does Switzerland's role as a rentier affect the political economy of structural change?

By comparison to other countries, for Switzerland, the political economy of structural change in response to shifts in comparative advantage is complicated by the fact that, to some extent, the shift is due to returns on capital. Institutions and individuals from Switzerland are major investors in the rest of the world. The returns that they earn on their investments are a major item in the Swiss current account. At 11 percent of GDP in 2004, net capital income from abroad was exceptionally high – and is likely to rise even more.³³ At 17 percent of GDP, capital exports were higher still. However, unless Switzerland wants to make a free gift of goods and services to the rest of the world, there will have to be a time when capital exports fall short of net capital income from abroad. At that time, net capital income from abroad will be at least partly matched by a deficit in the trade balance, i.e. exports of goods and of labour-based services must fall short of imports. After all, capital exports and the net outflow of goods and services that they require represent just one side of an intertemporal exchange; the other side is represented by subsequent net capital income

33 The long-term significance of this factor has already been pointed out by Danthine and Lambelet (1987), p. 155. It is tempting to speculate that the long-term real appreciation of the Swiss franc that we have seen, which seems to be in conflict with any theories of purchasing power parity or of (uncovered) interest parity, might be a reflection of this development.

from abroad and by the net inflow of goods and services for which this income provides.³⁴

When the other side of the intertemporal exchange involved in capital exports comes home to roost, some firms and industries in Switzerland will find that, at least in relative terms,³⁵ they are losing ground to foreign competitors. If they identify the exchange rate as a proximate cause of their difficulties, we can again expect them to complain. However, this is an instance of structural change induced by intertemporal exchange, with a shift in comparative advantage towards the earning of returns on capital, rather than any other active production. Political discussion about this change is likely to be quite different from previous instances. The 'rentiers' who receive the net income from abroad may be just as hostile as any firm to seeing the currency appreciate. After all, an appreciation of the Swiss franc relative to other currencies devalues their holdings abroad, which, for the most part, are not denominated in Swiss francs. Even though these rentiers are more dispersed and presumably less well organised than an industrial lobby, they should not be underestimated as a potential political force. Given the immediate relevance of the exchange rate for their real incomes, they may well contribute to a public perception that the exchange rate is, or ought to be, a political price.

17.4 Financial stability and the lender of last resort: does EMU make a difference?

A discussion of the implications of the European Monetary Union would not be complete without a consideration of the role of the central bank as a lender of last resort. Under the home-country principle, banking regulation and banking supervision are purely national concerns. The potential lender of last resort, however, is a supranational institution. One may wonder how these things go together.

34 Cf. Bulow and Rogoff (1989). Under the assumption that expected present values of net capital exports and of net capital income from abroad over all future periods are finite, their argument implies that, if a country begins by exporting capital, there has to come a time when the expected present value of net capital exports over all future periods must be less than the expected present value of net capital income from abroad over all future periods. As shown by Hellwig and Lorenzoni (2003), the assumption that expected present values are finite is restrictive, but even if this condition breaks down, intertemporal exchange involves a *quid pro quo* under which periods of net resource flows in one direction are followed by net resource flows in the reverse direction.

35 In absolute terms, there need not be a decline. The high level of wealth that generates the desire to consume some of the net capital income from abroad could also support a high level of domestic demand. The argument is akin to Ohlin's critique of Keynes on the transfer problem.

From the Swiss perspective, this question is important because the financial sector in Switzerland is large and transcends national borders. Switzerland is home to two of the world's largest financial institutions (they used to be three!); the country also hosts affiliates of practically every financial institution that aspires to play an international role. Financial services are a major export industry. Financial institutions in Switzerland are very much interrelated with financial institutions elsewhere, in particular with financial institutions in Euroland. Financial stability in Switzerland is thus closely tied to financial stability in Euroland.

17.4.1 Problems in banking as a potential problem for the economy

Given the size of the Swiss banking sector, problems in this sector are problems for the whole economy, even more so than in other countries. Switzerland had a taste of such problems in the early 1990s, when high interest rates and an inverted yield curve combined with poor loan performance and a downturn in real estate markets to put the banking sector in a difficult situation, including a full-fledged crisis of regional and cantonal banks with poorly diversified activities. The stagnation of the Swiss economy in these years, with GDP declining 1 percent from 1990 to 1991 and then remaining constant for the next three years, must be at least partly ascribed to the fact that banks were not in a position to lend as freely as they had done in better years. Financial sector employment shrank by more than 10,000 people, some 5 percent of the overall decline in employment.

Yet the banking crisis and the recession of the early 1990s in Switzerland were comparatively mild. Open bankruptcies of banks could for the most part be avoided by having the failing banks taken over by one of the big banks.³⁶ The big banks were in a better position than the regional and cantonal banks because they were better diversified. High interest rates, poor loan performance and depressed real estate markets caused problems for them as well, but they could compensate their losses in traditional banking activities in Switzerland by profits from their securities and trading activities internationally, in particular in derivatives. These profits provided a buffer not just for the big banks, but for the banking system as a whole, which the big banks were able to support in a time of stress.

To get an idea for what a full-fledged banking crisis can mean for a small, highly developed economy, one must look at the experience of the Scandinavian countries in the early 1990s. The recession of the late 1980s/early

36 The exception was Spar- und Leihkasse Thun in 1990. Cf. chapter 7.3.3.

1990s, which hit most OECD countries, was particularly pronounced in the Scandinavian countries, where it was accompanied by banking crises. Thus in Sweden, unemployment went from 1.4 percent in 1990 to 9.4 percent in 1994. Real GDP declined by 5 percent from 1991 to 1993.³⁷ Although, to some extent, this downturn can be attributed to the Riksbank's defending the currency by a policy involving exorbitant interest rates (with call money rates at 500 percent p.a.), there is a consensus that the banking crisis played a major role as two out of five large banking institutions, as well as many finance companies, became insolvent and company lending was drastically reduced. Between 1990 and 1993, bank lending in Sweden declined by 21 percent, and private investment by 35 percent.

From the Swiss perspective, it is instructive to look at orders of magnitude. Including provisions for future losses on loans that were still performing, total loan losses of Swedish banks amounted to 75 billion Swedish kronor, roughly 5 percent of GDP, in 1992. Cumulatively, over the 1990–1993 period, they amounted to 17 percent of total bank lending, or 165 billion Swedish kronor.³⁸ During this period, bank profits excluding loan losses were roughly constant at 25 to 30 billion Swedish kronor per year. When the Swedish government stepped in to save the banks (though not the banks' owners), it had to put up some 65 billion Swedish kronor, or 4 percent of GDP, in additional funds; as a result, its overall deficit rose to 12 percent of GDP in 1993. A significant part of this aid was later recovered through asset sales, dividends and privatisations,³⁹ but in the short run, the support of the banks crippled the Swedish government's finances, eliminating any scope for active fiscal policy in what turned out to be the sharpest recession since the Great Depression.

Turning from Sweden to Switzerland, I note that, in 2004, GDP was 446 billion Swiss francs; total government spending, 53 billion Swiss francs. In that year, UBS listed total assets of 1,737 billion Swiss francs, and Credit Suisse total assets of 1,089 billion Swiss francs, i.e. these two institutions alone had total assets that were more than 500 percent of GDP. As these institutions have pursued their diversification and internationalisation strategies, the role of bank lending has been reduced, but even so, their total lending in 2004 amounted to 416 billion Swiss francs. In relation to the Swiss economy and the Swiss government budgets, both of these institutions are much larger than the largest Swedish banks were in the 1990s.

37 The following account is based on Englund (1999).

38 According to Englund (1999), bank lending was at 354 billion Swedish kronor in 1985 and grew 174 percent from 1985 to 1990.

39 Even so, the final cost to the taxpayer is estimated at 35 billion Swedish kronor.

If ever these institutions were to go through an experience like that of the Swedish banks in the early 1990s, the government would find it that much more difficult and burdensome to try and save the country from the fallout of the crisis. Indeed, it is doubtful whether a performance like that of the Swedish government would even be feasible. While to date, we are used to thinking of some banks as being ‘too big to fail’, because the government is unwilling to face the consequences of letting them go under, the Swiss banks may in fact be ‘*too big to be rescued*’ in the sense that, even as it tries to rescue them, the government would be crippled by the task.

If one thinks of bank failures and banking crises as resulting from the reckless behaviour of bank managers, encouraged by explicit or implicit state guarantees, the discrepancy between the size of financial institutions in Switzerland and the size of the overall economy contains a reassuring element. The managers in charge of the major financial institutions are unlikely to have any illusions about the ability of their country to rescue these institutions in a crisis. Indeed, this awareness may have contributed to their being among the most advanced institutions in applying modern techniques of risk management and risk control.

17.4.2 Systemic aspects of risk in banking and finance

However, a bank’s exposure to risks is not always due to recklessness motivated by a reliance on a too-big-to-fail policy of the government. Sometimes recklessness is motivated by individual incentives of a person in an organisation, sometimes the risks in question are underestimated, and sometimes it is not even possible to have a reliable estimate of what the risks might be. Underestimations of risks seem to have been important as a reason for excessive lending to sovereign states in the late 1970s and to small firms and real estate in the late 1980s. The underestimations were probably reinforced by herding effects and their implications for the incentives of individuals. At the time, even people who had misgivings may have refrained from speaking up for fear of being branded as outsiders who were not really ‘with it’. Personal incentives play an even greater role when individual career prospects depend on delivering profits – and risk-taking provides the prospect of earning large profits with some probability.⁴⁰

40 An example is provided by the old Union Bank of Switzerland, where Mathis Cabiallavetta rose to the top at least partly on the strength of profits from derivatives trading. In charge of risk control as well as trading, he had insufficient incentives to look closely enough at what his derivatives traders were doing; in the Asian crisis of 1997, the bank suffered the consequences when profits turned into losses amounting to more than 600 million Swiss francs. Cf. Schütz (1998).

Sometimes, however, even diligent risk managers will be unable to assess the risks to which their institutions are exposed. A major difficulty is posed by risk correlations, which can be hard to measure because they can vary by the day or the week. Thus a major question for any risk-shifting contract is to what extent the counterparty credit risk is correlated with the underlying risk that the contract is ostensibly shifting to the counterparty. A bank that makes a fixed-interest loan and that uses an interest rate swap to hedge the interest rate risk is still exposed to the counterparty credit risk that its partner might be unable to perform if short-term rates go up and the counterparty should be paying a lot. In the Thai crisis of 1997, international banks that had made dollar loans to Thai banks that made dollar loans to Thai firms found that the risk of a devaluation of the baht against the US dollar was not effectively hedged: When the baht was devalued, the firms whose customers in Thailand were paying in baht found themselves unable to service their debts and went under – as did the Thai banks whose loan clients had become insolvent.⁴¹

Correlations between counterparty credit risks and other risks are practically impossible to assess with any satisfactory degree of reliability. As illustrated by the Thai example, the position of one's own counterparty in turn depends on the counterparty's counterparties and so on, i.e. on the whole network of contracts. Examples like Baring Brothers or Orange County in the mid-1990s show that any one of these counterparties' positions can change in a matter of days or weeks. Even for the parties that are involved, it hardly seems possible to assess these changes in a timely manner as they occur.

The problem is further complicated by the interrelation of institutions with asset markets. In the LTCM affair of 1998, the Federal Reserve intervened mainly because it was afraid of domino effects that might occur if LTCM were forced to liquidate its assets; bond prices would drop, and the drop in bond prices would affect the solvency of other institutions.⁴² From an *ex ante* perspective, the challenge for risk management would be to assess the risks of changes in market prices that might be caused by failing institutions, perhaps also to assess the counterparty credit risks that might arise because the parties with whom one is contracting might be exposed to such risks of changes in market prices that might be caused by failing institutions, and so on.

Given this level of complexity of counterparty credit risks in the financial system, one is bound to have some sympathy for the practitioner who claims

41 For an account of this problem that predates the Asian crisis, cf. Hellwig (1995).

42 For an account of an instance where such domino effects through markets did occur, cf. Schnabel and Shin (2004).

that risks from systemic interdependence cannot be handled by risk management at the level of the individual institution, but must be left to be handled by the central bank as the lender of last resort.⁴³

17.4.3 Prerequisites of timely, effective and sustainable policy intervention

However, we should not think of the central bank as a *deus ex machina*, whose mere appearance on the scene is sufficient to put things right and avert a systemic crisis. To be successful, the central bank's intervention must be timely, effective and sustainable. None of these properties can be taken for granted.

To be *timely*, central bank intervention must occur *before* a bank failure, or even the rumour of an impending failure, has put markets into a state of panic. However, the central bank must also beware of intervening prematurely, at a time when private solutions to existing problems are still available; otherwise, it risks raising the moral hazard that is associated with any too-big-to-fail doctrine. To be *effective*, central bank intervention must be attuned to the problem at hand. In some instances, it may be appropriate to intervene by trading in the open market, as was the case in the United States in 1990, when the turnaround in monetary policy lowered interest rates and enabled commercial banks to rebuild their equity by playing the yield curve. On other occasions, it may be necessary to target the intervention to a particular institution, as was the case for Continental Illinois in 1984 or LTCM in 1998.⁴⁴ To be *sustainable*, the intervention must be within the central bank's means and must be perceived as such. In Germany in 1931, the Reichsbank's policy of providing rediscounting to the Danat Bank even when it was insolvent was not sustainable because, in the event of the run on the Reichsmark, the Reichsbank ran up against the legally mandated coverage requirements for its currency issue.⁴⁵ In the Swedish crisis of the early 1990s, the government's intervention to rescue the banks would not have been possible if Sweden had been subject to the Stability and Growth Pact, and if the Pact had been strictly enforced.

Timeliness, effectiveness and sustainability of an intervention to avert a systemic crisis require a significant amount of cooperation and coordination

43 Wuffli (1995).

44 Whether the LTCM intervention should be treated as a central bank intervention at all is a matter of dispute. After all, the Federal Reserve's role was merely to get private institutions to provide a rescue package for LTCM. However, it is hard to imagine the Fed's having taken this role without at least an implicit commitment as to what it would do if systemic developments were to go against the parties whose cooperation it was mobilising.

45 Cf. Schnabel (2004).

among the different institutions that are involved. In the first instance, the central bank as lender of last resort must be well informed about the situation. It must have a clear idea about the reality behind the numbers in the banks' books. It must also have some appreciation of the potential externalities of a bank's failure on other institutions and on markets. In most countries, this information tends to lie with the bank supervisors and is available to the central bank only to the extent that the two institutions cooperate.

For effectiveness and sustainability, there must also be no question about the central bank's competence to intervene and about the allocation of the cost of intervention. This requires some agreement with the government, more precisely, the minister of finance. If the central bank wants to avoid losing control over its monetary policy, there must be some understanding that the monetary effects of the intervention will be sterilised and that the cost will be assumed by the government, as an explicit burden on the taxpayer, rather than an implicit one, through the inflation tax. If there is any disagreement – or even delay in agreement – on this point, the appropriate opportunity for intervention may be lost. Subsequent attempts to repair the damage may be less effective and more expensive.

For financial institutions that operate internationally, the problem of ensuring the timeliness, effectiveness and sustainability of public intervention to avert a systemic risk concerns multiple central banks, multiple banking supervision authorities and multiple ministers of finance. Their cooperation is needed to establish the requisite transparency as to the actual state of the different financial institutions and of the financial system as a whole. Their cooperation is also needed to allocate responsibilities and to provide support to the institutions of any one country, lest there be any doubt in the market as to whether the country is able to handle its part of the crisis.

17.4.4 Banking supervision and financial crisis management in Euroland

In Euroland, the problem of ensuring the timeliness, effectiveness and sustainability of public intervention to avert a systemic risk is compounded by the fact that banking supervision and central banking have different geographic domains. Whereas central banking has become supranational, banking supervision remains in the domain of the Member States. Each financial institution is supervised by the supervisory authorities of its own 'home country'. Supervision takes place under national laws and regulations.

National laws and regulations must conform to the relevant European directives, which provide for some harmonisation of rules, as well as a general principle of mutual recognition of 'home country' regulation and super-

vision. European directives are proposed by the European Commission and approved by the Council. Once a directive has been approved, each Member State is legally bound to implement it. Within each Member State, responsibility rests with the minister of finance.

The actual organisation of supervision differs across Member States; in some Member States, banking supervision is performed by the central bank, in others, it is performed by a special bank supervisor, in others still, it is performed by an integrated financial services supervisor. As a rule, bank supervisors are not independent and must take orders from their finance ministers, even in countries where banking supervision is done within the central bank.⁴⁶ The practical implications of this rule differ across countries, depending on the extent to which the country's political culture involves a tradition of respect for professionalism in specialised authorities.

Given the fragmentation of financial supervision in the European Union, the question of how to ensure the degree of coordination and cooperation among authorities that is needed for the Single European Market in banking and finance to work has been a matter of major concern. In two reports, one on financial stability and one on financial crisis management, the Economic and Financial Committee⁴⁷ has investigated this question and issued a number of recommendations. These reports were endorsed by the Council and formed the basis of two Memoranda of Understanding concerning cooperation in crisis situations, a first one concluded in 2003, which involved the different bank supervisors and central banks,⁴⁸ and a second one concluded in 2005, which brought in the finance ministers as well.⁴⁹

The Economic and Financial Committee's Report on Financial Crisis Management stressed the importance of having timely and sufficient information for identifying and handling financial crises, defined as situations in which one or more financial institutions are unable to meet their obligations, with possible repercussions for the rest of the financial system.⁵⁰ The report also stresses the need to identify beforehand which authority is responsible

46 The independence that national central banks are given by the Maastricht Treaty covers only the functions they have in the European System of Central Banks.

47 Created by the Maastricht Treaty, the Economic and Financial Committee has the task of reviewing the economic and financial situation of the Member States and reporting regularly to the Council and the Commission (Art. 114). It consists of representatives of the Member States, of the Commission and of the ECB. Cf. Economic and Financial Committee (2000, 2001).

48 European Central Bank (2003a).

49 Council of the European Union (2005).

50 Economic and Financial Committee (2001), p.9.

for effective coordination and for decision-making, arguing that, in the case of banks, securities firms or insurance companies, it is natural to assign this role to the “supervisor who exercises consolidated supervision”, and calling for an agreement on who is to fill this role in the case of a financial conglomerate.⁵¹ Whereas private sector solutions are to be given precedence, the report recognises that, sometimes, public sector intervention may be necessary. In some cases, this may take the form of emergency liquidity assistance from the central bank. According to the report, emergency liquidity assistance in Euroland “is primarily a national responsibility and national arrangements continue to apply” and “[...] mechanisms are in place to ensure that any potential liquidity impact [...] can be managed in a way consistent with the maintenance of the appropriate monetary policy stance”.⁵² The report further recognises that, in exceptional circumstances, more drastic support measures may be needed, from the support of deposit insurance funds to outright government intervention in restructuring and recapitalising ailing institutions.⁵³ Winding down the troubled institution is of course also a relevant alternative; in this case, authorities are faced with the problem of minimising the fallout on the rest of the financial system.⁵⁴

According to the public announcements that were made,⁵⁵ the Memoranda of Understanding provide principles and procedures for cooperation between the participating institutions. In particular, they serve to identify the authorities responsible for crisis management and provide the basis for sharing information between authorities, specifying the required flows of information and the practical conditions for cross-border information flows, and setting up the logistical infrastructure to support this cross-border cooperation.

17.4.5 Concerns about the viability of arrangements in Euroland

The assignment of tasks between national supervisors, national central banks and the ECB that is sketched in the preceding account reflects the different institutions’ interests. As financial crises are identified with the difficulties of individual institutions and responsibilities are assigned to national supervisors, national central banks and national governments, the ECB is moved to the background, if not kept out of the picture altogether. This

51 Economic and Financial Committee (2001), p. 17.

52 Economic and Financial Committee (2001), p. 23.

53 Ibid.

54 Economic and Financial Committee (2001), p. 24.

55 The Memoranda themselves are not public information.

arrangement preserves national prerogatives over banking supervision. It also has the potential to protect the ECB from the adverse incentive effects of private institutions taking support from the lender of last resort for granted, as well as the danger of having monetary policy corrupted by the need to deal with developments in the financial sector where the ECB has no say.

However, I have serious doubts about the viability of the arrangement. The Report on Financial Crisis Management is silent on some issues that might mar the tidiness of the picture. Yet these very issues are at the centre of potential conflicts that may be the cause of frictions in the management of a crisis by the public sector authorities that are involved.

First, the Report on Financial Crisis Management is silent on what is to happen if emergency liquidity assistance to a troubled institution transcends the capacity of a national central bank for independent action within the Eurosystem. The question of whether emergency liquidity assistance might or should be a task for the ECB is thus avoided. However, if the financial institution in question is sufficiently large, or if the institution's difficulties can spill over onto other institutions, this is bound to become an issue. On assistance measures that go beyond the provision of support by a single central bank, the report contains only the somewhat cryptic sentence: "In addition, in case of a general liquidity crisis, the instruments and procedures identified for the single monetary policy and payment systems will be available to the Eurosystem to cope with the situation."

This begs the question of whether the crisis of a large institution that transcends the means of that institution's national central bank is deemed to be a 'general liquidity crisis'. If the issue ever arises, the ECB will find it difficult to resist a call for assistance. Could it be that the report avoids this issue because an acknowledgement of the need to rely eventually on assistance from the ECB, as well as the national central bank, might generate demand for greater involvement and more say at a prior stage? If so, is there not a danger that the inherent conflict between national and supranational competence, which had not been resolved beforehand, might end up delaying the requisite supportive actions in a crisis? Having an unresolved issue and an unresolved conflict seems like a poor basis for ensuring that central bank intervention will be timely, as well as effective.

One might argue that some ambiguity about the prospects of central bank intervention in a crisis is healthy because it induces participants to be more careful. This argument confuses the ambiguity that exists in the minds of market participants with the ambiguity that exists in reality, because important issues surrounding the intervention have not been settled beforehand.

Undoubtedly, there is some benefit in having market participants harbour some doubt as to whether the central bank will really bail them out in a crisis. However, the doubts should concern the central bank's strategy, rather than the central bank's capability. The central bank should have the capability to intervene in a timely, effective and sustainable manner if it finds that the crisis is really dangerous. Impeding such an intervention by having an unresolved conflict seems like a poor way to induce healthy ambiguity, especially if one considers that, as explained above, at least some systemic risks transcend the risk management capabilities of individual institutions.

A second issue concerns the distinction between illiquid and insolvent banks. This distinction is crucial for the distinction, which is stressed in the report,⁵⁶ between emergency liquidity assistance and the provision of new risk capital. However, experience tells us that, in practice, it is often not possible to distinguish between an institution that is merely illiquid and an institution that is insolvent. For one thing, the value of the institution's assets can depend on whether they have liquidated or not. For another, the values at which, e.g. loans are carried in a bank's books, may not have been fully adjusted to recent adverse developments. The information that is required to assess whether an institution is solvent may not exist, and even if it does exist, it may not be available. In practice, therefore, it will not be easy to properly draw the boundary between the provision of liquidity assistance by the central bank and the provision of new capital from public funds.

This question, too, stands at the centre of a potential political conflict. If a finance minister has an interest in reducing the budgetary burden of public intervention, he may want to hold on to the notion of a liquidity crisis for as long as possible, asking the system of central banks to provide liquidity assistance. This temptation is also present in a single country that has its own currency. In Euroland, however, it is enhanced by the fact that the costs of central bank intervention in terms of increased inflation, or merely a changed monetary stance, are likely to be borne at least partly by the rest of Euroland. Moreover, the Stability and Growth Pact may strengthen the desire to avoid a fiscal crunch if at all possible.

Given the temptation to delay an acknowledgement of solvency problems, the finance minister, or political authorities more generally, may want to delay downward corrections of asset values in the portfolios of troubled institutions. A finance minister may even use his authority over bank supervisors for this purpose. If this happens, the information that is being shared between

⁵⁶ Economic and Financial Committee (2001), p. 22.

institutions may not be what is needed to deal properly with the situation. Lest it be thought that this is groundless speculation, it is worth recalling that unrealistic valuations of assets in the portfolios of troubled institutions were a hallmark of political dealings with the savings and loans sector in the United States in the early 1980s, of the Japanese approach to their banking crisis in the entire 1990s, of *Crédit Lyonnais*, and, more recently, in 2003, of the German finance minister's intervention exempting life insurers from the need to apply strict mark-to-market accounting to common stocks whose prices had drastically fallen. In this context, it is particularly disquieting to note that the public announcement of the 2005 Memorandum of Understanding, which brings in the finance ministries, is quite explicit about the fact that this is a non-legally binding document.

17.4.6 Implications for Switzerland

From the perspective of Switzerland, the international financial centre with close ties to financial institutions all over Euroland, these considerations are anything but reassuring. The manifold linkages of financial institutions in Switzerland with financial markets and financial institutions in other countries imply that any crisis of systemic dimensions in another country can have systemic repercussions for Switzerland. Switzerland thus has a natural interest in the viability of crisis prevention and crisis management elsewhere, in particular, in Euroland, its neighbour on all sides. If existing arrangements for financial crisis management leave doubts on this account, this must be a cause for worry.

Beyond the general concern that any weakness of financial crisis management in Euroland has negative externalities for other countries, there must also be practical concerns about coordination. Any financial crisis that affects financial institutions in Switzerland gives rise to a need for information exchange, coordination and cooperation between the Swiss authorities, i.e. the Banking Commission and the SNB, and their counterparts across the border. If an intervention by the Swiss authorities is called for, the timeliness, effectiveness and sustainability of the intervention are likely to depend on this.

Such cooperation is subject to frictions even when the partner across the border is a single country with national authority over central banking, as well as banking supervision. In the case of Euroland, however, there could be additional frictions: first, as explained above, national authorities may have an incentive to delay the acknowledgement of solvency problems. This impairs the reliability of information exchange, not just with EMU partners, but also with other countries. Second, in cases where the provision of liquidity

assistance transcends the capacity of a Member State's central bank, the role of a lender of last resort is up in the air. This raises the question of who the proper partner would be for coordinating central bank interventions in such a crisis. If the crisis transcends the capacity of a single Member State, the ECB would seem to be the only institution that could serve as a lender of last resort. As yet, however, it is politically incorrect to think of the ECB in these terms. This makes me wonder about the viability of the coordination of the central banks' interventions in such a crisis, as well as the timeliness and effectiveness of the intervention itself.

Archived sources

Council of the European Union (2005), Memorandum of Understanding on co-operation between the banking supervisors, central banks and finance ministries of the European Union in financial crisis situations, Press Release, 14 May, http://www.eu2005.lu/en/actualites/documents_travail/2005/05/14ecofin_mou/.

Council Regulation (2003), Council Regulation (EC) No 1/2003 of 16 December 2002 on the implementation of the rules on competition laid down in Articles 81 and 82 of the Treaty, http://europa.eu.int/eur-lex/pri/en/oj/dat/2003/l_001/l_00120030104en00010025.pdf.

Economic and Financial Committee (2000), Report on financial stability, European Commission, *Economic Paper*, 143, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_papers/economicpapers143_en.htm.

Economic and Financial Committee (2001), Report on financial crisis management, European Commission, *Economic Paper*, 156, http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_papers/economicpapers156_en.htm.

European Central Bank (2003a), Memorandum of Understanding on high-level principles of co-operation between the banking supervisors and central banks of the European Union in crisis management situations, Press Release, 10 March, http://www.ecb.int/press/pr/date/2003/html/pr030310_3.en.html.

European Central Bank (2003b), Opinion of the European Central Bank of 19 September 2003 at the request of the Council of the European Union on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe, *Official Journal of the European Union*, 2003/C 229/04, http://www.ecb.int/ecb/legal/pdf/c_22920030925en00070011.pdf.

European Central Bank (2003c), Letter of 26 November to the President of the Council of the European Union, on the introduction of a new article into the Constitution to allow for the amendment of the ESCB's basic constitutional rules by a simplified procedure, Press Release, 27 November, <http://www.ecb.int/press/pr/date/2003/html/pr031127.en.html>.

European Commission (2003), A Constitution for the Union, COM(2003) 548 final, Opinion of the Commission, pursuant to Article 48 of the Treaty of the European Union, on the Conference of representatives of the Member States' governments convened to revise the Treaties, http://europa.eu.int/constitution/futurum/documents/other/oth170903_2_en.pdf.

References

- Alesina, A., R. J. Barro and S. Tenreyro (2002), Optimal currency areas, *NBER Working Paper Series*, 9072.
- Baltensperger, E. (1999), Monetary policy under conditions of increasing integration (1979–96), in: Deutsche Bundesbank (ed.), *Fifty years of the Deutsche Mark: Central Bank and the Currency in Germany since 1948*, New York: Oxford University Press, pp. 439–523.
- Bernholz, P. (1999), The Bundesbank and the process of European monetary integration, in: Deutsche Bundesbank (ed.), *Fifty years of the Deutsche Mark: Central Bank and the Currency in Germany since 1948*, New York: Oxford University Press, pp. 731–789.
- Bernoth, K., J. von Hagen and L. Schuknecht (2004), Sovereign risk premia in the European government bond market, *ECB Working Paper Series*, 369, Frankfurt am Main: European Central Bank.
- Branson, W. (1987), Discussion on O. J. Blanchard, Reaganomics, *Economic Policy*, 5, pp. 48–52.
- Bulow, J., and K. Rogoff (1989), Sovereign debt: is to forgive to forget?, *American Economic Review*, 79 (1), pp. 43–50.

- Capitelli, R., and P. Buomberger (1990), Zur Geldpolitik der achtziger Jahre: Einige grundsätzliche Überlegungen, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik/Swiss Journal of Economics and Statistics*, 126 (4), pp. 535–551.
- Danthine, J. P., and J. C. Lambelet (1987), The Swiss recipe: conservative policies ain't enough, *Economic Policy*, 5, pp. 147–179.
- Englund, P. (1999), The Swedish banking crisis: roots and consequences, *Oxford Review of Economic Policy*, 15 (3), pp. 80–97.
- Frankfurter Allgemeine Zeitung* (1992), Die Europäische Währungsunion führt zur Zerreißprobe, 11 June.
- Hagen, J. von (1999), A new approach to monetary policy (1971–8), in: Deutsche Bundesbank (ed.), *Fifty years of the Deutsche Mark: Central Bank and the Currency in Germany since 1948*, New York: Oxford University Press, pp. 403–438.
- Hellwig, C., and G. Lorenzoni (2003), *Bubbles and Self-Enforcing Debt*, Los Angeles: University of California, <http://www.econ.ucla.edu/people/papers/Hellwig/Hellwig229.pdf>, mimeo.
- Hellwig, M. (1995), Systemic aspects of risk management in banking and finance, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik/Swiss Journal of Economics and Statistics*, 131 (4/2), pp. 723–737.
- Hellwig, M., and M. J. M. Neumann (1987), Economic policy in Germany: was there a turnaround?, *Economic Policy*, 5, pp. 105–140.
- Neumann, M. J. M. (1999), Monetary stability: threat and proven response, in: Deutsche Bundesbank (ed.), *Fifty years of the Deutsche Mark: Central Bank and the Currency in Germany since 1948*, New York: Oxford University Press, pp. 269–306.
- Rich, G. (1990), Capitelli and Buomberger zur schweizerischen Geldpolitik: Der Wechselkurs als Deus ex machina?, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik/Swiss Journal of Economics and Statistics*, 126 (4), pp. 553–565.
- Rich, G. (2003), Swiss monetary policy targeting 1974–1996: the role of internal policy analysis, *ECB Working Paper Series*, 236, Frankfurt am Main: European Central Bank.
- Rogoff, K. (2001), The failure of empirical exchange rate models: no longer new, but still true, *Economic Policy Web Essay*, 1 (1), <http://www.economic-policy.org/pdfs/responses/Kenneth-Rogoff.pdf>.
- Sapir, A., P. Aghion, G. Bertola, M. Hellwig, J. Pisani-Ferry, D. Rosati, J. Vinals and H. Wallace (2004), *An Agenda for a Growing Europe: The Sapir Report*, Oxford: Oxford University Press.
- Schiltknecht, K. (1990), *Zur aktuellen Geldpolitik der Schweizerischen Nationalbank – Ein Overkill?*, Zurich: BZ Trust, Aktiengesellschaft.
- Schnabel, I. (2004), The German twin crisis of 1931, *Journal of Economic History*, 64 (3), pp. 822–871, pp. 877–878.
- Schnabel, I., and H. S. Shin (2004), Liquidity and contagion: the crisis of 1763, *Journal of the European Economic Association*, 2 (6), pp. 929–968.
- Schütz, D. (1998), *Der Fall der UBS*, Zurich: Weltwoche-ABC-Verlag.
- Vaubel, R. (1987), Comment on M. Hellwig and M. J. M. Neumann, Economic policy in Germany: was there a turnaround?, *Economic Policy*, 5, pp. 141–143.
- Vaubel, R. (2001), *Europa-Chauvinismus: Der Hochmut der Institutionen*, Munich: Universitas.
- Wuffli, P. (1995), Comment on Professor Hellwig, Systemic aspects of risk management in banking and finance, *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik/Swiss Journal of Economics and Statistics*, 131 (4/2), pp. 739–740.

18 International monetary and financial architecture in an integrating world economy¹

ALEXANDER K. SWOBODA

18.1 Introduction

The expression ‘international financial architecture’ and the need to strengthen it came into vogue in the wake of the Mexican and Asian crises of the 1990s.² The ‘financial architecture exercise’, as Peter Kenen characterised it,³ was very much concerned with the prevention and resolution of these and similar potential future crises. This paper takes a different approach, examining the broader issue of the evolution, present state and prospects of the architecture of the international monetary as well as financial system. It thus harks back to what used to be called the reform of the international monetary system, before ‘architecture’ became the new buzz word. This, indeed, is too vast a topic to be treated exhaustively in a single paper – or book for that matter. Our survey will thus of necessity be selective.

To set the stage, this paper begins with a brief reminder of the functions of the international monetary and financial system (IMFS) and of the way in which these functions have been discharged since the return to current account convertibility by the major industrialised countries in 1958/1959. It then asks, in section 18.2, how today differs from yesterday and how tomorrow is likely to differ from today. Increasing economic integration on all fronts is perhaps the most striking evolution in this context. The implications for a number of issues ranging from appropriate exchange rate regimes to international policy coordination and the role of the International Monetary Fund (IMF) and its governance are taken up in section 18.3. A last section concludes.

1 The author would like to thank, without implicating, Hans Genberg, Ulrich Kohli and Umberto Schwarz for their comments and suggestions. The final version of the paper was completed while the author was a Houblon-Norman-George Fellow at the Bank of England.

2 Kenen (2001) attributes the expression ‘strengthening the architecture of the international financial system’ to the title of a speech delivered by Robert Rubin in 1998.

3 Kenen (2001).

18.2 Functions and evolution of the IMFS

18.2.1 *Functions of the IMFS*

Put simply, the role of the international monetary and financial system is, or should be, to facilitate the exchange of goods and services according to comparative advantage at a point in time, and of assets over time (to enable capital to flow from where it is abundant to where it is scarce); and to do this without generating instabilities of its own – and in a manner that is broadly, acceptable to the actors in the system, if only so that they do not opt out of it. These are the familiar requirements of ensuring efficiency, stability and equity. Money and finance should thus be the servants of trade and efficiency, and not their master. This precept is reflected both in the classical prescription that, in a well-functioning environment, money should be neutral (act as a veil) and in the first of the Articles of Agreement of the IMF, which emphasises current account convertibility as a primary goal and function of the institution.

The structure of the international monetary and financial system reflects a host of factors, historical, political and technological as well as economic. It is made up of various sets of conventions, explicit and customary rules and regulations, and institutions. These in turn are a function of existing tastes, endowments and technologies – to use the jargon of international trade theory. Combined, they determine a number of key and interrelated economic and political features of the system: the trade regime, the capital flow regime, the exchange rate regime together with the currency power structure, and the governance structure of these regimes. The resulting system is thus the outcome of a complex set of factors, rather than the result of the deliberate design most often associated with the idea of architecture.

18.2.2 *The Bretton Woods system*

The closest the international monetary and financial system has come to being the result of planning, rather than of a process of historical evolution and accident, is probably the Bretton Woods system as it was envisaged by its architects in 1944. Even in that case, the outcome owed much to the past and to events that occurred between the beginning of the IMF's operations in 1947 and the return to current account convertibility of the currencies of the major industrialised countries at the end of 1958. The basic shape of that design is well known. Efficiency of trade in goods and services was to be served by eliminating exchange restrictions on current account transactions and by liberalising trade barriers under the aegis of the General Agreement

on Tariffs and Trade. In contrast, controls on capital flows were allowed, to avoid short-term swings, which were perceived as speculative and disruptive on the basis of interwar experience. The longer-term need for capital flows for development and especially for the post-war reconstruction of Europe was to be satisfied through the operations of the International Bank for Reconstruction and Development, now known as the World Bank. Stability was to be provided by the fixed but adjustable exchange rate regime enshrined in the IMF Articles of Agreement: maintaining the market value of currencies within (plus or minus) 1 percent of their par value, stated in terms of the US dollar or gold, with changes in parity requiring approval by the IMF, to be granted only in the case of a 'fundamental disequilibrium' of the member's balance of payments. To avoid multiple currency practices, the United States undertook to stabilise the value of its currency in terms of gold, while other countries maintained the value of their currencies in terms of the US dollar. These pegging arrangements were designed to avoid the competitive devaluations deemed to have been an important source of instability during the interwar period; they also solved the $n-1$ problem – in a world of n currencies and countries, there are only $n-1$ independent exchange rates to be fixed among them. To avoid the adjustment of the balance of payments deficit of a member country being too harsh on that country or being detrimental to the economies of other members, the IMF would make its resources available on a temporary basis (lend) to that member.

There were, however, a number of issues on which the original design was silent or incomplete. It had little to say on the distribution of the burden of adjustment among deficit and surplus countries. True, the scarce currency clause allowed discrimination against a country with a surplus so large that the Fund would run out of its currency to lend; but, like a nuclear weapon, this clause could hardly be used, especially not against the US, without bringing the system down. That left the overall supply of international liquidity, or more specifically of international reserve assets, as the regulator of the ease and speed of adjustment for deficit countries. The Articles of Agreement, however, did not provide a clear guide either to the overall provision of international reserves or to their composition. The 'official' supply of international liquidity could, under the Articles, be increased either through a general increase in the quotas of the members or through an increase in the price of gold. The latter was never agreed to, for both economic and political reasons; the former was too unwieldy an instrument. The composition of international reserves as between net positions at the IMF, gold and official foreign exchange (mainly US dollar) holdings was left to be determined by the residual

supply of the precious metal, once private demand had been satisfied at the set price of 35 US dollars per ounce of fine gold and by the United States' balance of payments deficit or surplus.

In the event, the period from 1947 to 1958 was dominated by the gradual resolution of the so-called dollar shortage through Marshall Plan aid, and the progressive move from bilateral to multilateral clearing under the aegis of the European Payments Union (EPU) and the OEEC (the predecessor of the OECD). The IMF played a relatively minor operational role during that period, however important the vision embodied in its Articles of Agreement might have been and however important its role as a forum for discussion and settlement of international monetary issues. The return to current account convertibility of the currencies of the major industrialised countries was the defining event that ushered in the 'heyday' of the Bretton Woods system. The way in which the system operated, however, increasingly came to resemble a dollar standard, with official holdings of dollar balances and the concomitant US balance of payments deficits the major source of growth in international reserves, especially after US monetary policy became looser, notably as a result of the failure to finance Great Society and Vietnam War expenditures through taxation. The system became a *de facto* dollar standard with the creation of the double-tier gold market in 1968, which basically froze official gold holdings.

Three features of the Bretton Woods system, as it functioned in the 1960s, are germane here. First, it retained some of the features of a gold-dollar exchange standard as a consequence of the fixing of the dollar price of gold, notably the potential for a confidence crisis to set in if the ability or willingness of the United States to maintain that price came into question. The link between that confidence problem and the overall provision of international liquidity is of course the basis of the Triffin dilemma. In addition, with the effective demonetisation of gold following the 1968 introduction of the two-tier gold market, the possibility of disciplining US monetary policy through the purchase of gold for official dollar balances disappeared (however dangerous or ineffective such purchases might have been, given the possibility that the US would abandon the gold peg, as it eventually did in 1971). Thereafter, the only possibility left for countries that strongly objected to the stance of US monetary policy, and the importation of US inflation, when that stance was (or was considered to be) too loose, was to abandon the system (as Germany did when it started floating in 1973).

Second, the system operated in such a way as to rob the rest of the world's monetary policy of much of its effectiveness, since the United States was free

to set its monetary policy without regard to the ensuing consequences for its balance of payments, leaving it to other countries to adjust their monetary policies to maintain their parity with the US dollar. By the same token, the practice of settling US deficits or surpluses by the accumulation or decumulation of official dollar holdings, mainly in the form of US Treasury bills, meant that US monetary policy had a strong and dominant influence on world monetary aggregates and on the macroeconomic tone of the world economy.

Third, the period was marked by increasing capital mobility, at least of a short-run nature and among industrialised countries, notably with the development of the euro currency market. The extent of this mobility is illustrated by the very large private capital outflow from the US, and the resulting explosion of foreign official dollar holdings that occurred in 1970 and the first half of 1971. The trilemma of inconsistency between fixed exchange rates, independent monetary policy (in countries other than the United States) and high capital mobility was thus already valid in the 1960s. It does contribute to explain the timing of the 'final' breakdown of the Bretton Woods system on 15 August 1971, when President Nixon declared the inconvertibility of the dollar in terms of gold. The explosion of foreign official dollar holdings was in good part the result of using monetary policy to target internal rather than external balance, both in the US, where monetary policy was aimed at increasing output and employment in spite of an official reserve transactions deficit, and in the rest of the world, where monetary policy on average was being tightened to fight inflation in spite of a corresponding surplus.⁴

As Michael Bordo has shown, the 'convertible period' of the Bretton Woods system in the 1960s exhibits, for major industrialised countries, superior average growth than earlier and later periods; more generally, it exhibits macroeconomic performance and stability that was matched only by the gold standard period.⁵ The convertible period of the 1960s also allowed for a large increase in the volume of international trade, perhaps not surprisingly in view of the low levels that had prevailed at the end of the Second World War. How much of this was due to the architecture of the IMFS of the time is, however, another matter. Still, one may conjecture that relative stability of nominal and real exchange rates, stable monetary policy on the part of the country in the centre of the system until the mid-1960s, moderate though increasing capital mobility and, last but not least, relative political cohesion among the

4 For further discussion and empirical support for these arguments, cf. Genberg and Swoboda (1993).

5 Bordo (1993).

Western countries, provided a framework that made this macroeconomic performance possible. However, the system contained the seeds of its demise; essentially, an unwillingness to devote monetary policy to the maintenance of the fixed exchange rate system, coupled with increasing divergences between the United States and the surplus countries as to the appropriate course of US macroeconomic policy.

After the brief period of floating of the major currencies that followed the US measures on 15 August, the Smithsonian Agreement of December 1971 reinstated a system of fixed but adjustable parities, but not dollar-gold convertibility at a fixed price. With a new parity grid and widened intervention margins, the world was now on a *de jure* dollar standard. However, it took less than two years for that system to break down, as major currencies began floating in the spring of 1973. In many ways, that breakdown ushered in today's IMFS.

18.2.3 After Bretton Woods

Before taking stock of where we are today and of likely or desirable changes in the IMFS in the medium-term future, a brief account of the major events that have shaped the evolution of the system since the breakdown of the Bretton Woods system is offered below. Somewhat arbitrarily, this account considers in turn the 1970s, 1980s and 1990s.

The first oil price shock occurred shortly after the major currencies had started floating. It hit at a moment when inflation was still rising in most industrialised countries, partly as a legacy of the monetary expansion of the late 1960s and early 1970s, whose inflationary consequences had spread internationally through the then prevalent system of fixed exchange rates. With floating exchange rates, the response of macroeconomic policy to the inflation inertia and to the stagflationary impact of the oil price increase could, and did, differ across countries. Some, with Germany and Switzerland in the forefront, gave priority to disinflation; others focused on trying to avoid the employment and output consequences of the oil price shock. This gave rise to fears of a vicious circle of 'excessive' depreciation, inflation and current account deficits in the latter countries, which would then be forced into the stop phase of the stop-go cycle, with severe consequences for output, employment and financial stability. Furthermore, the initially virtuous cycle in non-accommodating countries could result in excessive appreciation and a worsening of the inflation-unemployment trade-off. A case could thus be made for international macroeconomic policy coordination. This gave rise to the much disputed 'locomotive' theory of coordination (the strong current account

countries should take the lead in expanding and pull the other countries along) and later to the 'convoy' theory (all countries should expand together at a measured pace, the stronger ones escorting the weaker ones). These theories were discussed at the OECD rather than at the IMF, since it was mainly the major industrialised countries that were concerned. The resulting policy packages turned out to be too little, too late. Indirectly, failure to resolve global imbalances at the global level helped spur the movement towards the creation of the European Monetary System (EMS) and Exchange Rate Mechanism (ERM) in 1978. The oil shock had other consequences, not least among them a flow of capital from oil producers to international financial markets, at the time mainly the euro currency markets. This stimulated their expansion and the recycling of those funds to what – with low interest rates and recession in the industrialised countries – was the more attractive outlet of developing economies, whose growth had proved more resilient to the oil shock than that of the industrialised countries. Moreover, at the low real interest rates that prevailed in the mid-1970s, developing countries had a strong incentive to borrow, even if in foreign currencies. As for governance of the IMFS, this was a difficult period for the IMF. It had lost its role as the guardian of the system of fixed exchange rates, efforts to reinstate some form of exchange rate fixity failed, alternative forums for the discussion of international monetary and financial issues emerged, and lending to its members fell. It did regain some influence by being given surveillance responsibilities over members' exchange rate policies in the second amendment to its Articles of Agreement, but that amendment also gave member countries a free choice of exchange rate regime with the exception of pegging to gold.

The 1980s brought a sharp reversal of both capital flows to middle-income developing countries (which had mainly taken the form of syndicated bank loans) and of the low real rates of interest at which they had borrowed in the 1970s. Interest rates rose sharply in the United States as a result of monetary tightening by the Federal Reserve combined with a rising US budget deficit. This entailed rising debt-servicing costs for developing country borrowers and was one of the factors that contributed to the debt crisis of the 1980s, which erupted in August 1982, when Mexico failed to meet its repayment obligations. The crisis not only lent renewed importance to IMF lending, but also gave the organisation a new role as a crisis manager, coordinating efforts to restructure and roll over the debt of the developing country borrowers, thus helping to avoid a spread of defaults which would have threatened the solvency of major US banks heavily involved in Latin America and of major European banks engaged in loans to Central and Eastern Europe.

Two additional features of the 1980s are worth mentioning here. The widening twin fiscal and current account deficits of the United States, accompanied by the sharp nominal and real appreciation of the dollar between 1980 and 1985, and followed by its equally sharp depreciation in the next two years, gave rise to concerns about exchange rate misalignments as well as about the sustainability and resolution of current account disequilibria. There was increasing advocacy of target zones and exchange rate-based international policy coordination, as well as much bashing of the surplus countries (Japan notably) by the US, which called for appreciation of their currencies (notably of the yen) lest protectionism break out. Global imbalances had become the focus of policy talk, though not of policy action. Second, monetary cooperation within the European Union came into its own in the 1980s, as exchange rates within the ERM stabilised in the second half of the period, paving the way for the drafting of the monetary union provisions of the Maastricht Treaty, which was signed at the beginning of 1992. At the same time, adoption of the single market initiative led to the removal of remaining barriers to capital flows and to the liberalisation of financial regulation. Finally, the end of the decade was marked by the fall of the Berlin Wall and the ensuing collapse of the Soviet Union, an event which has fundamentally altered the post-war political and economic landscape.

It took until the beginning of the 1990s for the debt overhang that had resulted from the Latin American crisis of the early 1980s to abate, and for that continent's 'lost decade' to come to an end. A new surge in capital flows towards what became known as the emerging market economies was ready to begin. The resumption of capital flows to those economies, however, took new forms: growing equity and direct investment flows, bond finance to and from the private sector, to the detriment of syndicated bank loans to sovereign borrowers. However, just as the boom in the second half of the 1970s was followed by the bust of lending in the wake of the Latin American debt crisis, this surge in capital flows gave way to a sudden halt in lending in the aftermath of the Asian crisis. The nature and frequency of crises in the 1990s, however, differed from those (some would say that) of the 1980s. The inter-connection between banking and exchange rate crises seemed to become tighter and contagion potentially more global, with crises occurring ever closer to each other. Leaving aside the ERM crisis of 1992/1993, the Mexican crisis at the end of 1994 and beginning of 1995 ('the first crisis of the twenty-first century' as it has been called) was followed two years later by the Thai crisis, which spread rapidly to most of the rest of Southeast Asia, then by the Russian crisis in August 1998, and two months or so later, by the débâcle of

the LTCM fund. The crisis soon spread to Brazil and from there to Argentina, not to mention Turkey, Ecuador and the Ukraine, among others. This series of crises thrust the IMF to the forefront of the international community's effort to contain, manage and resolve them. It also gave rise to sharp criticism of the Fund's programmes, conditionality and lending policies, and more generally to calls for a thorough re-examination of the international financial architecture and the means to strengthen it. The reforms that were adopted were incremental rather than radical. Taken together, however, they have made an important contribution to the stability of the international financial system. The first task was to encourage national authorities to adopt better macroeconomic, financial, supervisory and regulatory policies. To this end, a first step was to promote greater transparency through various data dissemination standards, the adoption of which makes it easier to monitor policies and economic developments by national and international authorities as well as by market participants, a second to promulgate a number of standards and codes in a variety of fields important for macroeconomic and financial stability. A number of IMF policies were modified and new ones adopted: conditionality was streamlined, as were the terms and conditions of IMF lending; the transparency of the Fund's operations was greatly increased. Several measures to improve and harmonise regulatory and supervisory practices were adopted by various bodies, such as international associations of supervisors, sometimes under the aegis of the Bank for International Settlements (BIS), sometimes within the newly created Financial Stability Forum (FSF), often with the help of IMF coordination. The more ambitious schemes that were advocated in this context, such as the creation of a Sovereign Debt Restructuring Mechanism (SDRM) or making the IMF an international lender of last resort, will be briefly discussed later in this chapter.

It is, of course, not only the Asian and succeeding crises that are relevant to the evolution of the international monetary and financial system since the beginning of the 1990s. The successful creation and introduction of the euro in 1999, despite the ERM crisis in the wake of the asymmetric shock of German unification, constitutes a fundamental change in the international monetary architecture; as does the rise of the Asian economies, first and foremost China. The remainder of this paper turns to some of the issues that these developments raise.

18.3 Taking stock

18.3.1 *A changed IMFS*

The post-war evolution of the IMFS and how it differs from that envisioned at Bretton Woods can perhaps best be described by summarising in turn developments with respect to the exchange rate regime, the key currency regime, financial market integration, the nature and magnitude of capital flows, the integration of developing countries into the globalising world economy, and changes in economic and political governance.

The exchange rate regime

The major change here is the move from an almost universal fixed rate regime to one where major currencies are floating, but a variety of exchange rate arrangements have been adopted by other countries, ranging from lightly managed floating to very hard fixes (of the currency board variety for instance), and to the abandonment of a national currency as under dollarisation, or the creation of a common currency in the case of the euro.

The key currency regime

Though the US dollar is still the dominant currency, both in official use (as a reserve currency) and in private use (as a vehicle currency), the euro is playing an increasing role in both functions. The euro represents the first credible challenge to the dollar and its creation may foreshadow the move towards a bipolar key currency regime.

Financial market integration

The common wisdom is that it is only in the last five or ten years that financial and capital markets have again become as closely integrated as they were at the height of the gold standard.⁶ The driver of that integration has been the revolution in telecommunication and information technology that has resulted in a dramatic decrease in transactions costs. That, in turn, has spurred financial innovation and put pressure on controls and regulation of both internal and international financial transactions, and led to liberalisation of those controls. Liberalisation, in turn, leads to further financial innovation, and so on. It should also be noted here that the increasing interconnectedness of the balance sheets of financial and non-financial firms (partly a

6 Cf., for example, Obstfeld (2002).

reflection of the increasing role of multinationals) is one way in which today's financial integration goes further than in the past.

Capital flows

The increase in the magnitude of capital flows since the 1960s has been substantial not only in terms of net flows, but also, and most particularly, in terms of gross flows. Moreover, their nature has changed in several important respects. First, whereas official flows were dominant in the reconstruction period after World War II, private flows constitute the overwhelming part today. Second, capital flows to developing countries have come into their own, increasing rapidly in the second half of the 1970s, stopping in the wake of the Latin American debt crisis of the early 1980s, rising again substantially in the run-up to the Asian crisis of the late 1990s, and resuming their growth today. The composition of these flows has also changed: from official flows to sovereign borrowers in the 1960s, to syndicated bank lending to sovereigns in the late 1970s, and to direct investment and portfolio bond lending to and from the private sector today. Finally, in the last four or five years, capital has begun to flow uphill, from Asian emerging market economies to the United States.

Integration of developing countries

The growing integration of a number of developing economies into the international trading and financial system has been a striking feature of the globalisation of the past twenty years or so. This evolution has been both the cause and consequence of the removal of restrictions on current account transactions, and for many countries, the lifting of some barriers on capital account transactions. It has resulted in greater openness in terms of the share of traded goods in these countries' output and consumption, in an increasing share of manufactured products in their exports, in heightened capital mobility and flows, as well as in high volatility of these capital flows.

Governance

In the immediate aftermath of World War II, governance of the international economic system (at least of the West) was essentially assured by the United States, and regionally by the EPU with the support of the US. The multilaterals, the IMF and the World Bank, did play a role, but it was a subsidiary one. The return to current account convertibility gave a central role to the IMF, though still under the umbrella of the US. It also saw the creation of the General Arrangements to Borrow and of the Group of Ten (G10), a cooperative

forum of industrialised countries that concerned itself with ensuring the stability of the exchange rates of its member countries in the face of short-term capital flows. The G10 also began playing an important role in setting the agenda of the IMF. From the 1970s onwards, a number of other groupings began playing important economic and political leadership roles, from the G5, then the G7, the various OECD working parties and committees concerned with international macroeconomic policy coordination, to the G20 created in 1999. Regional cooperation came into its own with the creation of the EMS and the ERM in 1979. As economic and financial integration proceeded apace, new international groupings and organisations sprang up to deal with the many and complex issues and spillovers that this integration created. In the financial field, where stability issues had mainly been the purview of national authorities, the 1974 Herstatt Bank collapse and the Continental Illinois débâcle led to increased cooperation among regulators and supervisors and to the Basel Accord, and brought international financial market stability issues to the fore of the international cooperation agenda. Furthermore, in the wake of the Asian crisis, a large number of organisations – private and public – became active in the setting and monitoring of international standards, partly under the supervision of the IMF and in cooperation with the FSF. In sum, the rapid development and integration of the world economy, accompanied by an accelerating pace of innovation in information technology and financial engineering, posed new challenges to the regulation of the IMFS and resulted in the increased complexity of its governance mechanisms. Plan began to give way to market, institutions incorporating regional arrangements multiplied, and regulatory mechanisms became more diffuse.

Political factors

Shifts in the geopolitical balance have also significantly influenced the evolution of the IMFS. With the dismantlement of the Soviet Union, the Western political cohesion forged by the Cold War has become frayed at the edges. The rising economic strength of Europe has given it a greater voice in shaping the IMFS, and China has become a force to reckon with. In spite of these challenges, the US remains, for now, the dominant economic and political force in the world economy.

18.3.2 A flat world?

The preceding section described some of the trends that have shaped the architecture of today's IMFS. Its dominant features are, to repeat, increasing trade and financial integration, the drawing in of the developing world into

this integration process, the increasing role of the private sector, diminished political cohesion, and increased complexity and interconnectedness, both of economic intercourse and of the regulatory mechanisms of the IMFS. In the words of Stijn Claessens and Geoffrey Underhill, we live “in a world of fragmented governance, multiple institutions, accelerated financial integration and increased private sector roles”.⁷ The main tension is between an integrating economic world and fragmented policy and decision-making. The main message of Richard Cooper’s *The Economics of Interdependence: Economic Policy in the Atlantic Community*, that increasing economic interdependence entails external effects of national policies which make international policy coordination or cooperation indispensable, is more relevant than ever and now extends well beyond the Atlantic Community.⁸

On the economic front, then, the world is getting flatter. It is not flat yet, the title of Thomas Friedman’s recent book notwithstanding.⁹ Domestic segments of financial and capital markets are still not fully integrated with international markets, though increasing linkages between the two have been one of the driving forces of financial market globalisation since the international segment took off with the euro currency markets in the 1960s. Home bias still characterises both trade and financial markets, which implies, as Jeffrey Frankel has argued, that integration still has a long way to go if it is to be judged by the criterion of perfect integration, rather than by that of the heyday of the gold standard.¹⁰ Trade in goods and services, however much it has increased in the past sixty years, is still subject to both natural (transport cost) barriers and man-made controls and obstacles. True, the increasing scope for outsourcing important parts of the supply chain abroad through trade in services has contributed to increased mobility of human capital (or rather of its services) and to evening out the competitive playing field, i.e. the flattening of the world according to Friedman. Still, the existence of different currencies, the persistence of differences in national macroeconomic and structural policies as well as limits to the mobility of factors of production (the characteristic that traditionally distinguishes international from inter-regional economic analysis) cannot help but have an impact on the extent of economic integration.

In examining the implications of the tensions between economic integration and fragmented policymaking for the international monetary and financial

7 Claessens and Underhill (2005).

8 Cooper (1968).

9 Friedman (2005).

10 Frankel (1999).

system, however, it is useful to have as a frame of reference a 'one world' model with integrated goods, services and financial markets, rather than a model of international intercourse, where the only link between countries is trade in goods and services. Put another way, the methodological alternatives are disaggregating from an economically unified world model to national variables vs. aggregating from national models to world variables. For several issues, policy coordination in particular, the first approach yields more appropriate lessons than the second.

With this perspective in mind, three issues for the IMFS, both current and prospective, are taken up in the next section: the likely future evolution of exchange rate and key currency regimes; the implications of financial integration for international policy coordination; its implications for reform of the IMF as the guardian of international monetary and financial stability.

18.4 Issues

18.4.1 The exchange rate and key currency regimes

Two questions arise with respect to the evolution of the exchange rate regime in the medium-term future: how will the exchange rate regime among industrialised countries evolve, and is a further hollowing out of the middle of the exchange rate regime spectrum likely?¹¹

With regard to the exchange rate regime governing the behaviour of the currencies of major industrialised countries, there is little reason, for better or for worse, to expect a major departure from relatively clean floating. True, the exchange rates of the dollar, euro and yen have been highly volatile vis-à-vis each other and vis-à-vis other important currencies such as sterling, the Swiss franc, or the Canadian dollar, to mention but a few. They have also exhibited medium-term swings, sometimes identified as misalignments of their foreign exchange market value. The reasons for this volatility of the major currencies – notably the fact that these are the currencies of large and therefore relatively closed economic areas – would lead one to expect such volatility and swings to continue to prevail in the future, in the absence of any major policy initiatives to moderate their fluctuation. Such initiatives, however, are unlikely to be adopted for several reasons, however damaging the volatility of major currencies may be for third countries. These reasons include the focus

11 The IMF study Mussa et al. (2000), of which the present writer was a co-author, takes up these questions. The next two paragraphs in the text partly follow and summarise the views expressed there.

of monetary policy on internal goals, notably the overriding priority given to price stability in the mandate of the European Central Bank, which by and large rules out systematic foreign exchange market intervention and the co-ordination of monetary policies that is essential for the maintenance of stable exchange rates in the presence of shocks. In addition, the incentives for major economies to stabilise the foreign exchange value of their currencies are weaker than for smaller economies, as the impact of exchange rate fluctuations on large and relatively closed economies is less damaging than on smaller ones. It may still be in the interests of both major and third countries, especially developing ones, to moderate 'excessive' exchange rate swings. The question is how this might best be achieved. Stable fundamentals and macro-economic policies that pay some attention to the correction of large external imbalances may still be the best way. This is a topic to which the next section, on international macroeconomic policy coordination, will return. For the reasons given by Michael Mussa et al.,¹² target zones are not a viable alternative,¹³ although a case could be made for the inclusion, for instance in IMF surveillance, of estimates of large departures of exchange rates from long-run equilibrium levels, as a signal that some policy response would be desirable. That policy response, however, would be conditioned on the reasons for the departure, and would only rarely call for sustained foreign exchange market intervention.

The move of the industrialised countries to (by and large) free floating, with only occasional intervention, is one of the ways in which the middle of the exchange rate spectrum has been hollowed out. The reason for this move towards, but not necessarily all the way to, the extremes is, of course, that integration of financial markets makes it very difficult, if not impossible, to maintain a soft peg or a peg with narrow bands, unless one is willing to devote monetary policy entirely to the defence of the peg. This is equivalent to devoting monetary policy to maintaining equilibrium in the official settlements measure of the balance of payments at the given parity. Unless markets believe that the monetary authorities are willing to undertake the measures necessary to defend the peg, it becomes impossible to actually do so. In turn, to convince the markets, the authorities may well have to tie their hands behind their backs by moving all the way to a very hard peg (for instance of

12 Mussa et al. (2000).

13 Defects of target zones include, among others: the difficulty of agreeing on 'normal' underlying capital flows, the dependence of 'fundamental equilibrium exchange rates' on the specific mix of policies used to achieve internal balance, the endogeneity of real exchange rates, inadequate specification and assignment of policy instruments.

the currency board variety), by dollarising, or by joining a currency union. With the increasing integration of a number of developing countries, the so-called emerging market economies, into world financial markets and the partial relaxation of their controls on capital movements, the maintenance of fixed exchange rates has become difficult for them, too. The fact that most of the countries hit by the Asian crisis had maintained fairly rigid pegs was seen by many as a major factor contributing to the crisis and led to a call for them to move to floating exchange rates. Though the importance of the peg in and of itself should not be exaggerated, the combination of the peg with macroeconomic policies that were incompatible with its maintenance certainly contributed to the crisis. Be that as it may, it seems most probable that medium-sized emerging market countries will increasingly move to greater exchange rate flexibility, though few of them are likely to refrain entirely from some degree of exchange rate management; benign neglect of fluctuations in what is for them a key price is not a likely option. Does this mean that pegged exchange rates are dead in our flattening world? Probably not, as a substantial number of smaller economies with moderate involvement in world financial markets may find it possible and advantageous to maintain a pegged exchange rate with their main trade and financial partner without needing to go as far as maintaining a completely rigid peg. Moreover, large developing countries which have retained substantial controls over capital movements, and which are growing rapidly and have accumulated sufficient reserves, are still able to escape the rush to the extremes. India and especially China are, of course, the prime examples. In the course of time (shorter than Chinese time), however, it will undoubtedly become advantageous for them to move to some form of greater exchange rate flexibility, however limited at first.

Turning to the key currency regime, the next ten to twenty years will probably see a gradual decline in the dominant position of the US dollar and a rise in the role of the euro, both as a reserve and a vehicle currency. The more controversial question is whether a third key (vehicle and reserve) currency will emerge together with a move towards a tripolar, rather than a bipolar currency regime. That is unlikely, except over a horizon that extends further than ten to fifteen years. For a currency to become a key currency requires that it be issued by one of the dominant countries in economic terms, and one that is expected to be politically stable. Assets denominated in that currency must be liquid; the market for them must be 'deep, broad and resilient' as the saying used to go. And one must be able to trade it freely, with no actual or expected controls, or as few as possible. It also helps, at least at the outset, if that currency is not subject to wide fluctuations in the foreign exchange

market. The non-fulfilment of these conditions helps explain why the yen did not become a dominant currency in the 1980s, contrary to widespread predictions, and why it has little chance of becoming one in the future. It also explains why the renminbi is not likely to become a major world currency in addition to the dollar or euro over the horizon that concerns us here. However, it may well come to play a dominant role in East Asia and, eventually, and over a longer horizon, become one of the world's key currencies.

18.4.2 International macroeconomic policy coordination

The Bretton Woods system as it functioned in the 1960s acted as a coordinating mechanism for industrialised countries' macroeconomic and particularly monetary policies around the monetary policy of the United States. A previous section has argued that this coordinating mechanism broke down partly because of dissatisfaction with the macroeconomic policies of the anchor country and more generally with the extraordinary power it conferred to US monetary policy. One of the virtues claimed for floating exchange rates, as they were adopted in 1973, was that they would obviate the need for coordination of the goals and instruments of economic policy.¹⁴ However, volatility and medium-term swings in both nominal and real exchange rates, persistent current account disequilibria, various spillover mechanisms through capital markets and the differential impact of the 1973 oil shock led to renewed interest in and attempts at international macroeconomic policy coordination (IPC). Although, as noted above, coordination of macroeconomic policies has been scant and not always successful in practice, it has a clear rationale in theory: the macroeconomic policy of any but the smallest of countries has spillover effects on other countries, and the closer the links between economies (the more interdependent they are), the stronger and more complex these spillovers are likely to be. The increasing integration of the world economy, notably of financial and capital markets, would thus seem to make the case for international macroeconomic policy coordination more relevant than ever. 'Would seem' because the complexity of the links also makes the process of IPC more difficult. Be that as it may, the basic rationale for IPC – developed in the game theoretic literature, however complex its theoretical elaboration may be – is simple. In the presence of international policy spillovers, the outcomes of policies that do not take such spillovers into account

14 Indeed, this argument was already at the root of the case for flexible exchange rates made by Friedman (1953), chapter 'The case for flexible exchange rates', pp. 157–203.

are dominated by those that do.¹⁵ However, although cooperative outcomes dominate Nash equilibria, they are difficult to achieve unless the players can credibly commit not to renege on the cooperative strategy. In addition, if the players do not know with certainty the exact nature of the structure of economies and their interlinkages, or if they operate on the basis of different models of the economy, the cooperative outcome may turn out to be worse than the uncoordinated one.

A simpler approach to issues of policy coordination than game theoretic models is the targets and instruments approach pioneered by Jan Tinbergen, applied to issues of internal vs. external balance by James Meade, and then extensively by Robert Mundell, who supplemented it with his 'principle of effective market classification'. The latter emphasises the dynamics of convergence to targets through a system of decentralised policy responses to divergences between actual and desired values of target variables in a world of imperfect knowledge. This approach has been used by Hans Genberg and Alexander Swoboda to provide a framework for the analysis of the policy and coordination issues raised by the US current account deficit and the German and Japanese surpluses of the mid-1980s.¹⁶

In the targets-instruments approach to economic policymaking, the first task is to ensure that there are as many independent instruments of policy as there are targets of policy. If there are, all targets can in principle be reached simultaneously (this is different from the game theory approach in which there is typically a shortage of instruments which gives rise to a trade-off among the achievement of targets, the cooperative solution aiming at achieving an efficient trade-off). The second task, if there is uncertainty as to the specific parameters of the economy and its dynamic behaviour, is to assign instruments to targets in such a way that policymaking leads to convergence on the targets. According to Mundell's principle of effective market classification this can be achieved in a system of decentralised policy response by assigning each policy instrument to the target which it has a comparative advantage in influencing, relative to other instruments.

Two points should be noted here. First, no solution can be found if there is disagreement about the value of variables that are 'shared' among countries. For instance, it is impossible for every country in the world simultaneously to achieve a current account surplus, since the sum of such surpluses, if accu-

15 For a recent survey of that literature, of actual coordination efforts and of the current state of play in the field, cf. Meyer et al. (2002).

16 Genberg and Swoboda (1989, 1991).

ately and consistently measured, is of necessity equal to zero. Second, why should the current account balance be an objective of economic policy? As long as there are no distortions or externalities, and solvency constraints are respected, current account imbalances will reflect the undistorted intertemporal choices of agents and result in an optimal allocation of capital, which will flow from where it is abundant to where it is scarce. These are good imbalances which are to be welcomed and not worried about. Bad imbalances, in contrast, reflect distortions somewhere else in the economy and are to be worried about, if only because their tardy resolution may bring about an unnecessarily costly and disorderly correction.

To illustrate the kind of policies and coordination required to sustain a smooth reduction in global imbalances, consider a simple model in which countries are linked through trade and integrated financial markets. In such a world, the same interest rate will prevail everywhere. Assume that each country has at its disposal two instruments of macroeconomic policy, monetary and fiscal policy. Assume, in addition, that Ricardian equivalence does not hold, at least fully, as otherwise budget deficits may not have effects on current accounts or interest rates. In such a framework, it is the sum of the fiscal stances of individual countries or regions that determines the world real rate of interest, while a country's current account balance is most directly influenced by its fiscal stance relative to the sum of those in the rest of the world. This is true whether fixed or flexible exchange rates prevail. The exchange rate regime, however, is crucial for the use of monetary policy. Under fixed exchange rates, non-sterilised pegging interventions¹⁷ redistribute the total supply of money in the world (the sum of the national money supplies) à la Hume to ensure official settlements balance of payments equilibrium. Put another way, it is relative national money supplies that ensure payments equilibrium under fixed exchange rates. In contrast, it is the sum of national money supplies that determines the total world money supply and eventually the course of the level of prices in the world economy. Institutional arrangements, whether of the gold, gold exchange or dollar standard type, play a crucial role here in determining the world money supply through the interaction of domestic monetary policies. Under floating exchange rates, national monetary policies are freed to be used for internal purposes and eventually determine national price levels.

17 One country or region can sterilise; this was the case of the United States as the 'nth' country during the convertible Bretton Woods period.

The implications of this simple view of the integrated world economy for how national policies should be adjusted (coordinated) to reduce current account imbalances, which are generally agreed to be too large, is straightforward: first, let the fiscal stance of deficit countries become more restrictive relative to that of surplus countries; that is, use the instrument that most directly affects the current account; second make sure that the sum of individual fiscal stances be made more expansionary if there are recessionary tendencies in the world economy, more restrictive if the world economy is overheating. Note that in a world of less-than-perfect knowledge, what is important is not so much the exact magnitude of these fiscal adjustments, than that they be made in the right direction. To illustrate, consider the contemporary imbalances among the United States, East Asia and Europe. If the US current account deficit is the main concern, it behoves that country to reduce its budget deficit and more generally to adopt structural fiscal or other measures to raise national saving relative to national investment. If Asian current account surpluses are also a concern, Asia (read China) should increase its expenditure relative to output, hence the recommendation that consumption be expanded in that region. If, at the same time, there is a concern that world spending falls or rises too much, the two measures should be taken simultaneously. As for Europe, it should do what is best for it, namely make the supply of output more responsive to aggregate demand through labour market and other structural reforms. Note that these recommendations are independent of the exchange rate regime. What one would expect in this context is for the euro to continue floating against the dollar, keeping monetary policy free in both regions to deal with internal balance. As for China, it seems clear that, given present restrictions on capital outflows, the pressure for a real appreciation of the renminbi will not abate. What the renminbi's exchange rate regime will determine is whether real appreciation occurs through a rise in domestic prices and wages, as under fixed rates, or through a nominal appreciation of the Chinese currency. Eventually, once some order has been established in its banking system, it is likely that the Chinese authorities will opt for the second alternative, not to reduce the US current account deficit, which it will hardly affect, but for the Chinese economy's own sake. This would have the added advantage of allowing China to stop accumulating 'excess' international reserves at a high opportunity cost. China, however, is likely to want to move slowly, as an abrupt appreciation of the renminbi would squeeze the agricultural sector, accelerate the exodus towards the cities and the industrial sector, and potentially create severe social and political problems.

The intriguing aspect of this set of policy recommendations is why it is so difficult to put into practice, even though it reflects a fairly broad consensus among economists (except for the renminbi question) and, more importantly, suggests policies that would be in the best national interests of the countries or areas concerned? A first, and important, reason is that the recommended package requires countries to change the course of their fiscal and structural policies, which they are unwilling or unable to do for political reasons. A second reason is doubt about the effectiveness of the proposed measures. For instance, some models find that fiscal consolidation in the US has but a minor effect on that country's current account; the budget and current account deficits, in that view, are not twins after all. That view, however, is not confirmed by more recent estimates, which indicate a substantial current account effect for fiscal policy. A third element in the explanation is the first mover – or collective action – problem: in order to achieve the desired current account rebalancing, while maintaining output and employment, all players must move simultaneously. This last problem is exacerbated by uncertainty about how much policy adjustment to the international policy package is required of each party. As argued above, however, what matters is that each of the parties concerned be seen to move in the right direction, rather than exactly by how much. An international coordinating mechanism may be useful in overcoming these problems. Whether the IMF can help provide such a mechanism is one of the questions to which the next section turns.

18.4.3 The institutional mix and the role of the IMF

The governance of the IMFS has become much more diffuse with the proliferation of organisations and institutions that deal with the complex set of issues that confront it. One may hark back to the simpler past, where one institution dealt with one problem area only, in analogy with the targets and instruments paradigm: the IMF dealt with the stability of the international monetary system and balance of payments problems, the World Bank with long-term capital flows and real resource transfers, the World Trade Organization with trade, and national governments with national policies and the regulation and supervision of financial markets. The multiplication of issues to be dealt with in a closely integrated world economy, however, has resulted both in a multiplication of institutions and in the blurring of the demarcation lines of their competences, perhaps as a reflection of the greater interconnections among issues that integration reveals, perhaps less charitably as a result of bureaucratic turf battles and mission creep. One important issue for the medium-term future is to achieve a better delineation of competences among

organisations on the basis of an examination of what they can best do and what they cannot or should not attempt to do. This is particularly true for the IMF, for which this critical process has already been initiated both within the organisation and by outside critics and experts.¹⁸ This section begins with an examination of reform of the IMF and then turns to some more general issues of the institutional mix.

Proposals for IMF reform have ranged from its abolition to turning it into a world central bank. Without going to such extremes, various proposals have been made, relating among others, to its role in lending, surveillance, supervision and regulation, in crisis management and resolution, as well as to its governance and organisational structure. How various commentators see the place of the IMF in the international monetary and financial architecture depends, of course, on their views of the current state of the IMFS and of the issues that will confront it in the future. Thus, to different observers, different roles and functions seem appropriate for the IMF. It should be emphasised at the outset that the assessment of the appropriateness of actual or potential functions of the IMF below reflects only one such point of view and may diverge from the prevailing consensus – to the extent that this exists.

There are a number of traditional roles of the IMF that, although not very glamorous, are important, relatively uncontroversial, and should be maintained and developed. Among these, the first area to be considered is technical assistance. Fund staff have developed well-nigh unmatched expertise in a number of areas: balance of payments, monetary and financial ‘programming’, the design of fiscal programmes, or more generally, advice on banking, exchange rate and macroeconomic issues. Their advice to developing and emerging market economies in these fields can help provide a macroeconomic environment conducive to growth and financial stability. One issue, however, concerns the terms and conditions under which technical assistance and advice are provided. The Policy Support Instrument, dear to John Taylor’s heart, is one way in which such advice can be provided and monitored outside a regular IMF programme.¹⁹

A second useful and related area to which the IMF has recently made a major contribution is the promulgation and monitoring of standards and codes of conduct, or best practice, in various dimensions of macroeconomic and financial policy. The incentive for countries to adhere to such codes is clear: it enables them to build up credibility and, on the strength of this in-

¹⁸ Truman (2006a) is an excellent example of the latter.

¹⁹ Cf. Taylor’s contribution to Truman (2006a).

crease in credibility, to lower their borrowing costs. The stick is the market reaction to non-adherence to such codes, thus delegating to markets part of the task of surveillance over national policies. The advantage is once more a gain in financial stability for the system as a whole. Of course, care must be taken to ensure that the IMF does not overreach in this activity. It should only take on the design and monitoring of standards and codes in its area of expertise, which is basically various aspects of macroeconomic, financial, exchange rate and central banking policy. In other areas, for instance accounting, securities market organisation, insurance or commercial banking, it can only play the role of a coordinator or forum, and help to integrate the appropriate codes and standards into a coherent international framework. One issue that arises in this respect is how to design the codes and standards in a manner that makes their adoption not too onerous, in particular for those countries that do not yet possess the sophistication or institutions of the advanced countries. Here, the provision of technical assistance and advice by the Fund (and other standard-setting agencies) is of the essence.

Surveillance is a third area in which it is generally recognised that the IMF can and should play a useful and important role. The second amendment to the Articles of Agreement (Article IV section 3) specifies that “the Fund shall oversee the international monetary system in order to ensure its effective operation, and shall oversee the compliance of each member with its obligations under Section 1 of this Article” and that, in order to discharge this function, “the Fund shall exercise firm surveillance over the exchange rate policies of members”. The exercise of surveillance of individual members’ policies in the context of Article IV consultations is relatively straightforward and uncontroversial. Even there, however, problems arise: what exactly is exchange rate policy and how can it be distinguished from the adoption of an exchange rate regime which is left to the choice of individual members of the IMF; what exactly does a member’s obligation to “avoid manipulating exchange rates or the international monetary system in order to prevent effective balance of payments adjustment or to gain an unfair competitive advantage over other members” mean? And what incentives are there for non-programme countries to abide by the recommendations of the surveillant? These issues are discussed further below in the context of the lively current debate surrounding the extension of surveillance to a multilateral context.

Turning to IMF lending, its purpose, terms and conditions are the subject of much controversy. Several commentators seem to consider that such lending has become obsolete, since private capital flows dwarf the resources available to the Fund, at least for the more important emerging market and

advanced countries, since these emerging market countries have built up very large foreign exchange reserves and since such lending may create moral hazard. Others argue, however, that the Fund should confine its lending activity to lending in last resort and only in crises that are, or threaten to be, of a systemic nature – and, in such an event, that very large resources be made available to the Fund. It is possible to argue that neither of these views is correct. Leaving aside the lender of last resort issue for a moment, contrary to the first view, a strong case can be made for Fund lending, within normal access limits and at recently streamlined terms and conditions, for the purpose originally envisaged in the first of the IMF's Articles of Agreement, namely "to give confidence to members by making the general resources of the Fund temporarily available to them under adequate safeguards, thus providing them with an opportunity to correct maladjustments in their balance of payments without resorting to measures destructive of national or international prosperity." It is true that financial markets are currently calm, that a number of countries have self-insured by building up large international reserves, that there is little demand for the Fund's resources and that the latter would be insufficient to cope with a systemic crisis involving a number of large countries. It is also true, however, that times are unlikely to always be so good, that crises are likely to occur again and that countries will occasionally experience balance of payments difficulties, the resolution of which would be eased by an IMF credit and programme. As for the moral hazard danger, the issue is not that there should be none, but that it be limited and contained. Conditionality is one means of doing so; for this to work, however, the Fund must insist that the programme's conditions be strictly respected (policies rather than outcomes) and it must stop releasing further credit tranches should this not be the case. This implies that the IMF should avoid the excessive forbearance it showed in the Argentine case. The proper role of the Fund remains that of a lender of 'final' (and not of last) resort, as Mussa put it.²⁰ Mussa is also right in arguing that in exceptional circumstances, the Fund may engage in large loans in excess of normal access limits. Arguably, however, such loans should only be granted in truly exceptional circumstances, with the agreement of a large majority of the Fund's members, and with strict enforcement of the terms of the conditionality to be applied.

That said, there are several reasons why the Fund could not or should not play the role of a lender of last resort. The analogy to the role of a lender of last resort à la Bagehot in a national context – to lend freely, at a penalty rate,

²⁰ Mussa (2006).

against good collateral – is misleading. A national central bank can create money and inject large amounts of liquidity almost at will into the banking system at large, can secure collateral the quality of which it can judge, and can do this very rapidly. In contrast, the Fund does not have unlimited resources and does not lend to markets, but to countries (the analogy here is lending by the central bank to an individual bank in difficulty, which is lending of final, and not of last, resort, in Mussa's terminology). It cannot secure marketable collateral even if its privileged creditor status and the exercise of conditionality can protect it from debtors defaulting on its loans. In opposition to this point of view, the majority of the influential Meltzer Commission,²¹ argued that the role of the Fund could and should essentially be confined to that of a lender (or quasi-lender) of last resort in the event of a systemic crisis. The Meltzer Commission claimed that its scheme would not create moral hazard, since the lending facility would only be available, for very short maturities (120 days, renewable once), to countries that had pre-qualified for its support, on the basis of severe financial soundness criteria, including the holding of large foreign exchange reserves. The proposal appears either naïve or disingenuous. The short maturity of the loans would most likely lead to speculation as to whether the crisis would actually be over after four months; if not, a run on the currency would ensue. Although some of the criteria for pre-qualification make eminent sense from the point of view of financial soundness, countries that would qualify on the basis of these criteria would not need such assistance, whereas those that really did need assistance would be disqualified. In a way, this proposal shares some of the defects of the Fund's defunct Contingent Credit Line facility, among them the difficulty of disqualifying a country once it has qualified. Although the notion of pre-qualification is very attractive, it is extremely difficult to implement in practice in an international – as opposed to a national – context.²² In the latter, pre-qualification takes the form of regulation and supervision of banks, and more broadly of financial institutions, which ensures that they are and remain in 'good standing'. Moreover, the risk of having to socialise the losses, if any, of a lender of last resort operation is more acceptable to taxpayers in a national than an international context.

This does not mean that the IMF cannot play a role as a (systemic) crisis manager.²³ It has done so in the past by getting major banks to agree to

21 International Financial Institution Advisory Commission (2000).

22 For a (perhaps overly) negative appraisal of pre-qualification, cf. Mussa (2006).

23 In a well-known article, Fischer (1999) argued that the IMF could play a lender of last resort role. The role he describes, however, seems to correspond more to that of crisis manager than to that of lender of last resort.

restructure and maintain syndicated credits in the Latin American crisis of the 1980s or, in the Asian crisis, by coordinating large multilateral lending packages. The issue, however, is whether the Fund should go further in crisis prevention and resolution, and whether it is equipped to deal with what many see as the problems of the future, namely exchange rate regimes and policies, and multilateral surveillance (and resolution) of global imbalances. Surveillance (about which more later), appropriate programmes and conditionality, technical assistance and the promulgation of standards and codes is probably as much as the Fund can do in the realm of crisis prevention. With respect to crisis resolution, the desirability of having a mechanism at the international level, akin to a national bankruptcy court and procedures, which would ensure a more orderly process of debt restructuring, has been recognised for some time. Although it has been shelved for now, such a mechanism, in the form of an SDRM, was proposed by Anne Krueger, the First Deputy Managing Director of the IMF, in the wake of the crises in the second half of the 1990s. The proposal, however attractive intellectually, is fraught with difficulties in practice. At a national level, reorganisation of an insolvent firm under the protection of the court (the Chapter 11 procedure in the United States) makes an orderly restructuring of the firm's balance sheet possible and can avoid its liquidation if the value of the firm as a going concern exceeds the immediate liquidation value of its assets. It also offers protection to the creditors by allowing a change in management, by preventing a stripping of the firm's remaining assets and by ensuring equal treatment of creditors, all under the supervision of the court. None of this is easily achieved in an international context and when the 'firm' is a sovereign. In any event, an SDRM would require a stay on payments by the sovereign debtor, sanctioned by an international organism ('the court'). One reason the IMF cannot be that organism is that it would be both judge and party, since it is itself a creditor to the sovereign, and will be involved in further lending, act as its advisor in the negotiation of a programme and as a 'regulator' when it enforces conditionality. At most, it could be one (albeit important and expert) source of advice to the court on the appropriateness, length and modalities of a stay. Although the creation of an international bankruptcy court is not for tomorrow, and although the IMF is not the organism through which it should be implemented, the increasing integration of the world economy suggests that some such restructuring mechanism is likely to see the light of day in the medium run.

For the moment, however, as there have been no major emerging market crises in the last four years, nor consequently much demand for IMF resources (on the contrary, major borrowers such as Argentina and Brazil have pre-

reimbursed their loans), and as private capital flows have provided abundant finance at historically low spreads to those emerging market countries that are borrowing, crisis lending no longer seems to be as central to the role of the Fund as guardian of international monetary and financial stability as it was only a decade ago. In this context, it is perhaps not surprising that there have recently been renewed calls for IMF reform and a rethinking of its purpose, means and structure. There can be little disagreement that its purpose should remain to ensure the stability of the international monetary and financial system. To do so, however, it must be ready to address the core issues that international financial integration has brought to the fore, notably the orderly unwinding of global imbalances and the promotion of appropriate exchange rate policies and stable exchange rate regimes – in addition to the prevention and resolution of possible future international debt, currency and banking crises. As Mervyn King has emphasised, the crises of the 1990s, global current account imbalances and the stability and appropriateness of specific exchange rate regimes and policies are all intimately tied to international, and particularly financial, integration.²⁴ Without a high degree of capital mobility, US current account deficits in the order of 6 to 7 percent of gross domestic product could neither have been financed nor sustained for as long as they have. Furthermore, the unprecedented increase in gross capital flows has resulted in an intricately intertwined structure of national balance sheets, notably in terms of maturity and currency composition. That interconnection of balance sheets across countries has, in turn, made financial markets increasingly sensitive to current and expected future shocks, witness the sudden stops characteristic of emerging market crises, financial contagion, the volatility of exchange rates, or the risk of a hard landing as global imbalances unwind.

The question is whether, how and by what means the IMF can fulfil its role in ensuring the stability of the IMFS in this changed world, both today and tomorrow. Specifically and first of all, what should and can the Fund contribute to the unwinding of global current account imbalances? Whatever power it has in this respect at present is vested in the provisions of Article IV concerning its responsibilities for surveillance of international monetary and financial stability. Where multilateral surveillance is concerned, the IMF has discharged this responsibility by publishing its analysis and some policy recommendations, or alternative policy options, in its *World Economic Outlook* and, more recently, in its *Global Financial Stability Reports*. The difficulty, if

24 King (2006).

the analysis of section 18.2 above is correct, is that resolving global imbalances requires policy action by the world's major economies and, in an integrated world economy, coordinated policy action. Two factors compound that difficulty. The first is some disagreement about the precise mix and extent of the required policies, although there would be broad – but far from unanimous – agreement about the general pattern and direction of the policy adjustments that are required. These are a reduction of the US budget deficit and a compensating expansion in the rest of the world, if our previous analysis is to be believed. This points to the second source of difficulty, namely, that changes in national fiscal and structural policies are essential elements of this policy package and of coping with current account imbalances. The Fund has little leverage beyond moral suasion to influence such policies in major countries. The suggestions made in Governor Mervyn King's cogent analysis may be the best that can be achieved at present.²⁵ The IMF should be the main source of independent, sound and frank analysis of threats to international monetary and financial stability, and of recommendations to cope with them, whether or not they please individual countries – however powerful. To lend weight to this analysis and these recommendations requires backing by the Fund's governing bodies. This, in turn, requires giving the latter more independence and political weight, an issue taken up in the brief discussion of IMF governance provided below.

Promoting sound exchange rate policies and adequate exchange rate regimes constitutes a particular challenge for IMF surveillance, whether over the policies of individual countries or multilaterally. Under the Articles of Agreement, members are free to choose their exchange rate regime, while the IMF should ensure that they pursue proper exchange rate policies, in particular, and (to reiterate) that they avoid “manipulating exchange rates to prevent effective balance of payments adjustment or to gain an unfair competitive advantage over other members”. The choice of a regime, however, dictates what their exchange rate policy, *stricto sensu*, has to be: to keep the nominal exchange rate fixed in a fixed rate regime, to let it float in a floating rate regime, and to intervene appropriately in order to guide it in accordance with the declared intermediate regime. This would seem to leave little room for questioning a country's exchange rate policy, except to argue that, if not left free to float, the level at which the rate is set is inappropriate and that this constitutes unfair ‘manipulation’ of the exchange rate or of the system. Recent

25 The communiqué of the April 2006 IMFC meeting goes in the direction of some of these suggestions.

utterances by US officials, members of Congress or policy analysts, principally, but not exclusively, in the context of China's exchange rate policy, seem to go further and argue that flexible exchange rates are the only proper policy or regime for countries, with the possible exception of very hard pegs for a limited number of small and dependent economies. Rather than focusing on the level of the exchange rate or elevating freely floating rates to the status of the only appropriate regime (or panacea), it would be far better to focus surveillance on the consistency of countries' macroeconomic and financial policies with (or including) the exchange rate regime. What may be good macroeconomic policy under one regime may be bad policy under another. Such an approach, which in essence is what has been advocated by the Fund in the past, has several advantages.²⁶ It avoids focusing on 'manipulation', a highly loaded and politically unhelpful expression. It avoids having to specify a 'correct' (or 'just'?) level of the exchange rate, irrespective of a country's actual or prospective macroeconomic policies, which is a well-nigh impossible task with little scientific legitimacy, since the real exchange rate is an endogenous variable in the long run. This does not mean that the IMF should not provide estimates of carefully defined concepts of equilibrium exchange rates, nor that it should not analyse discrepancies between such estimates and actual rates, or that those discrepancies may not signal the need for changes in policy. Instead, it avoids misplaced emphasis on the exchange rate as the linchpin of international policy coordination, distracting attention from those policies, such as fiscal policies, that are actually most relevant and whose coordination and modification is the real issue.

Turning to the governance of the Fund, several issues have to be solved if it is to discharge its functions effectively. Although there is always tension between effectiveness and legitimacy, the latter is a necessary condition for the former in a multilateral organisation. The title of a paper by Ted Truman, 'Rearranging IMF chairs and shares: the sine qua non of IMF reform',²⁷ reflects a growing consensus that for the Fund to gain legitimacy and ownership by all its members requires an increase in both the emerging markets' voting power, which depends on quota shares, and of their effective voice, which depends on their representation in the constituencies (the chairs) on the Executive Board. Such reshuffling is politically extraordinarily difficult and will require, in the eyes of most observers, a consolidation of the representation of European Union countries on the Board into one or two

²⁶ Mussa et al. (2000).

²⁷ Truman (2006b).

constituencies.²⁸ Be that as it may, rearranging chairs and shares will not solve a fundamental problem in the governance of the IMF – how to make its Board more effective – which requires making it more independent, while maintaining its accountability. It has been suggested that the governance structure of independent central banks is one direction in which Fund governance could move. An IMF managing board would be established and composed of individuals elected, though not necessarily nominated, by the Board of Governors. They would represent the interests of the membership at large, rather than those of a particular country or group of countries. They would, in turn, be accountable to a new version of the International Monetary and Financial Committee (IMFC), which would meet more frequently to review, approve, and – once approved – support the strategic decisions or propositions of the managing board. In addition, the nomination and election process of the IMF's Managing Director and Deputy Managing Directors would be a much more open one. Such fundamental reforms in the governance of the Fund are, of course, politically very difficult and, to make matters even more complicated, are interrelated with the issue of shares and chairs. They are not for tomorrow, but the increasingly open debate about them suggests that they may be for the day after tomorrow.

In the meantime, there is one question on which progress can and should be made rapidly. Some of the issues that arise with respect to the stability of the IMFS, such as global imbalances or exchange rate policies with significant international spillovers, while within the responsibility of the Fund, are of immediate concern and require action by only a limited part of the Fund's membership, even if their resolution is of crucial interest to the international community as a whole. Partly as a consequence, such issues tend to be discussed outside the IMF by various G-Xis, where Xi is any number from 1 to 30 (though 3, 7, 8 and 20 are particularly important ones). It would seem important to bring these discussions back into the Fund's forum along the lines proposed by King.²⁹ This would not only require that the membership recognise that all members need not participate in all discussions, but would also allow Fund staff to lend its expertise, and Fund management to be involved in discussions that are central to the stability of the IMFS.

These are all issues that will have to be tackled if the IMF is to be an effec-

28 Daniel Kaeser's account of the negotiations leading to Switzerland's accession to the IMF Board provides fascinating insights into the complexity and difficulty of reshuffling quota shares and Board representation; cf. Kaeser (2004). Truman's paper provides an excellent account of the current situation as well as some concrete proposals for change.

29 King (2006).

tive guardian of international monetary and financial stability. It is encouraging that the IMF's International Monetary and Financial Committee, at its April 2004 meeting and following the *Managing Director's Report on Implementing the Fund's Medium-Term Strategy*, endorsed a number of proposals that go in this direction. The emphasis on multilateral surveillance and global imbalances, the creation of a multilateral consultation procedure with systemically important members or entities, and the initiation of a procedure to rebalance voting power through an ad hoc increase in quotas are all to be welcomed. The difficult questions of making the governance of the IMF more effective, of putting teeth into the multilateral surveillance process and of delimiting the areas of competence of the various actors in the IMFS, however, remain to be resolved.

While the IMF should play a central role in the international monetary and financial architecture, it should focus on a limited number of tasks: technical assistance and advice; the promulgation and monitoring of standards and codes within its area of competence; balance of payments and crisis lending in final, though not in last, resort; surveillance over macroeconomic, policies of individual members, including exchange rate policies; and surveillance over the resolution of global imbalances. In turn, it should leave to others tasks that would distract from its main mission. One of these tasks is concessional lending of the PRGF variety (Poverty Reduction and Growth Facility), which is best left to the World Bank – although this does not mean that the Fund should not continue to provide macroeconomic advice and technical assistance to the poorest of its members. Another task is direct financial regulation, where national authorities, international associations of regulators and supervisors, or international organisations such as the BIS have a clear comparative advantage (e.g. in the promulgation of the Basel Core Principles for Effective Banking Supervision). Finally, the potentially positive role of private financial and capital markets in the institutional mix of the IMFS should not be underrated. They can contribute significantly, not only to the efficient transfer of resources from lenders to borrowers, but also to monitoring and disciplining the policies of even the most powerful economies.

18.5 Conclusion

It typically takes crises to spur reform, in the international monetary and financial system as elsewhere. The Asian and succeeding crises did stimulate significant reforms in the IMFS. The increasing concern over global imbalances, with its emphasis on enhanced IMF surveillance and governance

reform, is to be welcomed as an incentive to rethink or reinvent the Bretton Woods system and institutions, although the prevention and management of emerging market crises should remain high on the international community's agenda, even if they do not seem currently to loom large on the horizon.

These changes in the architecture of the IMFS will help to prevent or moderate the types of crises they were designed to deal with. That said, crises – like financial markets – tend to be innovative; by nature, their characteristics and/or timing are unexpected. The next crisis may thus not occur in emerging markets, where firewalls have been built and will hopefully be maintained, but at the core of world financial markets, where such walls are much harder to erect. But then it might spur the next round of strengthening the architecture of the international monetary and financial system.

References

- Bordo, M. D. (1993), The Bretton Woods international monetary system: a historical overview, in: M. Bordo and B. Eichengreen (eds.), *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 3–98.
- Claessens, S., and G. Underhill (2005), The need for institutional changes in the global financial system: an analytical framework, in: J. Teunissen and A. Akkerman (eds.), *Protecting the Poor: Global Financial Institutions and the Vulnerability of Low-Income Countries*, Fondad Conference Series, The Hague: FONDAD, pp. 79–114.
- Cooper, R. N. (1968), *The Economics of Interdependence: Economic Policy in the Atlantic Community*, New York: Columbia University Press.
- Fischer, S. (1999), On the need for an international lender of last resort, *Journal of Economic Perspectives*, 13 (4), pp. 85–104.
- Frankel, J. (1999), Comment on Bordo, Eichengreen and Irwin, Is globalization today really different than globalization a hundred years ago?, in: S. Collins and R. Lawrence (eds.), *Brookings Trade Forum 1999*, Washington, DC: Brookings Institution, pp. 51–58.
- Friedman, M. (1953), *Essays in Positive Economics*, Chicago and London: University of Chicago Press.
- Friedman, T. (2005), *The World is Flat: A Brief History of the Twenty-First Century*, New York: Farrar, Straus and Giroux.
- Genberg, H., and A. K. Swoboda (1989), Policy and current account determination under floating exchange rates, *IMF Staff Papers*, 36, Washington, DC: International Monetary Fund, pp. 1–30.
- Genberg, H., and A. K. Swoboda (1991), The current account and the policy mix under flexible exchange rates, in: J. A. Frenkel and M. Goldstein (eds.), *International Financial Policy: Essays in Honor of Jacques J. Polak*, Washington, DC: International Monetary Fund, pp. 420–454.
- Genberg, H., and A. K. Swoboda (1993), The provision of liquidity in the Bretton Woods system, in: M. D. Bordo and B. J. Eichengreen (eds.), *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 269–315.
- International Financial Institution Advisory Commission (2000), *Report of the International Financial Institution Advisory Commission*, Washington, DC.
- Kaaser, D. (2004), *La longue marche vers Bretton Woods*, Geneva: Georg.
- Kenen, P. B. (2001), *The International Financial Architecture: What's New? What's Missing?*, Washington, DC: Institute for International Economics.
- King, M. (2006), Reform of the international monetary fund, Speech delivered at the Indian Council for Research on International Economic Relations, New Delhi, 20 February.
- Meyer, L. H., B. M. Doyle, J. E. Gagnon and D. Henderson (2002), International coordination of macroeconomic policies: still alive in the new millennium?, *International Finance Discussion Papers*, 723, Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Mussa, M. (2006), Reflections on the function and facilities for IMF lending, in: E. M. Truman (ed.), *Reforming the IMF for the 21st Century*, Washington, DC: Institute for International Economics, pp. 413–453.
- Mussa, M., P. Masson, A. K. Swoboda, E. Jadresic, P. Mauro and A. Berg (2000), Exchange rate regimes in an increasingly integrated world economy, *IMF Occasional Paper*, 193, Washington, DC: International Monetary Fund.

Obstfeld, M. (2002), Globalization and capital mobility in historical perspective, *Rivista di Economia*, 9 (1), pp. 5–19.

Taylor, J. B. (2006), The policy support instrument: a key component of the recent IMF reform movement, in: E. M. Truman (ed.), *Reforming the IMF for the 21st Century*, Washington, DC: Institute for International Economics, pp. 385–389.

Truman, E. M. (ed.) (2006a), *Reforming the IMF for the 21st Century*, Washington, DC: Institute for International Economics.

Truman, E. M. (2006b), Rearranging IMF chairs and shares: the sine qua non of IMF reform, in: E. M. Truman (ed.), *Reforming the IMF for the 21st Century*, Washington, DC: Institute for International Economics, pp. 201–232.

Annexes

Abréviations

ABNS	Archives de la BNS
ACF	arrêté du Conseil fédéral
aCst.	(ancienne) Constitution fédérale du 29 mai 1874 de la Confédération suisse, RS 1,3
Adi	Alliance des indépendants
AELE	Association européenne de libre-échange
AFF	Administration fédérale des finances
AGE	Accords généraux d'emprunt
AICA	Association internationale des contrôleurs d'assurance (<i>International Association of Insurance Supervisors, IAIS</i>)
aLBN	(ancienne) loi du 23 décembre 1953 sur la Banque nationale suisse dans sa teneur du 15 décembre 1978, RO 1954 613, 1979 983, 1997 2252.
AME	Accord monétaire européen
ASB	Association suisse des banquiers
ASEAN	<i>Association of Southeast Asian Nations</i> (Association des Nations du Sud-Est asiatique, ANASE)
ATF	arrêt du Tribunal fédéral
AVS	assurance-vieillesse et survivants
BAR	<i>Schweizerisches Bundesarchiv</i> (Archives fédérales suisses, AFS)
BBA	<i>British Banker's Association</i>
BCCI	<i>Bank of Credit and Commerce International</i>
BCE	Banque centrale européenne
BE	canton de Berne
BEA	<i>Bank of England Archives</i>
BIE	Bureau indépendant d'évaluation (FMI)
BIS	<i>Bank for International Settlements</i> (Banque des Règlements Internationaux, BRI)
BISA	<i>Bank for International Settlements Archives</i>
BNS	Banque nationale suisse
BO	Bulletin officiel de l'Assemblée fédérale
BO CE	Bulletin officiel du Conseil des Etats
BO CN	Bulletin officiel du Conseil national
BRI	Banque des Règlements Internationaux
BVC	Banque Vaudoise de Crédit
CAC	<i>Collective Action Clause</i>
CD	<i>certificate of deposit</i>
CE	Communauté(s) européenne(s)
CE	Conseil des Etats
CEE	Communauté économique européenne
CER	Commissions de l'économie et des redevances des Chambres fédérales (CN: Conseil national et CE: Conseil des Etats)
CFB	Commission fédérale des banques
CFF	Chemins de fer fédéraux
ch.	chiffre
chap.	chapitre
CIE	Commission Indépendante d'Experts Suisse – Seconde Guerre Mondiale
CLS	<i>Continuous Linked Settlement</i>
CN	Conseil national
CO	code des obligations (loi fédérale du 30 mars 1911 complétant le code civil suisse; livre cinquième: droit des obligations, RS 220)
COSA	Comité pour la sécurité AVS
CP	code pénal suisse du 21 décembre 1937, RS 311.0
CPI	<i>consumer price index</i>

CPSS	<i>Committee on Payment and Settlement Systems</i> (Comité sur les systèmes de paiement et de règlement, CSPR, institué par les banques centrales du Groupe des Dix)
CRT	<i>Claims Resolution Tribunal</i>
CSPR	Comité sur les systèmes de paiement et de règlement (<i>Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS</i>)
Cst.	Constitution fédérale du 18 avril 1999 de la Confédération suisse, RS 101
DFE	Département fédéral des finances
DFFD	Département fédéral des finances et des douanes
DM	<i>Deutsche Mark</i> (mark allemand)
DSGE	<i>dynamic stochastic general equilibrium</i>
DTA	<i>Datenträgeraustausch</i> (échange de supports de données)
DTS	droit de tirage spécial
EC	<i>European Community(ies)</i>
ECB	<i>European Central Bank</i>
ECU	<i>European Currency Unit</i> (unité de compte européenne)
EEE	Espace économique européen
EFTA	<i>European Free Trade Association/Europäische Freihandelsassoziation</i> (Association européenne de libre-échange, AELE)
EFTPOS	<i>Electronic funds transfer at point of sale</i>
EMS	<i>European Monetary System</i>
EMU	<i>(European) Economic and Monetary Union</i>
EPD	<i>Eidgenössisches Politisches Departement</i> (Département politique fédéral)
EPU	<i>European Payments Union</i> (Union européenne des paiements, UEP)
ERM	<i>Exchange Rate Mechanism</i>
ESCB	<i>European System of Central Banks</i> (Système européen de banques centrales, SEBC)
EU	<i>European Union</i>
euroSIC	système SIC pour les paiements en euros
FAS	facilité d'ajustement structurel
FASR	facilité d'ajustement structurel renforcée
FF	Feuille fédérale
FIFO	<i>first in first out</i> (principe: premier entré, premier sorti)
FMI	Fonds monétaire international
FOMC	<i>Federal Open Market Committee</i>
fr.	franc (suisse)
FRPC	facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance (<i>Poverty Reduction and Growth Facility, PRGF</i>)
FSAP	<i>Financial Sector Assessment Program</i> (programme d'évaluation du secteur financier, PESF)
FSF	<i>Financial Stability Forum</i> (Forum de stabilité financière, FSF)
FTS	facilité de transformation systémique
G3	<i>Group of Three</i>
G5	<i>Group of Five</i>
G7	Groupe des Sept (<i>Group of Seven</i>)
G10	Groupe des Dix (<i>Group of Ten</i>)
G20	<i>Group of Twenty</i>
G24	Groupe des Vingt-Quatre
GAAP RPC	<i>Generally accepted accounting principles</i> , recommandations relatives à la présentation des comptes, RPC
GATT	<i>General Agreement on Tariffs and Trade</i> (Accord général sur les tarifs douaniers et le commerce)
GDP	<i>gross domestic product</i>
GRE	garantie contre les risques à l'exportation

HIPC	<i>Heavily Indebted Poor Countries, Debt Initiative</i> , (initiative du FMI en faveur des pays pauvres très endettés, PPTE)
HP	Hodrick-Prescott
IAIS	<i>International Association of Insurance Supervisors</i> (Association internationale des contrôleurs d'assurance, AICA)
IASB	<i>International Accounting Standards Board</i>
ICEP	<i>Independent Committee of Eminent Persons</i>
ICHA	impôt sur le chiffre d'affaires
IMF	<i>International Monetary Fund</i>
IMFC	<i>International Monetary and Financial Committee of the board of Governors of the IMF</i> , (Comité monétaire et financier international du Conseil des gouverneurs du FMI)
IMFS	<i>international monetary and financial system</i>
IOR	<i>Istituto per le Opere di Religione</i> (Institut des œuvres de religion, Banque du Vatican)
IOSCO	<i>International Organization of Securities Commissions</i> (Organisation internationale des commissions de valeurs, OICV)
IPC	indice des prix à la consommation
IPC	<i>international macroeconomic policy coordination</i>
IPO	<i>Initial Public Offering</i> (introduction en Bourse)
LAMO	loi fédérale du 19 mars 2004 sur l'aide monétaire internationale (loi sur l'aide monétaire), RS 941.13
LB	loi fédérale du 8 novembre 1934 sur les banques et les caisses d'épargne (loi sur les banques), RS 952.0
LBN	loi fédérale du 3 octobre 2003 sur la Banque nationale suisse (loi sur la Banque nationale), RS 951.11.
LBVM	loi fédérale du 24 mars 1995 sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (loi sur les bourses), RS 954.1
let.	lettre
LFP	loi fédérale du 18 mars 1994 sur les fonds de placement (loi sur les fonds de placement), RS 951.31
Libor	<i>London Interbank Offered Rate</i>
LSV	<i>Lastschriftverfahren</i> (système de recouvrement direct)
LTCM	<i>Long Term Capital Management</i> (fonds)
LUMMP	loi fédérale du 22 décembre 1999 sur l'unité monétaire et les moyens de paiement, RS 941.10.
MBA	<i>adjusted monetary base</i>
MBS	<i>mortgage-backed securities</i>
MBSA	<i>seasonally adjusted monetary base</i>
MC	monnaie de banque centrale
MC dés.	monnaie de banque centrale désaisonnalisée
MCA	monnaie de banque centrale ajustée des crédits d'échéance
MIT	<i>Massachusetts Institute of Technology</i>
n.	note (dans les commentaires de loi)
NAE	Nouveaux accords d'emprunt
NBER	<i>National Bureau of Economic Research</i>
NIA	<i>national income accounts</i>
NZZ	<i>Neue Zürcher Zeitung</i>
OBN	ordonnance du 18 mars 2004 relative à la loi fédérale sur la Banque nationale suisse (ordonnance de la Banque nationale), RS 951.131
OBVM	ordonnance du 2 décembre 1996 sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (ordonnance sur les bourses)

OBVM-CFB	ordonnance de la CFB du 25 juin 1997 sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières (ordonnance de la CFB sur les bourses), RS 954.193
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OECD	<i>Organisation for Economic Cooperation and Development</i>
OECE	Organisation européenne de coopération économique
OF	Orell Füssli
OFCL	Office fédéral des constructions et de la logistique
OFP	ordonnance du 19 octobre 1994 sur les fonds de placement (ordonnance sur les fonds de placement), RS 951.311
OFP-CFB	ordonnance de la CFB du 24 janvier 2001 sur les fonds de placement, RS 951.311.1
OFS	Office fédéral de la statistique
OICV	Organisation internationale des commissions de valeurs (<i>International Organization of Securities Commissions, IOSCO</i>)
OLS	<i>Ordinary Least Square</i> (méthode des moindres carrées)
OMC	Organisation mondiale du commerce
ONG	organisation non gouvernementale
ONU	Organisation des Nations Unies
OPEP	Organisation des pays exportateurs de pétrole
PCUS	Parti communiste de l'Union soviétique
PDC	Parti démocrate-chrétien
PEP	Parti évangélique populaire
PESF	Programme d'évaluation du secteur financier (<i>Financial Sector Assessment Program, FSAP</i>)
PIB	produit intérieur brut
PNB	produit national brut
PRD	Parti radical-démocratique
PRGF	<i>Poverty reduction and Growth Facility</i> (facilité pour la réduction de la pauvreté et pour la croissance, FRPC)
PS	Parti socialiste
PTT	Postes, téléphones et télégraphes
RBA	organisation de banques régionales (suisses)
RdO	Règlement d'organisation du 14 mai 2004 de la Banque nationale suisse, RS 951.153
repo	<i>repurchase agreement</i> (pension de titres)
RO	Recueil officiel du droit fédéral
RPC	recommandations relatives à la présentation des comptes
RS	Recueil systématique des lois et ordonnances de 1848 à 1947 ou Recueil systématique du droit fédéral
RTGS	<i>Real Time Gross Settlement</i>
RTGS ^{plus}	<i>Real Time Gross Settlement</i> (système de paiement de la Banque fédérale d'Allemagne)
S+L Thun	<i>Spar+Leihkasse Thun</i> (Caisse d'épargne et de prêts de Thoun)
SDRM	<i>Sovereign Debt Restructuring Mechanism</i> (mécanisme de restructuration de la dette souveraine, MRDS)
SEBC	Système européen de banques centrales
SECB	<i>Swiss Euro Clearing Bank</i>
SECO	Secrétariat d'Etat à l'économie
SECOM	<i>Settlement Communication System</i> de la SIS SegInterSettle AG
SEGA	Société suisse pour le virement de titres SA
SIC	<i>Swiss Interbank Clearing</i>
SIS	SIS SegInterSettle AG
SME	Système monétaire européen
SMI	<i>Swiss Market Index</i>

SNB	<i>Schweizerische Nationalbank/Swiss National Bank</i> (Banque nationale suisse, BNS)
SNBA	<i>SNB Archives</i>
SO	canton de Soleure
SRAS	syndrome respiratoire aigu sévère
SVAR	<i>structural vector autoregression</i>
Target	<i>Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer</i>
TIC	technologies de l'information et de la communication
TVA	taxe sur la valeur ajoutée
UDC	Union démocratique du centre
UE	Union européenne
UE à 15	15 Etats de l'UE (avant l'élargissement de 2004)
UEM	Union économique et monétaire (européenne)
UEP	Union européenne des paiements
UK	<i>United Kingdom</i> (Royaume-Uni)
UML	Union monétaire latine
US	<i>United States of America</i> (Etats-Unis d'Amérique)
USAM	Union suisse des arts et métiers
USCI	Union suisse du commerce et de l'industrie
VaR	<i>value-at-risk</i>
VAR	<i>vector autoregression</i>
vol.	volume
VOSTA	Service d'études et de statistique
ZH	canton de Zurich

Auteurs

Auteurs externes (1^{re} et 3^e parties)

Ernst Baltensperger, né en 1942, professeur d'économie politique (en particulier de théorie monétaire et de macroéconomie) ainsi que directeur d'institut à l'Université de Berne (depuis 1984). Auparavant: professeur aux universités de St-Gall (1982–1984) et de Heidelberg (1979–1982) ainsi qu'à l'Ohio State University (1968–1979). Professeur invité et séjours de recherche dans plusieurs universités.

Peter Bernholz, né en 1929, professeur émérite. Dernier poste: professeur ordinaire d'économie politique (en particulier de politique monétaire et de commerce international) et directeur d'institut à l'Université de Bâle (1971–1997). Auparavant: professeur ordinaire à la Technische Universität de Berlin (1966–1971), chargé de cours à l'Université de Francfort-sur-le-Main (1964–1966), Rockefeller Fellow à l'Université Harvard et à l'Université Stanford (1963–1964). Professeur invité dans plusieurs universités.

Michael Bordo, né en 1942, professeur d'économie politique et directeur du Center for Monetary and Financial History à l'Université Rutgers (depuis 1989), chercheur associé du National Bureau of Economic Research (depuis 1982). Auparavant: professeur à l'Université de Caroline du Sud (1981–1989), professeur associé et assistant à l'Université Carleton, à Ottawa (1969–1981). Professeur invité et séjours de recherche dans plusieurs universités.

Marvin Goodfriend, né en 1950, professeur d'économie politique et président du Gailliot Center for Public Policy à la Tepper School of Business de l'Université Carnegie Mellon, à Pittsburgh (depuis 2005). Auparavant: Senior Vice President et Policy Advisor à la Banque de Réserve fédérale de Richmond (1993–2005), Senior Staff Economist au Council of Economic Advisors de la Maison-Blanche (1984–1985). Professeur invité dans plusieurs universités.

Martin Hellwig, né en 1949, directeur du Max-Planck-Institut zur Erforschung von Gemeinschaftsgütern, Bonn, et professeur ordinaire d'économie politique à l'Université de Bonn (depuis 2004). Auparavant: professeur d'économie politique à l'Université de Mannheim (1996–2004), à l'Université Harvard (1995–1996), aux universités de Bâle (1987–1996) et de Bonn (1977–1987), professeur assistant d'économie politique à l'Université de Princeton (1974–1977).

Harold James, né en 1956, professeur d'histoire et d'affaires internationales à l'Université de Princeton (depuis 1986) et professeur d'histoire, titulaire d'une chaire Marie Curie, à l'Institut Universitaire Européen de Florence (depuis 2006). Auparavant: Fellow au Peterhouse College de l'Université de Cambridge (1978–1986). Membre de la Commission Indépendante d'Experts Suisse – Seconde Guerre Mondiale (CIE, Commission Bergier, 1996–2002).

Peter B. Kenen, né en 1932, Senior Fellow en économie internationale au Council on Foreign Relations. Auparavant: professeur d'économie politique et de finance internationale, titulaire d'une chaire Walker, à l'Université de Princeton (1971–2004) et professeur à l'Université Columbia (1964–1971). Professeur invité et séjours de recherche dans plusieurs universités ainsi qu'expert et conseiller de nombreuses institutions gouvernementales et autres.

Frederic S. Mishkin, né en 1951, membre du Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale (depuis septembre 2006, soit après avoir achevé sa contribution au présent ouvrage). Auparavant: professeur d'institutions bancaires et financières, titulaire d'une chaire Alfred Lerner, à la Graduate School of Business de l'Université Columbia (1999–2006) ainsi que chercheur associé au National Bureau of Economic Research (depuis 1980), professeur d'économie politique, titulaire d'une chaire A. Barton Hepburn, et professeur à la Graduate School of Business de l'Université Columbia (1983–1999), professeur à l'Université de Chicago (1976–1983). Professeur invité dans plusieurs universités.

Manfred J. M. Neumann, né en 1940, professeur émérite d'économie politique. Dernier poste: professeur ordinaire de sciences politiques (en particulier de politique économique) ainsi que directeur d'institut à l'Université de Bonn (1981–2006). Auparavant: professeur de théorie monétaire et de politique monétaire à l'Université libre de Berlin (1973–1981), assistant à l'Université de Constance (1969–1973), après avoir travaillé au Service d'études économiques de la Banque fédérale d'Allemagne (1967–1969).

Alexander K. Swoboda, né en 1939, professeur d'économie internationale à l'Institut universitaire de hautes études internationales (IUHEI), à Genève (depuis 1969). Professeur d'économie politique à l'Université de Genève (1973–2004), directeur de l'IUHEI (1990–1998), directeur du Centre international d'études monétaires et bancaires, à Genève (1973–1991), Senior Policy Advisor et Resident Scholar au FMI (1998–2000), membre du Conseil de banque de la BNS (depuis 1997). Professeur invité et séjours de recherche dans plusieurs universités.

William R. White (Ph. D. en économie), né en 1943, conseiller économique et chef du Département monétaire et économique de la Banque des Règlements Internationaux (depuis 1995). Auparavant: économiste à la Banque du Canada (1973–1995), en tant que suppléant du chef du Département des Etudes bancaires et financières (jusqu'en 1978) et en qualité de chef du Département des Recherches (1979–1995), mais aussi comme conseiller du gouverneur (1984–1988) et sous-gouverneur (1988–1995).

Auteurs internes (2^e partie) et Commission de rédaction

Werner Abegg (lic. phil.), né en 1954, directeur adjoint, chef de la Communication.

Urs W. Birchler (D^r oec. publ.), né en 1950, directeur, conseiller scientifique, Stabilité financière et surveillance.

Guido Boller (D^r oec. HSG), né en 1963, directeur adjoint, chef de la Statistique.

Cristina Borsani (lic. oec. HSG), née en 1977, cadre, Gestion des actifs.

Roberto Cippà (D^r oec., D. phil.), né en 1953, directeur, chef des Relations monétaires internationales.

Vincent Crettol (MA ès sc. écon., CFA), né en 1965, sous-directeur, conseiller scientifique, Opérations sur les marchés financiers.

M. Sophie Faber (lic. oec. publ., FRM), née en 1967, cadre, Gestion des risques.

Robert Fluri (lic. rer. pol.), né en 1943, sous-directeur, Opérations bancaires/Analyses et projets.

Patrick Halbeisen (D^r phil. I), né en 1962, cadre, chef des Archives.

Daniel Heller (D^r rer. pol.), né en 1964, directeur, chef de la Stabilité financière et surveillance.

Werner Hermann (D^r rer. pol.), né en 1955, directeur, chef de la Recherche et de l'aide technique internationales.

Daniel Hübscher, né en 1971, sous-directeur jusqu'à son départ de la BNS (en août 2006), suppléant du chef de la Comptabilité.

Karl Hug, né en 1953, directeur, chef des Marchés monétaire et des changes.

Jean-Pierre Jetzer (D^r oec. HSG), né en 1948, directeur, délégué aux relations avec l'économie régionale (Suisse orientale).

Thomas J. Jordan (D^r rer. pol.), né en 1963, membre de la Direction générale (depuis mai 2007, soit après l'achèvement des contributions au présent ouvrage).

Hans-Christoph Kesselring (D^r oec. publ.), né en 1947, directeur, Secrétariat général.

Peter Klauser (D^r iur.), né en 1946, directeur, chef des Affaires juridiques et services.

Anne Kleinewefers Lehner (D^r rer. pol.), née en 1967, sous-directrice, déléguée aux relations avec l'économie régionale (Mittelland).

Ulrich Kohli (Ph. D. en économie), né en 1948, membre suppléant de la Direction générale, Chief Economist, chef des Affaires internationales.

Hans Kuhn (D^r iur., LL.M.), né en 1961, avocat, directeur, chef du Service juridique.

Guy Maradan, né en 1963, spécialiste, Administration des billets et monnaies.

Dewet Moser (lic. rer. pol.), né en 1960, membre suppléant de la Direction générale, chef des Marchés financiers.

Michel Peytrignet (D^r ès sc. écon.), né en 1952, directeur, chef des Affaires économiques.

Eveline Ruoss (D^r oec. publ.), née en 1956, directrice, cheffe de la Conjoncture.

Umberto Schwarz (D^r ès sc. écon.), né en 1956, sous-directeur, suppléant du chef des Relations monétaires internationales.

Thomas Stucki (D^r rer. pol., CFA), né en 1963, directeur et chef de la Gestion des actifs jusqu'à son départ de la BNS (en novembre 2006).

Andy Sturm (lic. rer. pol.), né en 1973, directeur adjoint, chef de l'Infrastructure des marchés financiers.

Thomas Wiedmer (D^r rer. pol.), né en 1962, membre suppléant de la Direction générale, chef des Finances et du controlling.

Mathias Zurlinden (D^r rer. pol.), né en 1954, conseiller scientifique, Conjoncture.

Informations d'ordre rédactionnel

Commission de rédaction

Ulrich Kohli (président)
Werner Abegg
Vincent Crettol
Patrick Halbeisen
Jean-Pierre Jetzer
Hans-Christoph Kesselring
Peter Klauser
Hans Kuhn

Coordinateur et responsable du projet

Hans-Christoph Kesselring

Responsables d'édition

Cliona Coyne (édition anglaise)
Christophe Jacot (édition française)
Hans-Christoph Kesselring (édition allemande)
Mauro Picchi (édition italienne)

Auteurs

Voir liste séparée.

Conseillers de rédaction

Toby Alleyne-Gee, Zurich (anglais)
Marco Badan, Morbio Superiore (italien)
Walter Günthardt, Gockhausen (allemand)
Marian Stepczynski, Carouge (français)

Traducteurs

Anna Bonetti, Bellinzona (italien)
Patrick Burkhard, Cormondrèche (français)
Francesco Cesari, Pully (italien)
Cristina Giobbe-Raimondi, Bâle/Rome (italien)
Alain Muller, Lully (français)
John Purnell, Bâle (anglais)
Astrid Schmidlin, Bâle (allemand)
Michel Schnarenberger, Lausanne (français)

Archives

Patrick Halbeisen
Nicolas Haymoz
Christian Inäbnit
Evelyn Ingold

Bibliothèque

Anne-Marie Papadopoulos
Denise Rohr

Secrétariat

Hedy Dornauer

Cet ouvrage (1^{re} et 2^e parties) paraît également en allemand, en italien et en anglais;
la 3^e partie est en anglais dans toutes les éditions.

