



Embargo jusqu'au
3 mai 2018, 18 h 00

En quoi un régime de monnaie pleine nuirait à la Suisse

Schweizerisches Institut für Banken und Finanzen
de l'Université de Saint-Gall (s/bf-HSG)

Thomas J. Jordan

Président de la Direction générale*

Banque nationale suisse

Zurich, le 3 mai 2018

© Banque nationale suisse, Zurich, 2018 (exposé donné en allemand)

* L'intervenant remercie Petra Gerlach pour sa contribution à la rédaction de cet exposé. Ses remerciements s'adressent également à Claudia Aebersold Szalay, à Simone Auer, à Peter Kuster, à Carlos Lenz et à Alexander Perruchoud pour leurs précieux commentaires ainsi qu'aux services linguistiques de la BNS.



Mesdames et Messieurs,

Le Schweizerisches Institut für Banken und Finanzen de l'Université de Saint-Gall fête aujourd'hui son cinquantenaire, et je l'en félicite vivement. Au cours de ces cinq dernières décennies, notre système financier n'a cessé d'évoluer. Pendant les premières années de l'institut, le régime de Bretton Woods était en vigueur, soit l'ordre monétaire de l'après-guerre reposant sur des cours de change fixes et dans lequel le dollar des Etats-Unis constituait la monnaie de référence internationale. Puis l'environnement a été marqué par le passage au régime de changes flottants et, plus récemment, par la crise financière.

J'aimerais saisir la présente occasion pour aborder un sujet qui est apparu dans le sillage de la crise financière: l'initiative Monnaie pleine. Mesdames et Messieurs, cette initiative suscite des attentes irréalistes; si elle était acceptée par le peuple et les cantons le 10 juin 2018, cela serait lourd de conséquences pour la Suisse. Un régime de monnaie pleine nuirait à notre pays dans son ensemble et entraverait de surcroît l'accomplissement du mandat de la Banque nationale suisse (BNS). C'est pourquoi celle-ci, à l'instar du Conseil fédéral et du Parlement, rejette clairement l'initiative.

Mais quel objectif l'initiative vise-t-elle exactement? Selon ses auteurs, elle entend rendre l'argent plus sûr et alléger la charge du contribuable. Pour y parvenir, elle propose que les dépôts à vue de la clientèle auprès des banques commerciales soient transformés en comptes dits de monnaie pleine et que la BNS effectue des versements «sans dette» à l'Etat ou aux citoyens. En outre, les auteurs de l'initiative souhaitent dissocier la création monétaire de l'octroi de crédits, car la création monétaire par les banques commerciales est à leur yeux la cause principale des crises financières.

Un régime de monnaie pleine rendrait l'octroi de crédits plus compliqué

L'initiative Monnaie pleine révèle une profonde défiance vis-à-vis de notre régime monétaire en général et du système de crédit actuel en particulier. Cependant, le crédit est un élément fondamental de notre ordre économique. Il est en effet l'instrument permettant à un agent économique d'exploiter les capitaux d'un autre agent qui n'en a pas besoin pour le moment. Le système de crédit autorise donc la réalisation de projets d'investissements ou d'acquisition de biens et services, laquelle ne serait pas possible autrement, ce qui rend notre économie dynamique et flexible, et favorise en fin de compte la croissance et la prospérité.

Depuis toujours, la monnaie et le crédit sont étroitement liés. La création monétaire et l'octroi de crédits se déroulent de nos jours dans un système à deux niveaux, c'est-à-dire par la BNS et par les banques commerciales. En échange d'actifs financiers, la Banque nationale fournit de la monnaie centrale aux banques, que ces dernières peuvent détenir sous forme d'avoirs à vue auprès de la BNS ou de billets de banque. Les banques utilisent alors la monnaie centrale afin d'effectuer des virements pour leurs clients ou pour faire face à des retraits d'espèces. Parallèlement, les banques commerciales ont besoin de monnaie centrale pour financer des crédits. Par ce financement, elles créent aussi de la monnaie dans le système bancaire.

Mais comment s'effectue exactement l'octroi de crédits? C'est toujours le client d'une banque qui est à l'origine de ce processus, en sollicitant par exemple un prêt hypothécaire. La banque doit d'abord vérifier que le client est solvable et que le rapport risque-rendement du crédit est intéressant. Elle doit ensuite s'assurer qu'elle dispose de suffisamment de monnaie centrale ou qu'elle peut s'en procurer pour accorder le crédit. Le cas échéant, le versement s'effectue habituellement par voie électronique sur le dépôt à vue du vendeur, détenu en général dans une autre banque. De ce fait, les dépôts à vue augmentent dans l'ensemble du système bancaire, et de la nouvelle monnaie est créée. La monnaie créée par l'octroi de crédits n'est certes pas de la monnaie centrale. Mais les dépôts à vue de la clientèle des banques commerciales sont reconnus comme équivalents dans le trafic des paiements, et les clients peuvent les échanger en tout temps contre des billets de banque.

Pour les banques, les versements que les clients perçoivent sur leurs dépôts à vue, par exemple leurs salaires ou le produit d'une vente immobilière, sont une source importante de monnaie centrale. Toutefois, ces liquidités peuvent rapidement diminuer, car les clients peuvent disposer en tout temps de leurs dépôts à vue. Il est néanmoins fort improbable que tous les clients d'une banque souhaitent retirer en même temps la totalité de leurs avoirs ou les utiliser intégralement pour des paiements. C'est pourquoi il n'est pas nécessaire que la banque détienne un franc de monnaie centrale pour chaque franc déposé; elle peut utiliser une partie de ces liquidités pour l'octroi et le financement de crédits.

J'aimerais souligner un point à cet égard: la création monétaire n'est pas un privilège qui permet aux banques commerciales de s'enrichir indûment. Une banque peut octroyer des crédits uniquement si des clients en font la demande et qu'elle dispose de monnaie centrale. Pour cela, il est important que d'autres clients détiennent des dépôts à vue auprès d'elle. En outre, les banques se concurrencent mutuellement: si une banque n'est pas compétitive, aucun client ne sera disposé à lui demander un prêt ou à y déposer des avoirs. L'octroi de crédits constitue de plus un risque commercial pour la banque. Les banques ne créent donc pas de l'argent *ex nihilo*. Leur création monétaire est au contraire le fruit de leur fonction d'intermédiaire entre épargnants et emprunteurs, ainsi que de la possibilité de ne pas avoir à couvrir complètement les dépôts à vue des clients avec de la monnaie centrale¹.

La monnaie pleine bouleverserait notre système actuel. Dans un régime de monnaie pleine, une banque ne serait plus autorisée à financer des crédits en utilisant les dépôts à vue de ses clients. A la place, elle devrait recourir exclusivement aux investisseurs souhaitant mettre à sa disposition leur argent à long terme. Il pourrait s'agir de clients détenant des dépôts d'épargne, d'investisseurs intervenant sur le marché des capitaux, d'autres banques commerciales ou encore de la BNS elle-même, qui accorderait un prêt à la banque. Le régime de monnaie pleine rendrait donc l'octroi de crédits plus compliqué et moins efficace, car il

¹ En ce qui concerne la transformation des échéances, qui constitue une tâche traditionnelle des banques, ainsi que son importance macroéconomique, voir Jordan, Thomas J. (2018), *Comment la banque centrale et le secteur bancaire créent de la monnaie*, exposé présenté devant la Zürcher Volkswirtschaftliche Gesellschaft, Zurich, 16 janvier.

entraverait la fonction d'intermédiaire utile qu'accomplissent les banques dans notre système actuel, et cela au détriment des clients, qu'ils soient épargnants ou emprunteurs.

Les promesses intenable de l'initiative Monnaie pleine

Stabilité financière

Mais que promet l'initiative Monnaie pleine? Ses auteurs espèrent augmenter la stabilité du système financier en séparant la création monétaire de l'octroi de crédits. Concrètement, ils souhaitent que les dépôts à vue des clients soient gérés hors des bilans bancaires, sur des comptes de monnaie pleine, comme c'est déjà le cas avec les dépôts de titres. Cette dissociation offrirait certes une certaine sécurité dans la mesure où cet argent ne serait pas menacé si une banque faisait faillite. Interdire pour autant la création monétaire par les banques n'est toutefois pas la bonne solution.

Lors d'une crise financière, les investisseurs et les épargnants subissent des pertes pour deux raisons: en premier lieu, parce que leurs avoirs de prévoyance et leurs placements directs, tels qu'actions, obligations ou immeubles, perdent de la valeur, et, en second lieu, parce que les recettes fiscales doivent être utilisées pour sauver les banques. Les crises financières résultent d'une sous-estimation des risques et d'anticipations exagérées en ce qui concerne l'évolution des prix des actifs. Dans un tel environnement, des bulles de crédit ou d'actifs peuvent se former, qui finiront tôt ou tard par éclater. Si les banques ne disposent pas de fonds propres en quantité suffisante pour absorber les pertes qui en découlent, elles font faillite.

Mesdames et Messieurs, la monnaie pleine ne changera rien à ce fait. Dans un régime de monnaie pleine également, les risques et les rendements futurs peuvent être surestimés. Même sans recourir aux dépôts à vue, les banques peuvent octroyer des crédits risqués, détenir trop peu de provisions pour les temps de crise et devenir insolubles au moment où éclate une bulle. Pendant la récente crise financière, l'un des problèmes majeurs avait en outre été l'important refinancement à court terme des banques sur le marché monétaire. Ces crédits interbancaires se sont ensuite avérés être une source de financement moins stable que les dépôts à vue de la clientèle privée: ils se sont taris dès le début de la crise financière, en 2008. Un régime de monnaie pleine ne permettrait pas non plus d'écarter ce danger d'instabilité.

Pour contrer les bulles de crédit ou d'actifs, d'autres moyens sont bien plus efficaces que la monnaie pleine, notamment les exigences en matière de fonds propres et de liquidités, qui ont été considérablement accrues depuis la crise. Les instruments macroprudentiels, tel que le volant anticyclique de fonds propres, sont un moyen supplémentaire pour rendre le système financier plus robuste. Mais il est illusoire de croire qu'il existe un régime économique libéral exempt de crises. Pour pouvoir les éviter totalement, il faudrait museler l'économie, ce qui réduirait considérablement notre prospérité à long terme. Les mesures réglementaires appropriées permettent cependant de limiter les risques pour l'économie dans son ensemble, de sorte que ceux-ci ne dépassent pas un niveau raisonnable. Nous y avons travaillé

intensément depuis l'éclatement de la crise financière et nous continuons à le faire avec d'autres acteurs sur les plans national et international.

Versements «sans dette» à la Confédération, aux cantons ou aux citoyens

L'initiative ne serait pas non plus en mesure de tenir sa seconde promesse: la charge du contribuable ne serait pas allégée par les versements «sans dette» de la Banque nationale à la Confédération, aux cantons ou aux citoyens. Ces versements paraissent certes attrayants à première vue, mais ils n'apporteraient aucun avantage financier durable pour la population, même si les auteurs de l'initiative espèrent nous démontrer le contraire. La monnaie pleine ne ferait pas de la BNS une poule aux œufs d'or. La prospérité de la Suisse est en réalité déterminée par la performance économique du pays, et non par la forme de la création monétaire.

Mais qu'entend-on exactement par versement «sans dette»? Dans le système actuel, la Banque nationale crée de la monnaie en achetant des devises, qu'elle place ensuite, ou en accordant des prêts aux banques. A chaque franc de monnaie centrale qui entre ainsi dans le circuit économique correspond une contre-valeur qui génère des revenus au fil du temps. La BNS établit son bilan à la fin de chaque exercice et distribue une partie de ces revenus à la Confédération et aux cantons. Si la BNS devait verser de l'argent «sans dette» comme l'exige l'initiative, elle donnerait alors celui-ci sans contrepartie. Mais elle ne pourrait pas tirer de revenus sur cet argent offert gratuitement. Dans un régime comprenant des versements «sans dette», la BNS ne serait donc plus en mesure d'effectuer de distributions annuelles à la Confédération et aux cantons.

Il est néanmoins important de réaliser que, d'un point de vue économique, les deux approches reviendraient finalement au même. Nous pouvons distribuer chaque année les revenus produits par nos actifs immobilisés; ou nous pouvons donner sans contrepartie de l'argent nouvellement créé, mais ne plus distribuer de revenus. Permettez-moi de m'exprimer en d'autres termes: dans la pratique actuelle, qui a fait ses preuves, nous distribuons les intérêts du capital; dans un régime de monnaie pleine, nous donnerions carrément le capital.

Assurément, les versements «sans dette» ne rendraient pas notre pays plus riche.

Les auteurs de l'initiative suggèrent en outre qu'après instauration d'un régime de monnaie pleine, la BNS pourrait transférer aux contribuables les revenus que tirent actuellement les banques de la création monétaire. Cette idée se base notamment sur la conception selon laquelle les banques s'enrichissent par la création monétaire. En réalité, c'est toutefois l'ensemble des clients des banques – tant les particuliers que les entreprises, et aussi bien les épargnants que les emprunteurs – qui bénéficient de la création de la monnaie scripturale. Ainsi, les crédits sont plus avantageux, et les conditions qui s'appliquent aux dépôts à vue, meilleures qu'elles ne le seraient dans un régime de monnaie pleine. Etant donné que les banques se trouvent en concurrence mutuelle, il ne leur reste que les bénéfices résultant de la création monétaire, dont elles ont besoin pour rester en activité.

Dans un régime de monnaie pleine, toute la création monétaire serait centralisée auprès de la Banque nationale, qui distribuerait le bénéfice correspondant. Mais ce dernier ne serait globalement pas plus élevé qu'aujourd'hui. Pour le citoyen, il s'agirait, au mieux, d'un jeu à somme nulle.

Conséquences négatives d'un régime de monnaie pleine

Que l'initiative Monnaie pleine promette trop est une chose. Ce qui est plus grave toutefois, c'est que si elle était acceptée, cela serait lourd de conséquences pour la Suisse, et ce à trois niveaux: sur le plan de l'économie réelle, de la politique monétaire et de l'ordre économique (*Ordnungspolitik*).

Economie réelle

L'initiative Monnaie pleine nuirait à l'économie réelle en entravant l'octroi de crédits, parce que les banques ne pourraient plus utiliser les dépôts à vue de la clientèle. Elles devraient trouver d'autres sources de liquidités, et recourir par exemple aux dépôts d'épargne. Etant donné que les dépôts d'épargne – ou de manière plus générale, tout avoir auquel un agent économique renonce pour une période relativement longue – sont plus coûteux que les dépôts à vue, qui peuvent être retirés à tout moment, les prêts se renchériraient dans un régime de monnaie pleine.

L'initiative nous touche donc tous directement, en tant qu'emprunteurs et en tant qu'épargnants. Parmi les crédits consentis en Suisse, 94% sont octroyés à des ménages et à de petites et moyennes entreprises, et 86% concernent des prêts hypothécaires. Les épargnants aussi subiraient des effets négatifs: ils seraient lésés, car leurs dépôts à vue détenus sur des comptes de monnaie pleine ne seraient pas rémunérés, et les services bancaires deviendraient plus onéreux.

En substance, un régime de monnaie pleine gripperait notre système de crédit. Les banques réagiraient avec moins de souplesse à la demande de prêts, ce qui entraînerait une diminution de la consommation, des investissements et, au final, de la prospérité de notre pays.

Politique monétaire

Un régime de monnaie pleine entraverait en outre la mise en œuvre de la politique monétaire de la BNS. L'émission de monnaie «sans dette» se fonde sur une conception obsolète de la gestion de l'approvisionnement en monnaie et méconnaît les avantages de la mise en œuvre moderne de la politique monétaire. L'émission de monnaie «sans dette» équivaldrait, techniquement, à une politique basée exclusivement sur la gestion de la masse monétaire et représenterait donc un retour au siècle dernier. Ce n'est pas un hasard si les principales banques centrales ont aujourd'hui recours à la gestion des taux d'intérêt pour mettre en œuvre leur politique monétaire; au contraire, c'est le fruit d'expériences précieuses acquises au cours des dernières décennies. Une politique basée sur la gestion des taux d'intérêt est en effet supérieure à une politique basée sur la gestion de la masse monétaire, car elle garantit,

précisément en période de crise, de la souplesse dans l'approvisionnement de l'économie en liquidités².

En outre, on ne sait pas comment, dans un régime de monnaie pleine, la BNS résorberait les liquidités s'il avait été auparavant nécessaire d'augmenter fortement la masse monétaire. Comment réclamer de l'argent qui a été offert auparavant?

Afin d'illustrer combien cela serait difficile et combien un régime de monnaie pleine compliquerait notre tâche, je me référerai à la politique monétaire que nous avons menée durant la dernière crise financière. Nous avons alors créé une grande quantité de monnaie en très peu de temps, d'abord pour garantir le niveau de liquidités dans le système bancaire, puis pour contrer la très forte pression à la hausse sur le franc. Il en a résulté une expansion considérable de notre bilan. Comment aurions-nous procédé dans un régime de monnaie pleine? Nous n'aurions sans doute pas réagi de manière aussi résolue. Dans un régime de monnaie pleine, en effet, il ne serait plus guère possible de réduire des liquidités précédemment créées, ce qui conduirait ensuite à une progression de l'inflation. Du fait du caractère moins déterminé de notre politique monétaire, les effets négatifs de la crise pour l'économie réelle auraient été nettement plus importants.

Sans compter qu'il est douteux que nous aurions eu le droit, dans un régime de monnaie pleine, de réagir comme nous l'avons fait. Car l'initiative restreint nos moyens d'action. Les interventions sur le marché des changes, qui ont joué un rôle capital dans la lutte contre la surévaluation du franc, n'auraient pas été autorisées dans un régime de monnaie pleine. En effet, lorsque nous intervenons sur le marché des changes, nous ne donnons pas gratuitement des francs nouvellement créés, mais les échangeons contre des devises: aussi la création monétaire n'est-elle pas «sans dette».

Ordre économique

L'initiative Monnaie pleine poserait encore un autre problème en raison de son caractère étatiste: elle ferait porter à la BNS une responsabilité inutile et entraverait la liberté du secteur privé. Cela serait en contradiction avec la conception de l'Etat suisse et avec l'ordre économique, qui a fait ses preuves. Afin d'atteindre ses buts, l'initiative ne craint pas de restreindre globalement la liberté économique, comme on peut déjà le lire dans la deuxième phrase de l'article constitutionnel proposé.

Si l'initiative était acceptée, la Banque nationale se verrait confier des tâches supplémentaires. Mesdames et Messieurs, la BNS est investie d'un mandat clair et raisonnable, à savoir garantir la stabilité des prix. Pour accomplir ce mandat, elle dispose d'une grande souplesse. Dans un régime de monnaie pleine, la BNS devrait assumer des tâches qui iraient bien au-delà de ce mandat. L'initiative prévoit pour la Banque nationale deux tâches supplémentaires:

² Concernant le passage, effectué par la BNS, d'une politique basée sur la gestion de la masse monétaire à une politique basée sur la gestion des taux d'intérêt, voir Meyer Hans (2000), *La politique monétaire à l'aube de la nouvelle année*, exposé à l'Université de Saint-Gall, Saint-Gall, 20 juillet.

d'une part, verser de la monnaie «sans dette», et de l'autre, assurer l'approvisionnement de l'économie suisse en crédits. Cette seconde tâche serait problématique, car elle pourrait entraîner des conflits d'intérêts entre la stabilité des prix et l'approvisionnement en crédits. Mais cela signifie avant tout qu'il reviendrait à la BNS de décider de l'affectation exacte des prêts.

Or la Banque nationale ne dispose pas d'avantage informationnel par rapport aux banques, lesquelles prennent aujourd'hui ces décisions dans un environnement concurrentiel et en tenant compte de la situation régionale ainsi que des besoins des différentes branches. La nouvelle répartition des rôles serait donc inefficace et ferait de la Banque nationale une instance centrale de pilotage de la politique industrielle. Imaginez que les entreprises d'une branche donnée, qu'il s'agisse d'équipementiers de l'industrie automobile, de l'industrie textile ou de l'hôtellerie, aient des difficultés à obtenir des prêts. Comment faudrait-il interpréter le mandat dans le domaine de l'approvisionnement en crédits? La BNS devrait-elle intervenir là où le système d'aujourd'hui n'octroie aucun crédit? Une gestion centrale étatique de l'approvisionnement en crédits ne serait compatible ni avec le caractère fédéraliste de notre pays ni avec son orientation favorable à l'économie, et menacerait le modèle de la réussite suisse.

Les versements «sans dette» à la Confédération, aux cantons ou aux citoyens s'avéreraient également problématiques par rapport à l'ordre économique, étant donné que la BNS serait directement impliquée dans la discussion portant sur les questions de répartition. Elle aurait donc à déterminer qui doit recevoir de l'argent et pour quel montant; mais une telle décision relève de la politique budgétaire et non pas de la politique monétaire. Des versements «sans dette» entraîneraient ainsi une instrumentalisation de la Banque nationale, et entraveraient l'accomplissement de notre mandat principal, à savoir assurer la stabilité des prix.

Conclusion

Mesdames et Messieurs, le système financier n'a cessé d'évoluer depuis la création du Schweizerisches Institut für Banken und Finanzen de l'Université de Saint-Gall. Les auteurs de l'initiative Monnaie pleine veulent convaincre le peuple suisse que le passage à un régime de monnaie pleine ne constituerait qu'une nouvelle modification mineure du système. C'est là une illusion. Un oui à l'initiative serait un cataclysme: il bouleverserait d'un coup notre ordre économique et monétaire, qui s'est quant à lui formé au fil du temps. En outre, l'incertitude qui régnerait pendant la période de transition serait considérable.

L'initiative vise à garantir la stabilité financière. C'est un objectif primordial, que la BNS poursuit aussi. Mais il existe à cette fin des instruments nettement plus efficaces qu'un régime de monnaie pleine. La complète étatisation de la création monétaire visée par l'initiative n'est pas une bonne idée et elle nuirait à l'ensemble de l'économie suisse. Il serait dangereux d'effectuer des versements «sans dette»: la BNS serait contrainte par l'initiative à assumer davantage de tâches, ce qui l'exposerait inévitablement à une instrumentalisation accrue. Le risque est grand que cela conduise à une progression de l'inflation. Le cadre juridique et

institutionnel dans lequel la BNS évolue aujourd'hui a fait ses preuves. Il garantit un bon équilibre entre indépendance et contrôle démocratique. Aujourd'hui, la Banque nationale est préservée des influences politiques, ce qui lui permet de mener une politique monétaire servant les intérêts généraux du pays.

Toutes ces considérations, vous l'aurez compris, ne permettent qu'une seule conclusion: un régime de monnaie pleine constituerait une expérimentation inutile et dangereuse, qui nuirait gravement à notre pays. Je vous remercie de votre attention.