



Master

2022

Open Access

This version of the publication is provided by the author(s) and made available in accordance with the copyright holder(s).

---

"Controverses politiques autour du régime monétaire suisse entre 2009 et  
2019

---

Stauffer, Quentin

**How to cite**

STAUFFER, Quentin. 'Controverses politiques autour du régime monétaire suisse entre 2009 et 2019.  
Master, 2022.

This publication URL: <https://archive-ouverte.unige.ch/unige:181528>

Université de Genève

Département des Sciences de la Société

Master in Political Economy of Capitalism

## **Controverses politiques autour du régime monétaire suisse entre 2009 et 2019**

Mémoire de master

Sous la direction de : Cédric Durand

2021/2022

### **Résumé :**

Ce travail analyse les controverses autour de la politique monétaire de la BNS et l'augmentation des placements en devises étrangères sur la période de 2009 à 2019. La théorie de la régulation est mobilisée en considérant la politique monétaire comme une institution régulant certains conflits sociaux. Pour aborder ces controverses, une première partie porte sur les caractéristiques du franc suisse en identifiant les compromis sociaux et les processus historiques ayant construit le régime monétaire. Une deuxième partie présente les fondements juridiques de la BNS, les différents outils de la politique monétaire, l'ampleur des placements en devises étrangères, l'évolution et les origines des bénéfices de la banque centrale. La troisième partie traite des controverses politiques actuelles en s'appuyant sur l'approche en termes de bloc social. Plusieurs coalitions politiques sont cartographiées afin d'identifier laquelle est hégémonique et quels sont les groupes minoritaires. Ces trois parties permettent d'explorer en quoi les controverses actuelles peuvent, ou non, changer le régime monétaire.

## **Remerciements**

Je tiens tout d'abord à remercier le service public qui m'a permis d'accéder à une école et à une formation de qualité. Le dévouement de tous les enseignant.e.s qui ont participé ma formation, m'a permis d'avancer et de comprendre un peu plus les enjeux de ce monde.

Mes remerciements vont en particulier à Cédric Durand pour la direction de ce mémoire, pour sa disponibilité et pour ces précieuses pistes de réflexion. Je tiens également à remercier Juan Flores qui a accepté d'être jury pour ce mémoire.

Un grand merci également à Alice, Balmain, Davy, Eli, Flo, Floraine, Marie, Niki, Pedro, Privet, Raphael, Remy, Samuel, Zelada et toute ma famille pour le soutien, les conseils, les critiques et les relectures.

## Table des matières

1.	Introduction .....	5
2.	La Théorie de la Régulation .....	8
2.1	Aux origines de la régulation.....	9
2.2	. Les différentes institutions de la régulation.....	9
2.3	La Monnaie.....	11
2.4	Grille d'analyse et conclusion .....	17
3.	Les caractéristiques du franc suisse .....	19
3.1	Sources et bibliographie .....	19
3.2	Singularité du compromis social .....	20
3.3	Symbiose avec la finance : .....	23
3.4	Une monnaie forte .....	26
3.5	Analyse et conclusion.....	28
4.	Structure de la BNS et évolution de son bilan .....	31
4.1	Le cadre légal de la BNS .....	31
4.2	Les outils de politiques monétaires de la BNS .....	35
4.3	Evolution des outils de BNS.....	37
4.4	Placements en devises étrangères .....	45
4.5	Évolution des bénéfices de la BNS.....	48
4.6	Analyse de l'évolution de la politique monétaire de la BNS .....	55
5.	Controverses actuelles.....	59
5.1	Changement institutionnel : approche par blocs sociaux .....	59
5.2	Sources et méthodologie.....	60
5.3	Changements de politiques monétaires, conflits et blocs sociaux.....	61
L'introduction d'un taux plancher avec l'euro à 1.20 CHF .....	61	
Les taux négatifs.....	64	
La non-intervention du monde politique envers la BNS.....	68	
Pour une augmentation des réserves en or .....	70	
Pour un fonds souverain avec les fonds de la BNS.....	73	
Pour une redistribution des bénéfices de la BNS .....	75	
Pour une politique des placements de la BNS écologique et pacifique. ....	76	
5.4	Cartographie des coalitions .....	77
5.5	Analyse et conclusion.....	78
6.	Conclusion.....	81
7.	Bibliographie.....	84

## Table des illustrations

Figure 1, Grille d'analyse théorique .....	17
Figure 2, Relations entre les trois caractéristiques du franc suisse .....	29
Figure 3, Grille d'analyse II, caractéristiques du franc suisse .....	30
Figure 4, Cadre légal de la BNS.....	32
Figure 5, Actifs au bilan de la BNS 1999- 2019, en millions de CHF.....	38
Figure 6, répartition des actifs au bilan de la BNS,.....	39
Figure 7, Pensions de titres et swaps de devises de 1999 à 2015.....	40
Figure 8, Évolution des différents taux de la BNS de 2008 à 2019, .....	41
Figure 9, Taux libor à 3 mois de 2009 à 2019,.....	42
Figure 10, proportion des réserves de la BNS au niveau mondial, 2008 à 2019 .....	43
Figure 11, totale des réserves monétaires, en US courant, hors Chine .....	44
Figure 12, placement en devises étrangères selon la monnaie .....	45
Figure 13, catégories de placement .....	45
Figure 14, structure des placements porteurs d'intérêt .....	46
Figure 15, investissements en actions de la BNS de plus de 1 milliard aux Etats-Unis .....	47
Figure 16, International investment position, en pourcent du PIB, 1999 à 2019 .....	48
Figure 17, Résultat et affectation du bénéfice en 2019, en millions de CHF.....	49
Figure 18, Résultat des positions en monnaies étrangères, ventilée selon le genre, en 2019 .	50
Figure 19, Résultats des positions en monnaie étrangère, tendances des différents postes de résultat. ....	51
Figure 20, Résultat des positions en francs de 2009 à 2019 en millions de CHF .....	52
Figure 21, Résultats et évolutions des réserves, 2009-2019, en millions de CHF .....	53
Figure 22, Fonds propres en millions de CHF, .....	53
Figure 23, Bénéfices : montants distribués aux cantons et à la Confédération, 2009-2019, en millions de CHF .....	54
Figure 24, Grille d'analyse III, cadre légal et évolutions de la politique monétaire de la BNS	55
Figure 25, Cartographie des coalitions.....	77
Figure 26, Grille d'analyse IV, Controverses actuelles .....	80

## 1. Introduction

Depuis 2008, la Banque Nationale Suisse a massivement acheté des devises étrangères pour répondre à la crise financière en fournissant des liquidités en Francs Suisse(FS), puis, dès 2011, pour faire face à la problématique du franc fort et à la crise de l'euro. Elle possède ainsi près de 800 milliards de placements en devises étrangères fin 2019 contre moins d'une trentaine en 2007. Aussi, elle dégagne 48.9 milliards de bénéfice sur l'année 2019 dont une grande partie provient de ses positions en monnaies étrangères(Banque Nationale Suisse, 2022c). Derrière ces chiffres, il est question de la viabilité de cette politique monétaire. Est-ce le signe d'un régime monétaire en transition ou en crise ? Comment comprendre le rôle de cette politique monétaire dans le capitalisme helvétique ? À qui profite cette nouvelle politique et quels sont les groupes sociaux qui y sont favorables ou opposés ?

Pour y répondre, l'école de la régulation (Aglietta et al., 2016; Boyer, 2015) offre un cadre théorique pertinent, car elle analyse les régimes monétaires comme des institutions au cœur des régimes d'accumulation capitaliste et refuse une vision naturalisée ou neutre de la monnaie. Ces institutions sont issues d'un processus constitué de plusieurs rapports sociaux historiques et elles permettent de réguler certains conflits qui traversent la société. Il peut s'agir de conflits entre les créiteurs et les débiteurs qui sont impactés par les taux d'intérêt de la banque centrale, mais aussi de la relation entre la banque centrale et l'État, par exemple au travers du financement des dettes publiques, ou encore de la manière dont la puissance publique assure la confiance en la monnaie. Qu'en est-il pour le franc suisse ? Quels sont les rapports sociaux historiques qui ont défini la BNS ? Et aujourd'hui, comment l'achat massif de devise étrangère par la BNS peut-il modifier l'institution monétaire ?

Dans un premier temps, ce travail vise à définir les caractéristiques du régime monétaire helvétique en s'inspirant de l'école de la régulation. C'est-à-dire qu'il ambitionne d'identifier les conflits qui ont constitué la BNS, soit de comprendre les moments où un rapport social historique s'est cristallisé. La compréhension de l'histoire du régime monétaire doit permettre, ensuite, d'aborder le cas d'étude de la politique monétaire de la BNS depuis 2009 jusqu'à fin 2019, soit entre la fin de la crise des *subprimes* et l'arrivée de la pandémie de la *Covid-19*.

Il s'agit alors de comprendre comment la politique monétaire a évolué sur la période définie. La BNS fournit une base de données intéressante pour une analyse quantitative de sa politique au travers du détail de son bilan. Ces bénéfices peuvent également être ventilés pour comprendre de quelles manières ses placements en devises étrangères sont profitables. Mais, la

seule approche quantitative ne peut suffire à une étude du régime monétaire si celui est traversés de conflits sociaux. Ces derniers doivent donc également être abordés.

La période considérée est marquée par l'émergence de nombreuses revendications envers la banque centrale : le monde syndical réclame un franc faible pour soutenir le secteur d'exportation ; la gauche lorgne les bénéfices de la BNS pour financer les retraites ; la droite nationaliste soutient un retour à une forme d'étalon-or ou encore des politiciens proposent de créer un fonds souverain avec une partie des fonds propres de la BNS, c'est à dire avec les bénéfices de la BNS. Ces débats rappellent que la monnaie n'est pas neutre, mais est traversée de conflits. Dès lors, comment comprendre ces différentes revendications ? Quels sont les conflits actuels autour de la politique monétaire et comment peuvent-ils modifier durablement le rôle du franc suisse dans le capitalisme helvétique ?

Si la théorie de la régulation offre un premier cadre d'analyse, l'étude de ces controverses par l'approche en termes de blocs sociaux (Amable et al., 2017) permet d'aller au-delà de l'apparence de ces revendications pour comprendre les compromis sociopolitiques en cours. Il s'agit de comprendre les contradictions qui sous-tendent les débats politiques et médiatiques. C'est-à-dire que derrière les revendications politiques se trouvent des groupes sociaux avec des intérêts propres, en opposition avec d'autres groupes sociaux. Le discernement des groupes sociaux et des coalitions derrière certaines revendications doit mener à une meilleure compréhension de la conflictualité et de l'évolution du régime monétaire suisse.

Au final, ce mémoire interprète le régime monétaire suisse à l'aide de la théorie de la régulation pour ensuite traiter des débats actuels en essayant de comprendre qu'elles sont les ressorts des controverses face à l'augmentation massive des positions étrangères de la BNS. Les outils conceptuels de cette approche permettent de décortiquer les conflits qui sont à l'œuvre et des évolutions possibles du régime monétaire. Autrement dit, ce travail vise à appliquer une approche régulationniste sur le cas Suisse afin de saisir le rôle et la portée des débats existants et de répondre à la question de recherche suivante :

### **Quels sont les ressorts des controverses à la suite de l'achat massif de devises de la BNS ?**

Pour répondre à cette question, le travail est structuré en cinq parties. La première partie porte sur la théorie de la régulation (TR) en présentant les inspirations de ce courant, puis en se focalisant sur les différents débats autour de l'institution monétaire. Il existe plusieurs propositions théoriques sur la monnaie, autour de son origine, des conflits qu'elle régule et de

sa relation avec le capital. Ces propositions sont présentées et résumées afin de servir de grilles d'analyse pour la suite.

La deuxième partie traite du FS avec une analyse historique de la constitution du régime monétaire suisse. À l'aide de la littérature académique existante, elle définit différentes dimensions du FS en tant qu'institution, avec une présentation des différents conflits qui ont structuré la BNS.

La troisième partie aborde l'évolution de la politique monétaire depuis 2009 à 2019. La structure et l'environnement légal de la BNS sont décrits ainsi que les différents outils monétaires conventionnels à sa disposition. Puis, l'évolution des différents postes au bilan de la BNS est examinée afin de saisir l'ampleur de l'augmentation des placements en devises étrangères. Les bénéfices sont également décomposés pour identifier leurs sources et leurs utilisations. Ce portrait de la BNS et de sa politique monétaire permet de commencer une analyse de l'évolution du régime monétaire.

Pour la quatrième partie l'approche par les blocs sociaux (Amable et al., 2017) est mobilisée pour examiner les controverses actuelles. Pour cette analyse les débats au parlement fédéral et dans la presse servent de sources à l'analyser. Les débats autour du taux plancher de change entre l'euro et le franc sont étudiés, puis ceux autour des taux d'intérêt négatif. Ensuite, trois positions différentes envers la politique monétaire sont exposées avec les positions des différents groupes politiques qui soutiennent ces positions. Les alliances entre ces groupes politiques sont ensuite cartographiées pour identifier quelle est la coalition dominante et celles minoritaires. Finalement, les conflits en cours sont étudiés avec les outils de la régulation, pour saisir l'évolution du régime monétaire suisse.

La cinquième partie conclut en liant les résultats des trois parties précédentes. Elle propose une analyse des dynamiques de régime du FS et de son évolution. Enfin, l'institution monétaire est ensuite mise en perspective avec les autres institutions de la régulation, pour enfin conclure sur les débats actuels autour de la monnaie et des changements potentiels.

## 2. La Théorie de la Régulation

Cette approche hétérodoxe de l'économie est éclairante, car elle évite une vision naturalisée et fonctionnaliste de la monnaie, pour se focaliser sur les conflits existants autour de la politique monétaire. Dans une Suisse marquée par la faible intensité du conflit social, le consensus et l'idéologie du non-choix<sup>1</sup>(Masnata & Rubattel, 1995), il peut paraître difficile d'étudier les conflits. Or, le postulat est que des conflits existent autour de la politique monétaire helvétique. Par conséquent, un détour par la théorie est nécessaire, car elle permet de dévoiler certaines contradictions qui sont peut-être moins visibles à première vue. C'est pourquoi, la TR offre une source d'inspiration, car elle théorise certains conflits inhérents à la politique monétaire.

De plus, pour l'étude des controverses actuelles, le TR permet d'évaluer si ces controverses sont à même de modifier le régime monétaire<sup>2</sup>. C'est-à-dire, qu'en proposant une théorie de la monnaie, elle fournit des outils qui permettent d'aller au-delà des débats ou des consensus en cours, afin d'évaluer comment les controverses sont à même, ou non, d'amener un changement de régime. A l'inverse, si on aborde les controverses sans ce détour théorique, le risque est de rester à la surface des discours qui sont limité l'idéologie du non-choix. Or cette idéologie tente d'effacer les conflits en déterminant ce qui est pensable et politique<sup>3</sup> et en participant à une vision naturalisée des relations économiques<sup>4</sup>. Par conséquent, la TR est le véhicule théorique pour éclairer, voire dévoiler, les conflits autour de la monnaie et évaluer leurs portées.

Par ailleurs, la Suisse demeure peu étudiée selon l'approche régulationniste. En effet, il n'existe actuellement pas de proposition quant au mode de régulation du capitalisme, c'est-à-dire de conceptualisation du type de régulation du capitalisme suisse. Une analyse du régime monétaire ne peut, pour le moment, se rattacher à une analyse plus générale du cas suisse. S'il existe des recherches sur les différentes institutions de la TR, le régime monétaire suisse reste guère étudié, même si on trouve une petite littérature proche de la TR sur le FS (J.-F. Ponsot & Vallet, 2013a; Vallet, 2014).

Une dernière raison du choix de cette approche est sa filiation avec le marxisme. Cela permet le recours à des concepts marxistes sans une remise en cause de la cohérence du cadre

---

<sup>1</sup> Cette idéologie est théorisée par Masnata et Rubattel dans leur analyse du pouvoir suisse.(Masnata & Rubattel, 1995). Mais elle ne sera pas débattu dans ce travail.

<sup>2</sup> Le concept de régime monétaire est précisé par la suite.

<sup>3</sup> « L'idéologie (du non-choix), facteur de non-décision joue un rôle fondamental puisqu'elle détermine le pensable, dit ce qui est politique. »(Masnata & Rubattel, 1995, p. 17).

<sup>4</sup> « L'idéologie du non-choix - il n'y a qu'une voie tracée, celle des ancêtres - permet de présenter la « rationalité » de l'économie libérale comme naturellement suisse. L'histoire s'arrête. La société se bloque. »(Masnata & Rubattel, 1995, p. 156).

conceptuel de la TR. Pour notre cas d'études, il s'agit surtout du recours au concept de capital fictif qui est utile pour l'analyse des placements de la BNS. Ces éléments seront précisés par la suite. En somme, l'emprunt de la notion de capital fictif permet de renforcer l'analyse des conflits du régime monétaire tout en restant dans le cadre de la TR.

Pour comprendre le concept de régime monétaire, une présentation de la TR est primordiale. Tout d'abord, un détour par les origines de cette approche nous permet de souligner son éloignement des approches *mainstream*. Puis, les différentes institutions sont esquissées pour situer le régime monétaire vis-à-vis des autres institutions du capitalisme. Ensuite, une focale est mise sur l'institution qu'est la monnaie. Il s'agit alors de résumer certains débats actuels puis de présenter plusieurs éléments constitutifs du régime monétaire.

### 2.1 Aux origines de la régulation

Au milieu des années 70, Michel Aglietta et Robert Boyer développent les bases de ce qui deviendra l'école de la régulation. D'une part, ils s'inspirent de l'histoire longue du capitalisme centrée sur l'évolution des relations conflictuelles entre marchand, producteur, banquier et Etat. D'autre part, ils ambitionnent de prolonger et amender la tradition théorique marxiste en traduisant des concepts généraux en des concepts observables. L'idée est d'offrir une méthodologie moderne à cette tradition (Boyer, 2015).

Cette école va s'autonomiser du marxisme face aux changements du capitalisme et à la suite de débats théoriques notamment autour de la monnaie. La survivance du système capitaliste et l'évolution des trajectoires des économies nationales interrogent. Cela conduit à déplacer l'analyse d'un mode d'accumulation invariant à une compréhension des caractéristiques d'un régime de croissance (Boyer, 2002, 2015). Il s'agit alors d'identifier les institutions qui permettent à un régime de se reproduire et d'assurer sa viabilité, ou, en cas de crise, de comprendre les contradictions aux origines de la crise et d'interpréter les changements de régime. La monnaie est ainsi considérée comme une des cinq institutions du capitalisme.

### 2.2. Les différentes institutions de la régulation

La TR définit une institution comme « toute codification d'un ou plusieurs rapports sociaux fondamentaux. » (Boyer, 2015, p. 46) et identifie cinq institutions : le régime monétaire, le rapport salarial, la forme de la concurrence, la forme d'adhésion au régime international et la forme de l'État. Ce sont donc ces institutions qui sont au cœur des économies capitalistes et qui

en assurent la cohérence et la viabilité. Boyer propose la définition suivante pour chaque institution (Boyer, 2015) :

1. Le régime monétaire, l'institution de base d'une économie marchande, met en rapport les centres d'accumulation, les salariés et autres sujets marchands.
2. La forme du rapport salarial comprend le rapport entre capital et travail et s'articule entre l'organisation du travail, le mode de vie et la reproduction de la force de travail.
3. La forme de la concurrence configure les relations entre l'ensemble des centres d'accumulation fractionnés.
4. La forme d'adhésion au régime international porte sur la conjonction des règles entre États-nations, les flux de financement entre régions, l'échange de marchandises et la localisation de la production.
5. La forme de l'État consiste en un ensemble de compromis institutionnalisés qui crée des règles dans les dépenses et recettes publiques.

Ces définitions sont générales et pourraient être précisées, mais, pour ce travail, seul le régime monétaire est approfondi. Ces institutions sont en relations entre elles et constituent une architecture institutionnelle. Le changement de la forme d'une institution peut alors modifier les autres. Ainsi, bien que l'analyse porte uniquement sur le FS, l'évolution du régime monétaire peut amener des changements dans les autres institutions et vice-versa. À la fin de ce travail, certaines pistes quant aux impacts de régimes monétaires du FS sur d'autres institutions sont présentées.

Par rapport à d'autres approches institutionnelles, la TR se distingue sur au moins trois points. Premièrement, les institutions sont un fondement des économies de marché et participent à la viabilité du capitalisme. C'est-à-dire qu'elles permettent une gestion et une reproduction de l'organisation du rapport profondément conflictuel du capital-travail.

Deuxièmement, ces institutions s'inscrivent dans *le temps long de l'histoire*, contrairement à des approches se focalisant sur les équilibres à court terme en relation avec un hypothétique équilibre de marché. Elles correspondent donc à une cristallisation de rapports sociaux à un moment donné. Aussi, elles sont des facteurs de succès d'un régime d'accumulation, tout comme elles peuvent contenir des facteurs d'entrée en crise d'un mode de régulation voire d'un régime d'accumulation. C'est-à-dire que dans ce cas, elles ne peuvent plus assurer une stabilité ou une reproduction de la dynamique d'accumulation.

Troisièmement, elles sont une catégorie observable et font le passage entre le niveau macro et micro, entre le régime d'accumulation et le mode de régulation (Boyer, 2003). Les dynamiques de l'architecture institutionnelle ainsi que celles de chaque institution peuvent être étudiées sur un espace géographique et temporel. L'agencement institutionnel et sa variabilité dans le temps et l'espace expliquent l'évolution d'un mode de régulation et du régime d'accumulation.

En résumé, l'ambition de la TR est de proposer ces institutions comme outils d'analyse du capitalisme. Elles sont des constructions historiques selon des processus codifiant un ou plusieurs rapports sociaux fondamentaux et conflictuels. Par la gestion de ces conflits sociaux et de ces contradictions, elles assurent une stabilité et une reproductibilité au système. Mais elles peuvent également être source de crises et de changements selon les dynamiques politiques, sociales ou économiques.

Concernant le cas suisse, il s'agit alors d'identifier les codifications des conflits sociaux et des contradictions historiques qui ont concouru à la mise en place du franc suisse, à son évolution et à sa stabilité. La première partie de l'analyse du FS<sup>5</sup> cherche ainsi à identifier les caractéristiques du FS au travers de l'analyse de conflits sociaux historiques. Mais pour comprendre les controverses actuelles autour de la politique monétaire de la BNS, il est nécessaire de préciser plusieurs éléments de l'institution monétaire.

### 2.3 La Monnaie

La TR connaît un débat intense sur les questions monétaires. Toutefois, cette partie du travail ne vise pas à trancher ces questions, mais à définir une grille d'analyse pour le cas du FS. Ainsi, certains débats avec l'approche marxiste sont présentés afin de souligner les relations entre cette approche et la TR. Puis, l'objectif est d'identifier des propositions comme outils d'analyses pour la suite.

Durant la genèse de la TR, la monnaie a été un point de divergence avec l'analyse marxiste. Ce débat connaît un renouveau depuis une quinzaine d'années quant à l'adéquation entre TR et marxisme. La controverse principale porte sur la théorie de la valeur et la théorie de la monnaie notamment la définition de la valeur de cette dernière. D'un côté, des auteurs (Benetti, 1987; Cartelier, 2016) notamment de l'école française nanterroise, considèrent qu'il faut substituer la théorie de la valeur de Marx par une approche monétaire. D'un autre côté, des chercheurs

---

<sup>5</sup> Partie 3 « les caractéristiques du franc suisse » pages 19 à 30.

(Baronian, 2011; Harribey, 2017a; Montalban, 2012; Piluso, 2014; Porcherot, 2019) craignent qu'un tel déplacement théorique entraîne une dérive vers la théorie néoclassique.

Les premiers considèrent que Marx n'arrive pas à proposer une critique à Ricardo en partant des trois fonctions de la monnaie qu'il identifie (équivalent général, moyen d'échange, vecteur d'accumulation (Marx & Lefebvre, 2014)). Ils estiment que Marx est contradictoire dans ses critiques et qu'il rejoint sur plusieurs points Ricardo. Le concept de monnaie-marchandise issu de la théorie de la valeur et de son rôle d'équivalent général et de thésaurisation ne suffirait pas à fonder une théorie monétaire marxienne. Entre autres, la théorie de la valeur ne pourrait expliquer la valeur de la monnaie. Une autre critique se focalise sur la réalisation de la plus-value. Sans ignorer l'exploitation, ils considèrent que la plus-value devient visible lors de l'échange, c'est à dire dans le circuit monétaire. Dès lors, la théorie de la valeur serait redondante avec une approche monétaire, car la valeur n'est que monétaire, soit comme le résume Porcherot « entre monnaie et valeur, il faudra choisir. » (Porcherot, 2019, p. 14).

Les seconds répliquent qu'il est nécessaire de lier la monnaie et la théorie de la valeur, car tous deux sont les deux faces d'un rapport social (Brunhoff, 1967). Historiquement, le processus instituant la monnaie ne peut être compris sans celui de la valeur (Aglietta et al., 2016; Aglietta & Orléan, 1998). Le passage de l'argent en capital nécessite un rapport social d'exploitation de la force de travail et donc la théorie de la valeur. En parallèle, la monnaie a été un acteur du processus de constitution du capitalisme avec la mise en relation des centres d'accumulation (Boyer, 2015). En bref, la monnaie ne peut être comprise en dehors de tout enracinement dans les rapports de productions. Concernant la théorie de la valeur, si la valeur se réalise en monnaie, c'est dans les rapports de production qu'elle naît. La monnaie devient alors un révélateur des conflits autour de la valeur et donc de la lutte pour le partage de la valeur (Harribey, 2017b). Derrière ces controverses, selon Harribey un point rassemble: « la valeur est un rapport social (c'est l'enseignement premier de Marx) et la monnaie aussi (c'est l'apport des institutionnalistes prolongeant les intuitions de Keynes) » (Harribey, 2017b, p. 13). Il s'agit donc de définir quels sont les éléments de ce rapport social.

Pour cela, trois éléments de ce rapport social sont présentés ci-dessous, premièrement l'importance de la confiance en la monnaie, deuxièmement, l'aspect de bien publique qu'est la monnaie, troisièmement le conflit débiteur-créditeur qui impactent toutes politiques monétaires

*La confiance en la monnaie*

Plusieurs auteurs régulationniste ou proches de ce courant ont montré l'importance du rapport de la monnaie à la communauté et à la confiance. Orléan postule que la monnaie est choisie par les individus, puis par la société, par mimétisme en s'inspirant de la théorie mimétique du philosophe René Girard. Chacun désire la monnaie, car les autres individus la désirent pareillement. Lordon considère que « l'argent est le nom du désir »(Lordon, 2010, p. 27) dans une perspective spinoziste où ce n'est plus la valeur qui crée le désir, mais l'inverse. Les institutions monétaires ont donc pour rôle d'assurer, de produire et de reproduire un rapport social de confiance et de reconnaissance partagé portant sur le signe arbitraire qu'est la monnaie (Lordon, 2010). Ainsi, de la reconnaissance partagée se développe un rapport de confiance. Pour assurer ce dernier, Théret, Aglietta et Orléan identifient trois niveaux : la confiance méthodique, hiérarchique et éthique(Aglietta & Orléan, 2002; Théret, 2007, 2013).

Le premier niveau est une confiance qui « relève du comportement mimétique – économiquement rationnel à court terme – selon lequel un individu accepte de façon routinière la monnaie parce que les autres font de même. »(Théret, 2013, p. 105). La confiance méthodique se fonde sur la régularité et la répétition des échanges lesquels développent une dimension sécuritaire et d'adhésion collective à la monnaie.

Le deuxième niveau se rapporte aux garanties que les autorités exercent en raison de leurs pouvoirs souverains. C'est-à-dire que les autorités politiques et monétaires disposent des compétences pour modifier les règles du jeu. La construction de ces règles, du cadre institutionnel et des règles de contrôles juridiques politiques participe à l'acceptation d'une monnaie. Ainsi, cette confiance réside dans « l'ordre institutionnel produit par la régulation des conflits relatifs à l'émission et à la distribution inégalitaire de l'accès aux monnaies de paiement. La confiance hiérarchique exprime le compromis social institutionnalisé produit par cette régulation. »(Théret, 2013, p. 105).

Le troisième niveau porte sur la légitimité de l'ordre institué. Cette confiance éthique « renvoie à l'autorité symbolique du système des valeurs et normes collectives, consensuellement acceptées, qui fonde l'appartenance sociale ; une monnaie dispose d'une confiance éthique dès lors que ses modes d'émission, de distribution et de circulation paraissent assurer la reproduction de la société dans le respect de ces valeurs et normes. »(Théret, 2008, p. 818).

Ces trois niveaux de confiance sont liés entre eux. La confiance méthodique étant garantie par la confiance hiérarchique qui est garantie par la confiance éthique(Théret, 2008). Il s'agit alors

d'identifier pour le cas suisse les éléments qui supportent ces niveaux de confiance et si des conflits portant sur l'un ou l'autre de ces niveaux peuvent influencer la confiance dans la monnaie et ainsi en modifier l'institution. Pour ce faire, premièrement, les éléments historiques qui ont construit ces niveaux de confiance sont exposés<sup>6</sup>. Deuxièmement, la structure et l'environnement juridique de la BNS sont détaillés<sup>7</sup> car ils participent à la confiance hiérarchique en définissant les règles et les compétences entre la Confédération et la BNS. Troisièmement, l'analyse des controverses actuelles montre les possibilités de changement ou de renforcement de ces niveaux de confiance<sup>8</sup>.

### *La monnaie comme bien public*

Un deuxième élément du régime monétaire est que la monnaie est un bien public. En effet, la monnaie est garantie par la puissance publique laquelle en assure son utilisation sur un territoire donné. Ainsi, la monnaie est étroitement liée à des questions de souveraineté (Aglietta et al., 2016). La confiance hiérarchique et éthique rappelle également ces relations à la souveraineté par le pouvoir du gouvernement et de la banque centrale envers la politique monétaire. Un second aspect du caractère public de la monnaie réside dans les possibilités qu'elle offre à la société pour reconnaître des biens et des secteurs non marchands. Par le biais de la monnaie, la société peut socialiser une partie des richesses et valider certains travaux non, ou mal, reconnus par le marché. Harribey soutient ainsi que « Le caractère de bien public de la monnaie est invisible dans la conception standard de la monnaie, parce qu'il révèle le conflit de classes pour le partage de la valeur et parce qu'il porte en lui la potentialité d'une société en partie non marchande et donc solidaire. C'est ce qui fonde la légitimité de l'endettement public lorsqu'il s'agit de financer la production d'une richesse collective sous forme d'éducation, de santé, de recherche ou d'infrastructures publiques. » (Harribey, 2017b, p. 13). Cet endettement public est également influencé par la politique monétaire dont la définition des taux d'intérêt va influencer les coûts de la dette pour un gouvernement et donc ses possibilités d'actions. Pour le cas de la Suisse, il s'agit d'examiner d'une part comment certaines controverses visent à utiliser la banque centrale pour développer des politiques publiques et d'autre part, quels ont été les impacts de la politique de la BNS sur les dettes publiques.

---

<sup>6</sup> Partie 2.3, « La monnaie » page 11-17.

<sup>7</sup> Partie 4.1 « Le cadre légal de la BNS » page 31 à 35.

<sup>8</sup> Partie 5.3 « Changements de politiques monétaire, conflits et blocs sociaux » page 61 à 77

### *Le conflit débiteurs-créditeurs*

Le troisième élément du régime monétaire porte sur la régulation du conflit entre débiteurs/créanciers. Aglietta et Orléan considèrent ainsi que le régime monétaire effectue «un subtil arbitrage entre les intérêts des débiteurs et ceux des créanciers »(Aglietta & Orléan, 2016, p. 68). Les premiers veulent de moyens stables pour financer leur cycle de production. Les seconds veulent que les créances « puissent se transformer en monnaie centrale »(Aglietta et al., 2016, p. 68). Avec une politique monétaire restrictive, c'est-à-dire où la monnaie se fait rare avec des taux d'intérêt élevés, les créanciers sont favorisés, car ils obtiennent de meilleurs rendements pour leur créance. À contrario, une politique monétaire des taux bas favorise les débiteurs dont le coût des dettes est moindre avec des taux d'intérêt limités. Dans leurs études sur l'évolution de la politique de monétaire américaine de la fin du XXème siècle, Aglietta et Orléan écrivent « La politique monétaire affirme pratiquement l'autorité de la banque centrale sur les agents du système financier, avant tout sur les banques commerciales, en déterminant un ou des taux d'intérêt repère qui forment les bases de l'évaluation des actifs financiers. »(Aglietta & Orléan, 2002, p. 241). On observe ainsi que les taux d'intérêt directeurs jouent un rôle dans la régulation de ce conflit. Pour l'étude de la BNS, ce conflit est notamment abordé dans la partie 2 et 3 avec une présentation de la prise en compte de ce conflit par le gouvernement.

### *La cohérence entre le capital industriel, financier et fictif.*

Mazzotta prolonge l'analyse du conflit débiteur-créditeur avec les concepts de capital industriel, capital financier et capital fictif. Il simplifie le capital industriel comme un secteur débiteur, empruntant de l'argent pour financer son développement. Il correspond donc à la partie débitrice et génère du profit par la production. Le capital financier correspond à la partie créditrice et qui comprend le capital fictif. Ce dernier est une sous-catégorie du capital financier. Autrement dit, dans le conflit débiteur-créditeur, il propose de distinguer deux formes de capital pour la partie créditrice. Il convient de préciser le concept de capital fictif.

Cette sous-catégorie du capital financier correspond « à tous les actifs financiers dont la valeur est basée sur la capitalisation d'un flux future de revenu et qui, en tant que tels, n'ont pas de contrepartie dans le capital industriel réel <sup>9</sup> » (Guttman, 1994, p. 41). En se référant à Marx, ce capital se retrouve sous trois formes : le crédit au secteur privé, la dette publique et la capitalisation boursière. Le crédit du secteur privé peut être du capital fictif en raison de la

---

<sup>9</sup> Traduit de l'anglais « all those financial assets whose values are based on the capitalization of a future income stream and which as such have no counterpart in actual industrial capital. » Guttman, 1994, p. 41.

création monétaire dont il est issu, car qui il s'agit d'une création *ex nihilo* qui « ne provient pas, pour l'essentiel, des fonds préalablement épargnés »(Durand, 2014, p. 65). En effet, les banques garantissent un taux de réserve minimal - décidé par la banque centrale - passé ce taux les dépôts sont souvent sans contrepartie. Pour la dette publique, ce capital est fictif, car il dépend des recettes fiscales futures et non d'un processus de production en cours. De plus, le caractère roulant de la dette, car elle rarement remboursée, la possibilité de négocier ces titres sur les marchés et la liquidité qu'offre ces titres soulignent la dimension fictive de ce capital(Durand, 2014; Guttman, 1994). Enfin, la capitalisation boursière comprend les obligations et les actions qui correspondent à des droits à la plus-value future par les intérêts ou les dividendes escomptés. La possibilité de les échanger sur les marchés renforce le caractère fictif : « La valeur de marché de ces titres est en partie une valeur spéculative, car ce n'est pas le revenu réel de l'entreprise, mais celui qu'on attend, calcul par anticipation, qui a servi à la déterminer »(Marx, 1976, p. 433). En résumé, ces trois formes de capital factifs reposent, comme l'écrit Durand, sur « une forme ambivalente de prévalidation sociale du processus d'accumulation »(Durand, 2014, p. 69).

La proposition est donc de distinguer dans le conflit débiteur-créditeur ce capital fictif. C'est-à-dire que la politique monétaire doit aussi prendre en compte l'intérêt du capital fictif. Par exemple, les banques centrales peuvent acheter de la dette par la création monétaire afin de garantir la soutenabilité des dettes publics et/ou privées. Mais elles peuvent aussi intervenir sur les marchés par l'achat de titres d'entreprises privées pour éviter des crises ou soutenir les cours boursiers. Ces achats de dettes et de titres peuvent éviter aux banques centrales d'abaisser les taux d'intérêt et donc de remettre en cause le compromis social entre créanciers et débiteurs. Mazzotta utilise alors cette distinction pour caractériser la politique de la BCE dans la zone euro de (Mazzotta, 2019). En conséquence, il s'agit de détailler comment la politique monétaire assure les relations entre ces trois types de capital, car « le régime monétaire permet au régime d'accumulation de fonctionner grâce à une cohérence maintenue entre les besoins de la production en termes de financement et de l'activité spéculative. »(Mazzotta, 2019, p. 6).

Le régime monétaire suisse est alors analysé au prisme de ces trois types de capital dans la partie 4 et 5 de ce travail<sup>10</sup>. L'apport du marxisme par le capital fictif permet d'examiner la politique d'achat d'actions et d'obligations de la BNS depuis 2009, tout en restant dans un cadre régulationniste.

---

<sup>10</sup> Partie 4.4 « Placements en devises étrangères » p. 45-48 ; Partie 5 « Controverses actuelles », p. 59-80.

## 2.4 Grille d'analyse et conclusion

Pour résumer, les différentes propositions théoriques présentées permettent d'une part de saisir des conflits potentiels d'un régime monétaire et d'autre part d'évaluer si les controverses peuvent amener à un changement du régime monétaire. Le tableau ci-dessous les récapitule : la monnaie est une construction historique, liée aux rapports de productions et issue d'une histoire de compromis et de cristallisation de rapports sociaux; la confiance est une dimension de la monnaie qui peut être étudiée à trois niveaux ; la monnaie est liée à la souveraineté et est un bien public dans sa relation avec la dette publique ; le rôle de la régulation du conflit créditeurs – débiteurs ; la cohérence entre les besoins du capital industriel, financier et fictif .

Construction historique	<ul style="list-style-type: none"><li>• Processus fait de cristallisations de rapports sociaux.</li><li>• Processus en relation avec le rapport de production existant.</li></ul>
Confiance en la monnaie	<ul style="list-style-type: none"><li>• Mimétisme et objet de désir.</li><li>• Confiance methodique, hiérarchique et éthique.</li></ul>
Souveraineté et bien public	<ul style="list-style-type: none"><li>• La puissance publique garantit la monnaie et son utilisation.</li><li>• Possibilité pour la société de reconnaître certains secteurs non-marchands, et capacité à financer l'État notamment par la dette publique.</li></ul>
Conflit débiteurs - créditeurs	<ul style="list-style-type: none"><li>• Politique monétaire expansionniste : taux d'intérêt bas qui favorisent les débiteurs.</li><li>• Politique monétaire restrictive : taux d'intérêt élevés qui favorisent les créditeurs.</li></ul>
Cohérence entre le capital industriel, financier et fictif	<ul style="list-style-type: none"><li>• Capital industriel : secteur débiteur.</li><li>• Capital financier : secteur créditeur.</li><li>• Capital fictif : importance de la soutenabilité des dettes et des cours boursiers.</li></ul>

Figure 1, grille d'analyse théorique

Si ces dimensions d'un régime monétaire ne partagent pas toutes les mêmes bases épistémologiques, ce travail n'a pas pour ambitions de trancher ces débats théoriques, mais plutôt d'appliquer cette grille d'analyse sur le cas du FS. Il s'agit maintenant d'appréhender le FS et les politiques de la BNS en utilisant les concepts et approches développés dans cette section. Pour ce faire, ce tableau sera complété au fil de l'analyse.

Pour l'étude de la situation suisse, la recherche est divisée en trois parties : la première définit les différentes dimensions du franc suisse d'un point de vue historique ; la deuxième décrit le cadre légal de la BNS et l'évolution de sa politique monétaire en s'appuyant sur des données statistiques ; la troisième analyse les controverses politiques et médiatiques actuelles autour de

la politique monétaire. Chacune de ces parties commence par une présentation des sources utilisées, avant de passer à l'analyse du cas suisse. Enfin, elles se concluent en rappelant les points principaux découverts et en complétant le tableau issu ci-dessus. Ce tableau met ainsi en évidence les acquis de la recherche et permet d'unifier l'analyser des différentes parties de ce travail.

### 3. Les caractéristiques du franc suisse

La première partie vise donc à identifier les caractéristiques du FS en s'appuyant sur la littérature scientifique. Pour ce faire, les ouvrages mobilisés sont présentés. Puis, les trois caractéristiques distinguées sont détaillées.

#### 3.1 Sources et bibliographie

L'identification des caractéristiques du FS est basée sur plusieurs ouvrages qui traitent du sujet d'un point de vue historique, économique ou sociologique. S'il n'existe pas, à ce jour, d'ouvrage qui proposerait une définition critique du FS, ni qui définisse le régime monétaire du FS, on trouve des études qui portent sur des moments historiques du FS. C'est-à-dire des périodes où un conflit social débouche sur un nouveau compromis et participe ainsi au processus de constitution de cette institution. Certes, il existe des ouvrages qui portent sur l'histoire de la BNS et qui sont réalisés par des chercheurs sur mandat de la BNS à l'occasion de jubilés. Cependant, cette histoire officielle ne laisse que peu de place à la critique (Baltensperger, 2015; Banque Nationale Suisse, 2022b). Au final, les auteurs suivants ont été mobilisés pour l'identification des dimensions de notre régime monétaire.

Jost, Masnata et Rubattel proposent une histoire marxienne de la constitution du pouvoir suisse depuis la révolution de 1848. Certains écrits se rapportent au rôle du franc suisse dans la mise en place du capitalisme au milieu du XIX<sup>ème</sup> (Jost, 2005; Masnata & Rubattel, 1995). Pour la période qui suit, on trouve des débats dans les archives et des articles quant au rôle de la monnaie et aux banques centrales cantonales (Baltensperger, 2015; Conseil fédéral, 1879, 1880, 1894; Kugler, 2012; Zimmermann, 1987). Le processus instituant la banque centrale nationale a été analysé par Pordenone qui identifie les conflits entre les blocs sociaux de l'époque (Mazbouri, 2007; Pordenone, 1995).

Plusieurs auteurs se sont intéressés à la période couvrant les premières années de la BNS jusqu'à la Première Guerre (Baumann, 2020; Fior, 2002; Guex, 2021; Mazbouri, 2007; J.-F. Ponsot & Vallet, 2013a; Schiffers, 1995). Cette dernière a été un moment charnier pour la BNS et sa monnaie, comme le démontre Guex dans sa thèse puis dans plusieurs articles (Guex, 1993). Sancey et Humair développent dans leurs ouvrages l'évolution de la BNS à la sortie de la guerre et des conflits entre les blocs sociaux (Humair, 2021; Sancey, 2015). L'analyse des élites suisses sur cette période par David et Mach traite partiellement du rôle de la BNS (David et al., 2015).

Guex a également écrit sur les conflits sociaux-politiques durant les années précédant la Deuxième Guerre mondiale marquée par l'élévation du franc à un niveau fétiche, faisant désormais partie des mythes nationaux (Aldcroft, 1978; Arlettaz, 1982; Guex, 1993). Le rôle de la BNS durant la Deuxième Guerre mondiale est la séquence la plus étudiée avec notamment le rapport Bergier, celui de la BNS et l'ouvrage de Fior (Bergier et al., 1998; Crettol & Halbeisen, 1999; Fior, 2002; Heimberg, 2008; Perrenoud, 2007, 2009).

Giddey traite des trente glorieuses et de l'évolution du contrôle des milieux financiers par la BNS (Giddey, 2019; Mazbouri & Giddey, 2020). Mais cette période reste peu étudiée comme le souligne la seule historiographie des banques et de la place financière suisses (Guex & Mazbouri, s. d.). Peytrignet, Bridelle et Racette se sont intéressées à l'évolution de la politique de change depuis les années 70 qui sont marquées par l'inflation (Bridel, 1988; Peytrignet, 2000). Enfin, pour les années 90, plusieurs chercheurs ont débattu du bien fait de la politique de la BNS, mais ne s'inscrivent pas dans une approche critique permettant d'identifier les conflits à l'œuvre (Baltensperger, 2015; Genier, 2018).

Concernant les années 2000 et surtout la période qui suit la crise de 2008, Vallet et Ponsot ont écrit plusieurs articles sur le franc, notamment autour de sa relation avec la zone euro (Guillaumin & Vallet, 2012; J. F. Ponsot & Vallet, 2012; J.-F. Ponsot & Vallet, 2013a; Vallet, 2013, 2014, 2016). On peut aussi noter les recherches keynésiennes de Serner et Sornet qui s'intéressent aux causes du franc fort et qui défendent la création d'un fonds souverain suisse (Senner & Sornette, 2017, 2021).

En conclusion, en s'inspirant de la TR, la littérature académique ci-dessus a été analysée et trois caractéristiques ont été identifiées : un compromis social singulier, une symbiose avec la finance et une monnaie forte.

### 3.2 Singularité du compromis social

En 1848, la bourgeoisie protestante industrielle des villes, vainqueur de la guerre du Sonderbund, impose la mise en place du FS, jusqu'alors chaque canton disposait de sa propre monnaie ou utilisait celle d'autres régions. L'objectif est d'une part de permettre le développement d'une économie nationale avec la mise en place d'une zone de libres échanges avec une monnaie commune et d'autre part d'affaiblir les pouvoirs locaux, notamment ecclésiastique et aristocrate (Jost, 2005; Masnata & Rubattel, 1995). Cependant, cette bourgeoisie progressiste échoue durant l'entier du 19<sup>ème</sup> siècle dans l'instauration d'une banque centrale nationale en raison de l'opposition des pouvoirs locaux. Chaque région

continue ainsi de disposer de sa propre banque pour émettre des francs. Il faut attendre le début du 20<sup>ème</sup> siècle pour la mise en place de la BNS, mais qui maintient un rôle important aux cantons dans la structure décisionnelle de la banque (Pordenone, 1995). Ainsi un des aspects du compromis social réside dans la place qu'est octroyée aux cantons au sein de la banque centrale. Cet aspect continue aujourd'hui à structurer la BNS. D'une part, les cantons et les banques cantonales sont les actionnaires majoritaires et d'autre part les cantons touchent les deux tiers des bénéfices distribués et le tiers restant revient à la Confédération.

Un deuxième aspect du compromis concerne la mainmise des milieux économiques sur la BNS. Le processus amenant à l'instauration de la BNS est marqué par la domination de la faitière des organisations patronales. Tout d'abord, l'Union suisse du commerce et de l'industrie (USCI) parvient à contrer dans les urnes un projet de banque publique, car elle craint de voir la banque centrale trop proche du pouvoir politique et capable de financer des projets<sup>11</sup> contraires aux intérêts de ses membres. Il est intéressant de noter que cette victoire eut comme effet notable d'asseoir le poids politique de la faitière patronale sur l'action de l'État central (Mazbouri, 2007). Par la suite, l'USCI participe étroitement au groupe d'experts mandaté par le Conseil fédéral pour définir une future banque centrale et dont sortira la BNS, selon un modèle de société anonyme.

Bien que le Conseil fédéral se défend d'avoir abandonné le projet de banque d'État aux milieux privés « Il serait souverainement imprudent de mettre dans les mains d'une oligarchie financière un instrument de crédit tel que celui d'une banque d'émission. (...) Il s'agit seulement d'associer dans une mesure restreinte le capital privé à l'administration commerciale de la banque, sans que ce capital privé puisse en aucun cas faire la loi à l'intérêt public et imposer ses vues ou ses exigences particulières » (Conseil fédéral, 1904), l'USCI est satisfaite du résultat. Le parlement vote le projet le 6 octobre 1905. Celui-ci ne sera jamais soumis au peuple<sup>12</sup>.

Depuis, la BNS est une société anonyme dont le capital est formé de 25 millions de francs détenus à 40% par les cantons, à 40% par des particuliers et à 20% par les anciennes banques d'émission. Cette société anonyme est soumise un fort contrôle fédéral et encadrée par une loi spéciale fédérale qui limite les droits des actionnaires et en transfère certains au monde politique. Le Conseil fédéral nomme la direction générale et vingt-cinq des membres du conseil

---

<sup>11</sup> Le mouvement ouvrier espère pouvoir financer une partie du projet d'assurance maladie et accidents et les organisations paysannes espèrent profiter de crédits hypothécaires bon marché.

<sup>12</sup> Seuls les changements constitutionnels connaissent le référendum obligatoire. Les lois sont soumises à l'épreuve du référendum facultatif qui nécessite un certain nombre de signatures pour que le projet soit soumis en votation populaire. Le Parti Socialiste ne parvient pas à rassembler les 30'000 signatures nécessaires.

de banque sur les quarante qui le composent. Les quinze restants sont choisis par les actionnaires. Un comité de sept personnes choisi parmi le conseil de banque exerce une surveillance rapprochée sur la direction(Baltensperger, 2015).

Derrière ce vernis de contrôle politique, la BNS échappe dès sa création à tout contrôle démocratique(Pordenone, 1995). Alors que le Conseil fédéral présente le projet comme un compromis entre une banque d'État et une banque privée, l'analyse de la composition du conseil de banque de 1906 à 1920 montre que la BNS est sous la domination du patronat(Schiffers, 1995). Selon la synthèse de S. Guex « Si l'on voulait donner une image schématique du Comité, on pourrait dire qu'il comporte en moyenne deux représentants du grand capital industriel (l'un du textile et l'autre de l'industrie des machines) ; trois représentants du grand capital bancaire (dont l'un de la Haute Banque) ; un représentant des banques cantonales (soit Berne, soit Vaud) et un représentant d'intérêts industriels ou bancaires locaux »(Guex, 1993, p. 52).

Cette domination du patronat dans la gouvernance de la BNS s'observe également par la suite et jusqu'à aujourd'hui, bien que la paysannerie et le monde ouvrier obtiennent en 1920 et 1940 respectivement une place au comité de la banque(Sancey, 2015). Le dernier « *memorandum of understanding* » qui définit la composition du conseil de banque, fixe une composition du conseil avec des personnalités issues des milieux économiques, scientifiques et politiques, à raison d'environ un tiers chacun(BNS, 2011b). En l'occurrence, les représentants des milieux économiques sont issus des faitières patronales, les scientifiques sont des professeur-e-s d'économie *mainstream* et pour le monde politique on trouve des politiciens de droites ainsi qu'un socialiste et la présidente du principal syndicat suisse (Unia) (Banque Nationale Suisse, 2022a). En conséquence, les milieux économiques continuent à disposer d'une main mise sur la BNS.

Un troisième aspect du compromis porte sur la hiérarchisation des objectifs de la banque. L'objectif premier est celui de la stabilité, mais il arrive que la banque décide de suivre également des objectifs de change pour éviter un renchérissement du franc suisse qui mettrait en difficulté le secteur de l'exportation(Genier, 2018; Peytrignet, 2000). Concernant le dilemme entre stabilité des prix et plein emploi, la BNS a toujours favorisé le premier. En comparaisons internationales la question du chômage est moindre, car il peut être limité ou résorbé par les politiques de contingentement de la main-d'œuvre étrangère. Ainsi durant la crise du début des années 70, la non-reconduction de permis de séjour a servi d'« amortisseur conjoncturel »(Degen et al., 2021). La stabilité des prix continue d'être le mantra de la banque. Il est régulièrement avancé qu'il n'est pas possible de prendre en compte d'autres objectifs, par

exemple face à des propositions qui demandent de mieux prendre en compte les enjeux écologiques dans les investissements de la BNS<sup>13</sup>. C'est le cas lors de l'adoption de la nouvelle loi sur la BNS en 2002. Le message du Conseil fédéral sur la consultation des partis politiques et des groupes d'intérêts montre des propositions alternatives dans cette hiérarchie, mais le parlement décide de garder la priorité sur la stabilité des prix (Conseil fédéral, 2002, 2016b).

Enfin, un autre aspect du compromis se situe dans le caractère fétiche du franc qui joue un rôle idéologique certain en limitant les critiques possibles. La construction de ce mythe date des années 1930. En réponse à la crise de 1929, le monde ouvrier s'attache à défendre le pouvoir d'achat et le parti socialiste propose en 1934 une initiative de crise prônant des mesures de relance de type keynésien sans toucher à la force du franc. Durant la campagne de votation, le gouvernement fédéral, la BNS et les associations patronales tiennent un discours apocalyptique sur les risques pour la monnaie. Comme le souligne l'historien S. Guex, c'est dans ce contexte que le franc est devenu un composant de la mystique nationale: « Le franc suisse se transforme aux yeux de la population en une sorte de fétiche et (...) un symbole de fierté nationale » (Aldcroft, 1978; Arlettaz, 1982; Guex, 2021).

Ce symbole est égratigné lors de la sortie du rapport Bergier en 1998 et des chercheurs qui suivent sur le rôle de la BNS durant la Deuxième Guerre mondiale (Bergier et al., 1998; Crettol & Halbeisen, 1999; Fior, 2002; Müller et al., 2003; Perrenoud, 2005, 2007). Les achats d'or à la banque centrale du régime nazi et les fonds en déshérence amènent le conseil de banque à verser une centaine de millions au fond en faveur des victimes de l'holocauste. Surtout, cela entraîne un débat public important qui a permis un travail de mémoire et de réécriture de l'histoire officielle selon l'historien C. Heimberg (Bergier et al., 1998; Heimberg, 2008).

En résumé, la première caractéristique du FS est ce compromis social marqué par premièrement la place des cantons dans la structure de la BNS, deuxièmement, la mainmise des milieux bourgeois dans les instances de gouvernance, troisièmement la hiérarchisation des objectifs avec en priorité la stabilité des prix, quatrièmement le caractère fétiche du franc comme symbole de fierté nationale.

### 3.3 Symbiose avec la finance :

La banque centrale entretient des liens étroits avec les milieux financiers depuis sa création marquée par « cette croyance dans l'autorégulation comme mode de régulation par excellence

---

<sup>13</sup> Voir la partie 5 « Controverses actuelles » p. 59-80.

de la place financière suisse »(Sancey, 2015, p. 458)§. Les premières années, la mise en place de la BNS va permettre l'avènement de la place financière suisse. D'une part à l'interne du pays, une politique monétaire unifiée entraîne une nouvelle concurrence entre les banques, car jusque-là certaines s'étaient maintenues grâce au refinancement obtenu après d'anciennes banques d'émission cantonales(Zimmermann, 1987). Ainsi, de 1906 à 1913, on recense la disparition de près de 14 entreprises de crédits, dont beaucoup, sont reprises par de grandes banques. Les grandes banques de Zurich et Bâle vont ainsi renforcer leurs positions dans l'appareil de crédit national. Cette transition est un moment essentiel dans l'émergence de la place financière suisse moderne(Mazbouri, 2013). D'autre part à l'externe, la politique d'un taux d'escompte comparativement plus bas que celui d'autre pays permet aux milieux bancaires de mieux concurrencer notamment des banques françaises(Guex, 2021).

Un conflit portant sur la politique monétaire dans les années 1920 va déboucher sur une nouvelle manière de réguler la financer de la part de la BNS. Ces années correspondent « au moment où se sont cristallisés les rapports entre le monde de la finance, la Banque Nationale et l'état (...) il est intéressant de voir comment cette autorégulation c'est mise en place en suisse » (Sancey, 2015, p. 28). De 1924 à 1928, la fuite des capitaux à l'étranger mobilise le monde politique. Les critiques viennent surtout de l'Union Suisse des Paysans. Les agriculteurs sont fortement endettés. Sans le départ de ses capitaux, ils espèrent un plus faible taux d'escompte. Autrement, le risque est une augmentation des intérêts pour maintenir les capitaux dans le pays. Le Parti socialiste attaque également les milieux financiers et tente de s'allier avec la paysannerie. Face au risque de division du bloc bourgeois<sup>14</sup>, le Conseil fédéral met la pression pour sur la BNS pour trouver une solution.

En 1927, un *gentlemen's agreement* est conclu entre la BNS et les milieux bancaires. L'accord n'est même pas écrit, il est oral. Les banques privées s'engagent à informer la BNS en cas de prêt à l'étranger et à tenir compte de l'avis de la BNS. Cet accord permet de désamorcer les critiques du monde paysan avec l'espoir de moindre fuite de capitaux. Mais surtout, il ouvre une nouvelle voie de régulation entre la finance, le Conseil fédéral et la BNS : « le contrôle des activités bancaires ne se fait pas par une loi discutée au Parlement, mais pas des conventions et autres *gentlemen's agreements* passés directement entre la banque centrale et les banquiers, qui s'engage à limiteur d'eux-mêmes certaines activités. Le pouvoir législatif n'est plus dans les

---

<sup>14</sup> Le bloc bourgeois en suisse est une alliance entre la paysannerie et la bourgeoisie.

maines de l'État ou de la Banque Nationale, mais il est en quelque sorte délégué aux banques elles-mêmes qui s'auto contrôlent et s'autocontraignent. » (Sancey, 2015, p. 29).

Cette autorégulation a été également possible par le rôle de la BNS dans la cohésion d'une élite économique nationale. Durant cette période, il y a une forte densité des interconnexions entre les conseils d'administration des grandes sociétés, c'est-à-dire que régulièrement une même personne siège dans plusieurs conseils. Cela favorise la coopération et la confiance entre les élites économiques. Dans une étude sur la gouvernance des grandes entreprises suisses, il est montré que le comité de la BNS est le lieu principal de l'interconnexion de cette élite. Ainsi, le comité de la BNS est un lieu de l'intégration des élites économiques et participe à la transition d'une élite structurée au niveau régional à un niveau national (David et al., 2015, 2021). Cet entre-soi permet le développement de cette autorégulation du système bancaire.

Depuis 1927, une trentaine de conventions de ce type ont été passées par la BNS et les banques, en dehors du parlement ou des voies démocratiques traditionnelles (Guex, 2021). Cette autorégulation du système financier demeure une caractéristique du capitalisme helvétique marqué par un transfert de fonction de l'État à des acteurs privés (David et al., 2021). Ainsi, en 1977, la BNS intervient pour soutenir le Crédit Suisse. La grande banque est épinglée pour son rôle de blanchiment d'argent et voit son action s'effondrer. La BNS participe alors à un crédit relais de 3 milliards de francs pour soutenir le cours de l'action du crédit suisse. Le monde politique se saisit du scandale et la gauche lance même une initiative pour plus de réglementation du système bancaire. La BNS et les milieux bancaires signent en réaction une convention de diligence, c'est-à-dire une forme de Gentleman's agreement, non contraignante, visant à assurer l'identification des clients par les banques. Le but de cette autorégulation est aussi de casser l'élan de mobilisation et contrecarrer les propositions de la gauche (Mazbouri & Giddey, 2020). L'initiative de la gauche est finalement rejetée dans les urnes à plus de 70% en 1984.

Durant les crises de 1987, mais aussi de 2008, la BNS intervient pour soutenir les banques. Avec le crash d'octobre 1987, la BNS suit la FED dans sa politique expansionniste pour soutenir les marchés. Ainsi, la BNS injecte de l'argent dans les marchés financiers en prêtant aux banques afin d'éviter un effondrement des bourses, mais cette intervention entraîne les années suivantes une inflation, surtout au début des années 90 (Genier, 2018). En 2008, l'évènement le plus flagrant de cette symbiose avec la finance est le rachat pour un maximum de 60 milliards de francs d'actif illiquide à l'UBS pour sauver la banque. Aussi, depuis les années 2000, si l'autorégulation continue pour certaines thématiques dont en particulier les questions de

blanchiment d'argent sale, elle devient de plus en plus inopérante pour la gestion des flux financier en raison de la libéralisation intégrale de l'exportation et de l'importation des capitaux(Sancey, 2015). Cette impossibilité à gérer le flux financier participe au limite de la politique monétaire de la BNS face au franc fort(Halbeisen et al., 2021).

En résumé, la deuxième caractéristique du régime monétaire suisse porte sur les modalités de régulations de la finance qui est marqué par la symbiose entre la BNS et la finance. Ensemble, elles ont développé une autorégulation de la finance et des milieux bancaire en contournant les instances démocratiques. De plus, la BNS intervient sur les marchés en cas de crises ou pour sauver les institutions de grande taille.

### 3.4 Une monnaie forte

La troisième caractéristique du FS est sa force et sa reconnaissance internationale. Toute d'abord, une lecture historique permet de saisir sur quels compromis sociaux le franc fort s'est construit et maintenu. Puis, les raisons actuelles de la cherté du franc sont présentés en partant de la littérature académique.

Jusqu'à la Première Guerre mondiale, le franc suisse n'est pas une monnaie forte, au contraire elle demeure à la périphérie d'autres monnaies. Ainsi durant tout le 19<sup>èm</sup>e, le franc suisse peut être considéré comme à l'appendice du franc français (J.-F. Ponsot & Vallet, 2013b). La Première Guerre mondiale va autonomiser le franc suisse des autres devises et le transformer en monnaie refuge(Mazbouri, 2013).

La neutralité suisse permet aux milieux bancaires helvétiques de prêter massivement durant la guerre à la fois à la France et à l'Allemagne pour un total de près de 830Mio de francs soit 10% du PIB suisse de l'époque(Baumann, 2020). Ce montant gigantesque annonce la montée en force des milieux bancaires suisses à l'internationale et permet de cette manière à la place financière suisse de s'autonomiser d'autres places financières. Ce renforcement de la place financière helvétique participe alors à la reconnaissance internationale de sa devise(Guex, 2007; Schiffers, 1995).

À la sortie de la Guerre, les faibles dégâts matériels sur le territoire nécessitent moins d'investissement de l'État que dans les pays voisins. La Confédération a moins besoin de recourir à l'émission de monnaie par la BNS(Rossy, 1921) et à de nouveaux impôts. Alors que d'autres pays connaissent d'importants mouvements sociaux, la grève générale de 1918 reste brève et les résultats sont limités ce qui conforte l'image de stabilité politique(Guex, 2021;

Straumann, 2020). En conséquence, la faible pression fiscale, l'inflation limitée et de moindres troubles sociaux, couplés au secret bancaire, attirent des capitaux étrangers. La Suisse se transforme ainsi en « lieu de transit et d'accumulation dans la circulation internationale des capitaux »(Sancey, 2015) et « appears to trigger the transition to the “Swiss interest rate island”»(Baltensperger & Kugler, 2016).

Le franc fort permet une forme de dividendes socio-politique par des taux d'intérêt comparativement plus bas, c'est-à-dire un moindre coût du capital en Suisse. Il permet à la paysannerie de s'industrialiser, mais aussi aux industrielles suisses d'investir à l'intérieur du pays ou d'acquérir et de développer des entreprises à l'étranger en profitant de la force de la devise(Guex, 2021). Le faible taux d'intérêt n'empêche pas les banques de réaliser des bénéfices étant donné qu'une marge est réalisable avec un taux en sus du taux de la BNS. Elles refusent également de critiquer ce franc fort, étant donné qu'il est en partie de leur responsabilité, car, grâce au secret bancaire, elles peuvent servir de refuge et accueillir des fonds du monde entier aux origines douteuses (Giddey, 2020).

Toutefois, en 1978, la BNS décide de fixer un taux plancher avec le mark face au renforcement du franc suite, notamment, à des mouvements de spéculation. Le franc menace alors sérieusement la compétitivité de l'industrie d'exportation(Genier, 2018). Tout comme en septembre 2011 quand la BNS annonce un taux plancher avec l'euro qui tiendra jusqu'en janvier 2015. Ainsi, par période, quand l'industrie d'exportation semble menacée, la BNS peut inverser ses priorités et préférer une politique suivant le taux de change plutôt que selon la stabilité des prix. Mais, comme la fonction de réserve de la monnaie – valeur refuge - supplante la fonction d'échange, la politique expansionniste de la BNS due au maintien d'un taux de change a un moindre impact sur l'inflation, c'est-à-dire que la monnaie créée est utilisée comme réserve ou circule surtout à l'étranger et moins à l'intérieur du pays, n'entraînant donc pas nécessairement de l'inflation.

Depuis 2008, le franc s'est apprécié et a entraîné une nouvelle politique monétaire de la BNS. On trouve différentes explications à ce nouveau franc fort. Les raisons historiques sont toujours présentes durant cette période : des conditions sociopolitiques attractives avec une stabilité politique, un État faible avec une dette publique réduite et une fiscalité faible ; une balance des paiements souvent excédentaire ; une reconnaissance internationale de la BNS et une confiance dans la stabilité de sa politique monétaire ; un secteur bancaire conséquent qui permet une hypertrophie de la fonction de réserve de cette monnaie et une hypotrophie de sa fonction d'échange(Auer, 2015; Baltensperger, 2015; Conseil fédéral, 2016a, 2016b; Genier, 2018).

Aussi, en analysant les trois niveaux de confiance (méthodique, hiérarchique et éthique) théorisés par Aglietta et Orléan, il est argumenté qu'aujourd'hui encore « le franc suisse bénéficie d'un fort capital de confiance à chacun des trois niveaux » (J.-F. Ponsot & Vallet, 2013b).

Outre ces causes sous-jacentes, le franc se renforce sur cette période en raison d'un double mouvement des capitaux avec une arrivée de capitaux étrangers non contrebalancée par la sortie de capitaux vers l'étranger. Dans un sens, des banques étrangères placent de l'argent en Suisse, en raison de la fonction de monnaie refuge face à la crise de l'euro. Dans un autre sens, l'excédent d'épargne suisse est de moins en moins investi à l'étranger, ne permettant pas d'affaiblir le franc (Auer, 2015; Conseil fédéral, 2016a; Senner & Sornette, 2021). Ce renforcement du franc amène la BNS à mener une nouvelle politique monétaire en achetant des devises étrangères. Cette orientation sera présentée dans les parties suivantes.

### 3.5 Analyse et conclusion

Trois caractéristiques du FS ont été identifiées et sont les fruits d'un processus historique fait de cristallisation de certains rapports sociaux. Ces dimensions sont liées entre elles et interdépendantes. Le schéma suivant illustre les relations et comment chacune de ces caractéristiques se renforcent mutuellement. La symbiose avec la finance est marquée par une autorégulation du système financier au travers des *Gentleman agreement* et une hiérarchisation des objectifs axées sur la stabilité et selon les besoins des milieux de l'économie. Les milieux financiers ont ainsi une confiance dans la politique de la BNS et dans la faible régulation des milieux bancaires et financiers.

Cela participe à la reconnaissance internationale du franc et à l'arrivée de flux de capitaux dans ce système bancaire peu régulé. Ces éléments contribuent au rôle de valeur refuge du franc. Aussi, la force du franc offre des dividendes socio-politique dus au cout du capital plus faible, en raison des taux d'intérêt bas : du côté des entreprises, celles-ci connaissent ainsi un cout du capital plus faible et peuvent investir, de plus cela facilite les investissements à l'étranger dont les bénéfices sont ensuite, en partie, rapatriés ; du côté de l'État, des cantons et des communes, ils connaissent une dette à moindre cout.

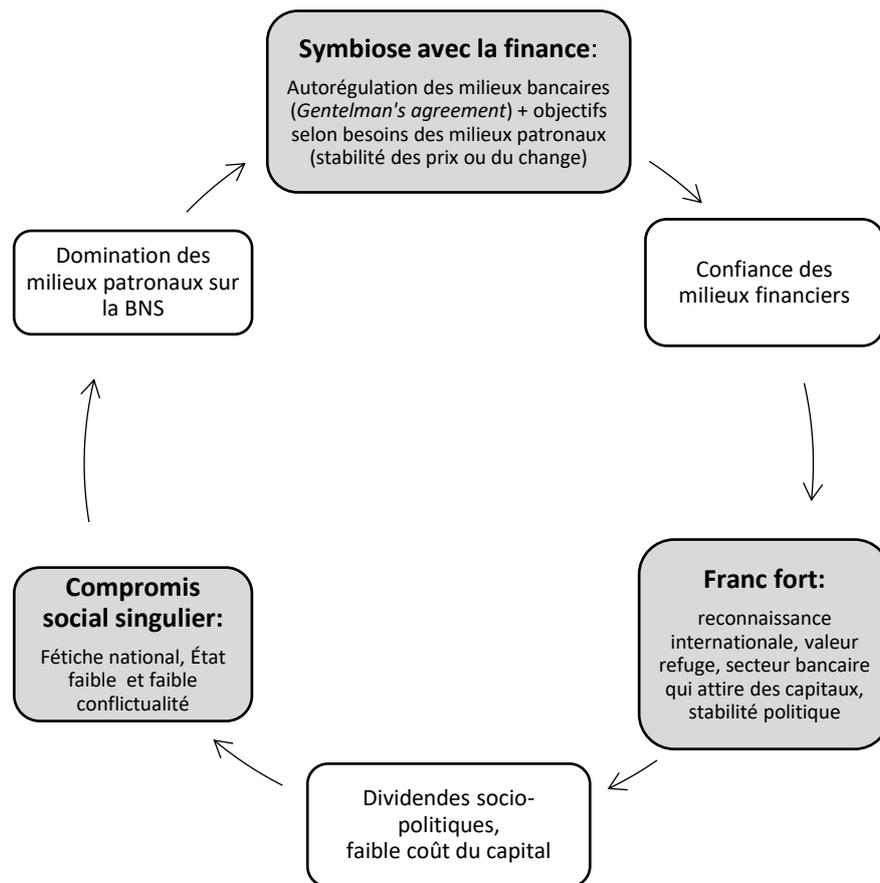


Figure 2 Relations entre les trois caractéristiques du franc suisse

Ce cout du capital faible participe au caractère fétiche du franc. La crainte d'affaiblir ce veau d'or national est utilisée pour limiter le conflit social et les critiques possibles envers la BNS, par les partis bourgeois. Ces derniers sont dominants au niveau national et imposent un État faible, avec peu de dettes et qui délègue une partie de sa gestion au privé et assure des places aux milieux patronaux dans la gouvernance de la banque centrale. Cela assure une domination de ces milieux sur la BNS et sur la politique monétaire menée. Ce qui conforte à son tour la relation de symbiose entre la BNS et la finance.

Ces éléments du régime monétaire peuvent également être résumés en utilisant le tableau récapitulatif des débats sur la monnaie de la TR. Ce tableau permet, à l'aide de la recherche dans la littérature scientifique, de résumer le régime monétaire comme suit.

Cependant, ces recherches sont surtout historiques, il s'agit alors de comprendre comment le régime monétaire a évolué depuis 2009. En conséquence, ce tableau peut être vu comme un schéma du régime monétaire construit sur le temps long sans prise en compte des événements survenus après la crise de 2008. Le chapitre suivant vise ainsi à comprendre alors l'évolution récente de la politique monétaire suisse.

Construction historique	<ul style="list-style-type: none"><li>• Fétiche national.</li><li>• Domination des milieux patronaux.</li><li>• Symbiose avec la finance: importance de l'auto-régulation de la finance et des milieux bancaires.</li></ul>
Confiance en la monnaie	<ul style="list-style-type: none"><li>• Mimétisme et objet de désir : valeur refuge internationale.</li><li>• Confiance hiérarchique : indépendance de la BNS du pouvoir politique; forte présence des milieux patronaux dans les instances dirigeantes ;</li><li>• Confiance éthique : caractère fétiche du franc.</li></ul>
Souveraineté et Bien public	<ul style="list-style-type: none"><li>• Faible recours à l'endettement de la part de l'État.</li><li>• Bénéfices de la BNS redistribués aux cantons et à la confédération.</li></ul>
Conflit débiteurs VS crédateurs	<ul style="list-style-type: none"><li>• Ilôt des taux d'intérêt bas</li><li>• Coût du capital moindre et facilité pour les débiteurs d'investir en Suisse et à l'étranger.</li></ul>
Cohérence entre le capital industriel, financier et fictif	<ul style="list-style-type: none"><li>• Capital industriel : par période la BNS poursuit des objectifs en terme de taux de change pour soutenir l'industrie d'exportation.</li><li>• Capital financier et fictif : en cas de crises achats d'actions pour soutenir les banques (ex: CS 1978, UBS 2008).</li></ul>

Figure 3 Grille d'analyse des caractéristiques du franc suisse

#### 4. Structure de la BNS et évolution de son bilan

La présente partie vise à décrire le cadre légal de la BNS et l'évolution de sa politique monétaire sur la période de 2009 à 2019, et de les analyser au travers de la TR. Pour cela, tout d'abord, les bases juridiques de la BNS sont exposées au travers des textes qui structurent et définissent les objectifs et les possibilités d'action de la BNS. Les fondements juridiques de la politique monétaire sont alors utiles pour aborder les niveaux de confiance hiérarchique et éthique du FS.

Ensuite, les différents outils de politique monétaire sont explicités pour comprendre les impacts de chacun d'eux et les objectifs de politique monétaire qui les sous-tendent. Puis, l'évolution de chaque outil est examinée afin d'identifier quels sont les changements dans la politique monétaire. En particulier, la focale est mise sur l'augmentation du bilan de la BNS en raison des placements massifs de devises. Ces placements de devises sont alors détaillés. Une autre dimension étudiée concerne les bénéfices de la BNS dont l'évolution est présentée.

L'analyse des outils de la BNS et de l'évolution du bilan permet de continuer l'analyse du régime monétaire. Il s'agit donc d'argumenter en quoi l'évolution de ces outils et du bilan modifie le conflit entre débiteurs et créiteurs, la cohérence entre le capital industriel, financier et fictif ou encore les relations entre la politique monétaire et la dette publique.

Enfin, ces éléments donnent le contexte dans lequel se développent les débats actuels qui sont analysés dans la partie suivante<sup>15</sup>. En effet, les controverses contemporaines émises, défendues et débattues par différents partis et groupes d'intérêts sont en rapport avec l'évolution de la politique monétaire de la BNS et des marges de manœuvre qu'offrent l'environnement légal.

##### 4.1 Le cadre légal de la BNS

Pour présenter le cadre légal de la BNS, la figure ci-dessous cartographie les dispositions juridiques qui entourent et fondent la BNS (figure 4) : en gris le rappel du cadre international, en jaunes de la constitution suisse ; en vert-foncé les différentes lois, ordonnances et règlements qui s'appliquent ou ont trait à la politique monétaire de la BNS ; en vert les ordonnances et le règlement d'organisation de la BNS qui participe à la gouvernance de la banque ; en jaune clair le mémorandum entre la BNS et le département des finances qui définit le montant des bénéfices redistribué ; en jaune moutarde les règles concernant les actionnaires et la charte de la BNS ;

---

<sup>15</sup> Partie 5 « Controverses actuelles » p. 59-80.

### Conditions cadres internationales

Principes pour les infrastructures de marchés financier (PIMF)  
Européean Market Infrastructure Regulation (EMIR)  
Central Securities Depository Regulation (CSDR)  
Etc.

### Constitution

Article 99.

#### Lois :

Loi sur la Banque national (LBN)

Loi sur l'infrastructure des marchés financiers (LIMF)

Ordonnance sur l'infrastructure des marchés financiers (OIMF)

Loi fédérale sur l'Unité monétaire et les moyens de paiement (LUMMP)

#### Règlement d'organisation

Ordonnance de la Banque Nationale

Ordonnance sur la répartition de la part des cantons au bénéfice porté au bilan de la Banque nationale suisse

#### Memorandum concernant la distribution du bénéfice de la BNS

Règlement régissant la reconnaissance et la représentation d'actionnaires de la Banque nationale suisse.

Charte de la Banque nationale Suisse.

#### Règlements des comités du Conseil de Banque:

Règlement relatif au Comité d'audit

Règlement relatif au Comité de risques

Règlement relatif au Comité de rémunération

Règlement relatif au Comité de nomination

Code de conduite pour les membres du Conseil de banque de la Banque nationale suisse

Règlement régissant la rémunération.

Règlement de la Direction Generale.

Règlement relatif aux placements financiers et aux opérations financières à titre privé des membres de la Direction de la Banque.

Règlement concernant les cadeaux, les invitations et les prestations financières de tiers à l'intention des membres de la Direction générale élargie

Code de conduite pour les collaborateurs de la Banque nationale suisse

Directive régissant les placements financiers et opérations financières à titre privé des collaborateurs de la Banque nationale suisse

Principes régissant les achats de la Banque nationale suisse

#### Directives générales sur la politique de placement

#### Directives générales sur les instruments de politique monétaire:

Conditions générales de la BNS

Note sur les opérations d'open market

Note sur les facilité intrajournalière

Note sur les facilité pour resserrements de liquidités

Note sur les dépôt de couverture

Note sur les titres admis par la BNS dans ses pensions

Note sur l'intérêt négatif

Note sur l'accès au système SIC et aux comptes de virement

Figure 4 Cadre légal de la BNS

en saumon les éléments structurants le Conseil de la Banque ; en bleu les différents règlements portant sur les relations et conditions du travail tant pour la direction générale que pour les collaborateurs ; en vert-claire les directives générales sur les instruments de politiques monétaires et celle sur la politique de placement, ainsi que, en vert plus claire, les différentes notes qui complètent les directives.

Certaines dispositions importantes sont maintenant détaillée en partant de la constitution, puis des différentes lois qui entourent la BNS et de certains règlements importants pour notre analyse.

L'article 99 de la constitution fixe les principes généraux : l'indépendance de la BNS sous une surveillance de la Confédération, le droit de battre la monnaie et d'émettre des billets, la constitution de réserves monétaires à partir de ses revenus et le versement d'une part de son bénéfice aux cantons. Puis, la loi sur la Banque nationale développe ces principes. Elle fixe comme objectifs à la BNS d'assurer la stabilité des prix en tenant en compte de l'évolution de la conjoncture (art. 5). Elle précise l'importance de l'indépendance de la banque qui ne doit ni accepter ni solliciter d'instructions de la Confédération (art. 6) mais elle doit informer le gouvernement de ses décisions et présenter un rapport annuel à l'Assemblée fédérale (art. 7). Elle liste ensuite les possibilités d'opération de la banque avec les autres banques centrales, sur les marchés financiers et pour le compte de la Confédération (art. 9 à 13). Aussi, elle attribue à la BNS la production de statistiques (art. 14 à 16), la définition des obligations faites aux banques en termes de réserve minimum (art. 17 et 18) et la surveillance des institutions financières d'ordre systémique (art. 19 à 21). Ces trois éléments derniers sont ensuite précisés dans l'Ordonnance de la Banque nationale.

Deux autres lois concernent également la BNS, d'une part la loi sur l'unité monétaire et les moyens de paiement (LUMMP) et d'autre part la loi l'infrastructure des marchés financiers (LIMF) et son ordonnance (OIMF). La première régit l'émission de la monnaie, des billets et assure le Franc suisse comme moyen de paiement. La seconde a pour but d'assurer le bon fonctionnement des marchés et la stabilité du système financier. Elle définit notamment des critères pour qu'une organisation soit considérée comme systémiques (les grandes banques comme UBS ou Crédit suisse). Elle charge la BNS de définir les exigences spéciales pour ce type d'organisation et donne des compétences à la FINMA et à la BNS pour intervenir en cas de risque d'insolvabilité.

La distribution des bénéfices et sa répartition sont réglées par une ordonnance spécifique ainsi que par un mémorandum signé entre le département des finances et la BNS. Cet accord définit pour une période donnée un montant et des conditions pour la distribution des bénéfices aux cantons et à la Confédération.

Au niveau de la BNS, un ensemble de règlements, de chartes, de code de conduite et de directives doivent assurer une bonne gouvernance de l'institution. Pour ce travail, seules deux directives sont détaillées, car elles précisent les outils et la politique de placement. La première directive définit les instruments de la politique monétaire, c'est-à-dire les procédures et les conditions auxquelles la BNS conclut des opérations d'*open market*, notamment les pensions de titres. Cette directive est complétée par des notes qui détaillent ces opérations.

La seconde directive détermine le cadre et les principes selon lesquels la BNS effectue ses placements, avec notamment les différentes catégories de placement autorisées (actions, or, produits dérivés, devises étrangères). Elle fixe deux objectifs : premièrement celui de suivre la politique monétaire avec la possibilité d'accroître et de réduire le bilan, ce qui demande des placements très liquides, et, deuxièmement, celui du maintien à long terme de la valeur des réserves monétaires par une diversification de ses placements. C'est-à-dire que la politique de placement des réserves ne doit pas seulement répondre à la politique monétaire et être axée sur la sécurité et la liquidité, mais aussi sur un objectif de maintien de la valeur et donc de rendement (Dewet & Stucki, 2007).

Cette directive octroie un ensemble de compétences à la direction générale quant à la gestion de ses placements comme la stratégie de placement, la structure du bilan, la ventilation des réserves de devises entre les différentes catégories de placements, l'univers de placement et le degré de liberté dans la mise en œuvre opérationnelle. Toutefois, elle précise que l'approche des achats d'actions doit être indicielles, aussi neutre et passive que possible et sans surpondération ou sous-pondération de certains secteurs.

Elle définit également des principes non financiers dans la gestion des actions et obligations d'entreprises. Ainsi, elle prohibe l'achat d'action ou d'obligation d'entreprises « dont les produits ou les processus de production transgressent de manière flagrante des valeurs largement reconnues au niveau sociétal »<sup>16</sup>. Il s'agit d'un côté de la fabrication d'armes condamnées sur le plan international, et d'un autre côté d'entreprises dont l'activité principale

---

<sup>16</sup> Directive générales de la banque nationale suisse (BNS) sur la politique de placement du 27 mai 2004, 2015, p.3.

serait extrêmement néfaste à la nature, comme l'extraction de charbon thermique. Nous verrons dans la partie sur les controverses actuelles, les revendications qui demandent un élargissement de la liste des entreprises pour lesquelles il ne serait pas possible d'investir. Enfin, pour éviter tout conflit d'intérêts, les placements en actions et obligations suisses ne sont en principe pas autorisés, de même que celles des banques d'importance systémique d'autres pays.

Le cadre légal permet d'aborder les deux niveaux de confiance éthique et hiérarchique, en schématisant que le niveau éthique renvoie à la constitution et le niveau hiérarchique à la loi et aux dispositions d'organisations de la BNS, soit ce qui se trouve à l'intérieur du carré en vert clair.

Les éléments de la constitution sont donc considérés comme une formalisation de la confiance éthique, en suivant les propos d'Aglietta : «La constitution formalise ce réservoir de valeurs collectives dans des principes et des normes que les citoyens acceptent en tant que membres d'un peuple qui les a institués. »(Aglietta & Orléan, 2016, p. 89). Ainsi, outre les droits d'émission monétaire et de constituer des réserves, la BNS doit être indépendante tout en restant sous la surveillance de la Confédération et doit verser une part de ses bénéfices aux cantons et à la Confédération. Ces deux éléments sont ensuite précisés dans d'autres dispositions (loi, ordonnances, memorandum). Ils constituent ainsi deux principes de la confiance éthique.

Pour le niveau hiérarchique, la garantie du système de paiement et la stabilité du système incombent à la BNS (art. 16 à 24 LBN) avec le concours de la FINMA (art. 83 LIMF). Il ressort également que la direction générale de la BNS dispose de nombreuses compétences dont celles de mener la politique monétaire. Les outils pour mener sa politique sont ensuite détaillés en deux directives et plusieurs notes. C'est dans ce cadre que la direction générale de la BNS mène sa politique de placements en devises étrangères. Enfin, on peut noter les nombreuses dispositions censées assurer la probité du personnel de la Banque et le fonctionnement du Conseil de banque.

#### 4.2 Les outils de politiques monétaires de la BNS

Pour sa politique monétaire, la BNS a recours à trois d'instruments conventionnels<sup>17</sup> : les opérations d'*open market*, les facilités de paiement et la définition du taux directeur. Pour le

---

<sup>17</sup> La BNS a également recours à des mesures non-conventionnelles qui sont détaillées par la suite. Partie 4.3 et 4.4, p. 37-48.

premier, c'est la BNS qui décide d'une opération d'open market, pour le deuxième, elle définit des conditions-cadres auxquelles les banques peuvent décider d'obtenir des fonds. Il s'agit d'opération à court terme, de facilité intra journalière et de facilité en cas de resserrements de liquidités. Enfin, la BNS détermine un taux directeur et décide d'un taux appliqué aux avoirs à vue pour influencer le niveau des taux d'intérêt du marché monétaire.

Avec les opérations d'*open market*, la BNS passe des pensions de titres, soit au moyen d'appel d'offres, soit directement avec des contreparties afin de gérer les liquidités et influencer les taux d'intérêt à court terme. Les appels d'offres peuvent être à taux fixe ou à taux variable et sont conclus pour des durées allant d'un jour à plusieurs mois. De plus, elle peut émettre, racheter ou revendre des bons de la BNS à un taux fixe ou variable et selon une procédure publique d'appel d'offres ou dans le cadre de placement privé. Ces bons sont ensuite rémunérés selon la méthode de l'escompte. Dans les deux cas, la BNS peut jouer sur le montant, la durée et les taux de ces opérations pour approvisionner le marché monétaire en liquidités.

Les facilités de paiement visent à améliorer les liquidités dans le *Swiss interbank Clearing* au quotidien. Selon un cadre établi, la BNS met à disposition des liquidités aux banques qu'elles peuvent utiliser en fournissant des contreparties. Ces dernières sont constituées de pensions de titres dont les montants doivent être remboursés en fin de journée. En cas de resserrement inattendu de liquidités, la BNS met à disposition des francs au moyen de pensions de titre à taux spécial jusqu'au jour bancaire ouvrable suivant, mais le montant doit être couvert en permanence à 110% au moyen des titres en pension.

Pour influencer le coût des liquidités, la BNS fixe un taux directeur et un taux sur les avoirs à vue à la BNS. Jusqu'en 2019, le LIBOR (London Inter-Bank Offered Rate)<sup>18</sup> à trois mois en franc était le taux de référence que la BNS déterminait avec une marge de fluctuation. En 2019, le LIBOR est remplacé par le SARON (Swiss Average Rate Overnight) comme taux de référence, lequel est un taux gagé au jour le jour et repose sur les transactions et cotations effectivement conclues. Ces taux servent de base pour les banques dans la définition du prix de leurs produits de crédits. C'est-à-dire que les taux d'intérêt des crédits proposés par les banques correspondent au taux LIBOR - désormais SARON - auquel est ajoutée une certaine marge en fonction du risque, de la durée, des rendements attendus et des commissions. En modifiant ce taux, par exemple en l'abaissant, il devient moins intéressant d'investir en Suisse étant donné

---

<sup>18</sup> Le Libor est une moyenne tronquée des taux d'intérêt appliqués par plusieurs banques importantes à des prêts interbancaires non gagés en francs d'une durée de trois mois. C'est-à-dire le taux auxquelles ces institutions financières vont se prêter entre elles, selon leurs projections.

le faible rendement qui en découle. À l'inverse, pour les entreprises et les particuliers, il devient plus intéressant d'emprunter au vu du faible taux d'intérêt. On retrouve ici le conflit créateurs-débiteurs.

En plus de ce taux, la BNS détermine un taux d'intérêt sur les avoirs à vue détenus auprès d'elle. Les institutions bancaires doivent garantir un taux de couverture avec des avoirs à la BNS. Ces avoirs de couverture sont concernés par le taux d'intérêt. Selon le niveau du taux, les institutions bancaires ont intérêt ou non de thésauriser de la monnaie. Par exemple, si le taux d'intérêt diminue, il devient moins intéressant pour les banques de détenir des avoirs à la BNS.

Cependant, ces trois types d'instruments ne suffisent pas et la BNS a recours à d'autres outils financiers pour mener sa politique monétaire avec des opérations au comptant et à terme sur devises, des swaps de change ou l'achat et la vente de valeurs mobilières libellées en francs. Elle peut aussi émettre, acheter et vendre des produits dérivés sur des créances, des valeurs mobilières, des métaux précieux et des paires de monnaies. Ces derniers outils sont utilisés dans la politique de placement de la BNS concernant ses réserves de devises.

#### 4.3 Evolution des outils de BNS

L'analyse de l'évolution de la politique monétaire de la BNS depuis 2009 est basée sur les données et les chroniques monétaires de la BNS, sur les données de la Banque mondiale, du FMI et de l'OCDE, ainsi que sur de la littérature scientifique portant sur la politique monétaire de la BNS. Tout d'abord, les actifs au bilan de la banque sont détaillés ainsi que l'évolution de l'utilisation des outils de pensions de titre, de swaps de change et du taux directeur. Il en ressort que certains outils sont moins utilisés et qu'on assiste à une augmentation considérable des réserves de la BNS. Ces dernières sont alors analysées et mises en comparaison avec d'autres banques. Ces réserves sont essentiellement constituées de placements en devises étrangères. C'est pourquoi les placements sont ensuite étudiés. Enfin, les bénéfices de la BNS et les fonds propres sont décortiqués. Ainsi, à l'aide de plusieurs tableaux et graphes, l'objectif est de saisir l'évolution de la politique monétaire.

##### *Augmentation du bilan de la BNS :*

Le premier tableau porte sur l'évolution des six principaux actifs du bilan de la BNS (figure 5). La variable "autres" regroupe les différents actifs dont les montants sont trop faibles pour apparaître sur ce graphe. La période est de 1999 à 2019 afin d'observer s'il y a un changement entre la période de 1999 à 2008 et celle de 2009 à 2019. La première différence entre ces deux périodes est la montée des placements en devise. Une cassure très nette apparaît en 2009 avec

une augmentation des placements de devises (ligne orange). Jusqu'en 2008, les placements de devise oscillent autour de 50 milliards, puis à partir de 2009, ces placements prennent l'ascenseur pour s'établir vers les 800 milliards fin 2019. Cependant, ce montant des placements de devises écrase les autres actifs sur ce graphe. C'est pourquoi un second graphe porte sur la part que chacun des actifs représente dans le bilan (Figure 6).

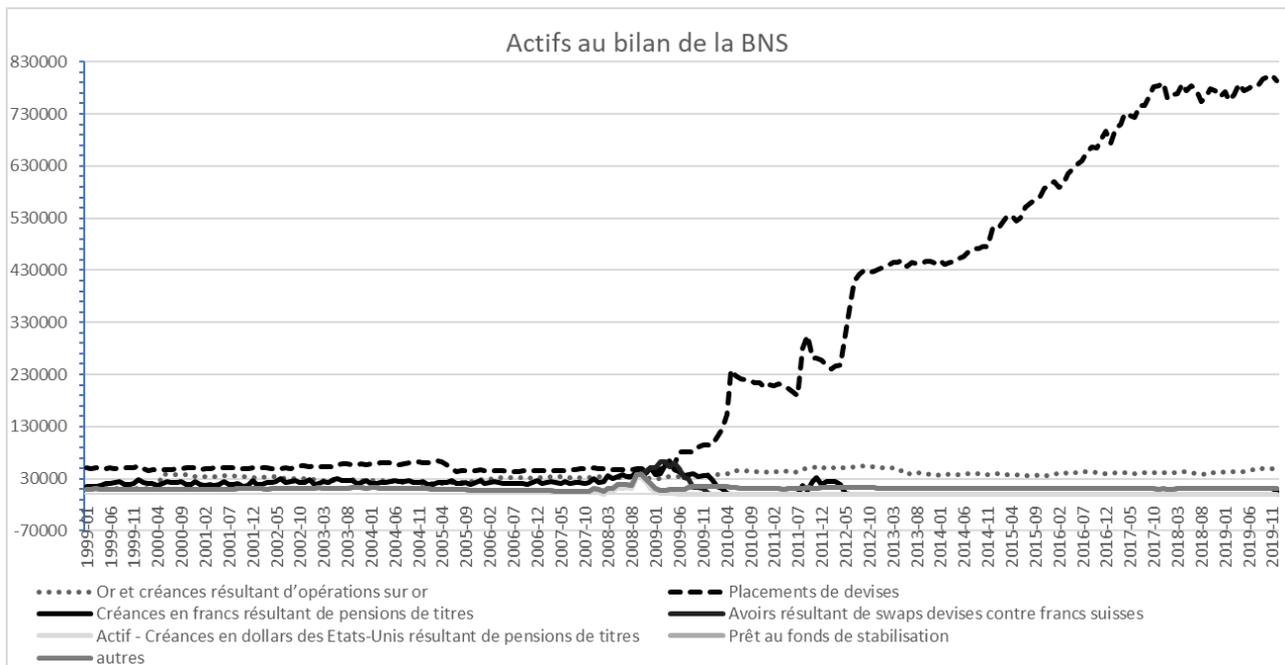


Figure 5, Actifs au bilan de la BNS 1999- 2019, en millions de CHF, source : BNS <https://data.snb.ch/fr/topics/snb/cube/snbbipo>



Figure 6, répartition des actifs au bilan de la BNS, source BNS : <https://data.snb.ch/fr/topics/snb/cube/snbbipo>

Avant 2008, les placements représentent un peu moins de la moitié du bilan des actifs. L'autre moitié comprend principalement les créances résultant de pensions de titres, l'or et les créances résultant d'opération sur or. Les autres types d'actifs représentent les 10% restants. Par ailleurs, l'augmentation brusque de l'actif en or en mai 2001 résulte d'un nouveau mode de calcul. À partir de cette date, l'or est calculé aux prix du marché alors qu'auparavant, un prix officiel fixe de 4596CHF/Kilo était pris en compte. Puis, le stock or est en partie vendu au début des années 2000 pour se stabiliser à 1050 tonnes.

Durant la crise de 2008, on observe la présence d'autres actifs : en brun les avoirs résultant de swaps devise contre franc suisse ; en bleu foncé les créances en dollars des États unis résultant de pension de titres ; en bleu clair le prêt au fonds de stabilisation. Pour les deux premiers, ils sont détaillés ci-dessous. Pour le troisième, il s'agit du fond qui a repris les actifs illiquides de l'UBS durant la crise de 2008. Ces actifs ont été par la suite vendus. Enfin, depuis 2008, il ressort que la BNS à moins recourt au swap de change contre devise et aux pensions de titres.

#### *Pensions de titres et swap de change*

La mise en pensions de titres et les swaps de devises sont des outils qui sont moins utilisés par la BNS, au profit de placement de devise. De 1999 à 2007, la BNS détient en moyenne des pensions de titres pour une valeur d'un peu plus de 22 milliards. Durant la crise de 2008, elle lance plusieurs appels de pension de titres en francs et certains en dollars pour permettre aux banques de se fournir en liquidités dans ces deux devises. Ces créances de pension de titres chutent à zéro dès le mois de mai 2010, depuis, seules certaines situations de crises amènent la BNS à prendre à nouveau des titres en pensions (figure 7). Il s'agit alors de soutenir les banques notamment en 2011 et 2012 avec la crise de l'euro et la panique sur les marchés.

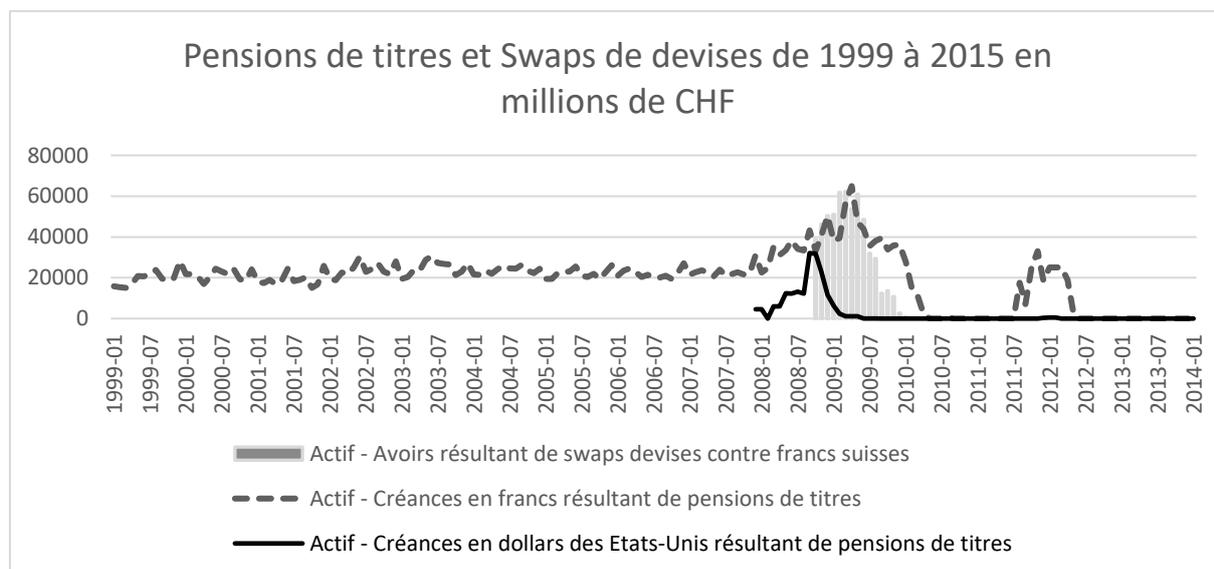


Figure 7, Pensions de titres et swaps de devises de 1999 à 2015. Source BNS : <https://data.snb.ch/fr/topics/snb/cube/snbbipo>

Concernant les swaps de devises, la BNS y recourt en 2008 durant la crise. Elle conclut des swaps avec la BCE, la Réserve fédérale des États-Unis et d'autres banques centrales européennes pour assurer le marché en liquidité en FS. Il s'agit de swaps d'euro contre francs et de dollars contre francs. Dès le mois de janvier, la demande du marché en francs se détend et la BNS, en accord avec la BCE, la Banque Nationale de Pologne et la Banque Nationale d'Hongrie, suspend les swaps de changes d'euro contre francs. Depuis, elle recourt moins, voir plus, à cet instrument. Enfin, la figure 7 s'arrête en 2015 en raison du non recours à ces outils par la suite. La réduction de la période considérée permet une meilleure visualisation des données (figure 7).

#### Taux d'intérêt directeur :

Pour sa politique monétaire, la BNS peut influencer plusieurs taux d'intérêt, notamment le taux d'intérêt sur les dépôts auprès de la BNS et celui du Libor. Depuis 2008, ces deux taux ont été baissés successivement jusqu'à passer à un niveau négatif en janvier 2015 (figure 8). Les autres taux considérés dans le tableau sont celui des bons du gouvernement fédéral, le taux en cas de refinancement pour les banques et celui du taux d'intérêt des prêts. Ce dernier est une évaluation du FMI qui correspond au taux habituel pour répondre au besoin à court et moyen terme pour le secteur privé.

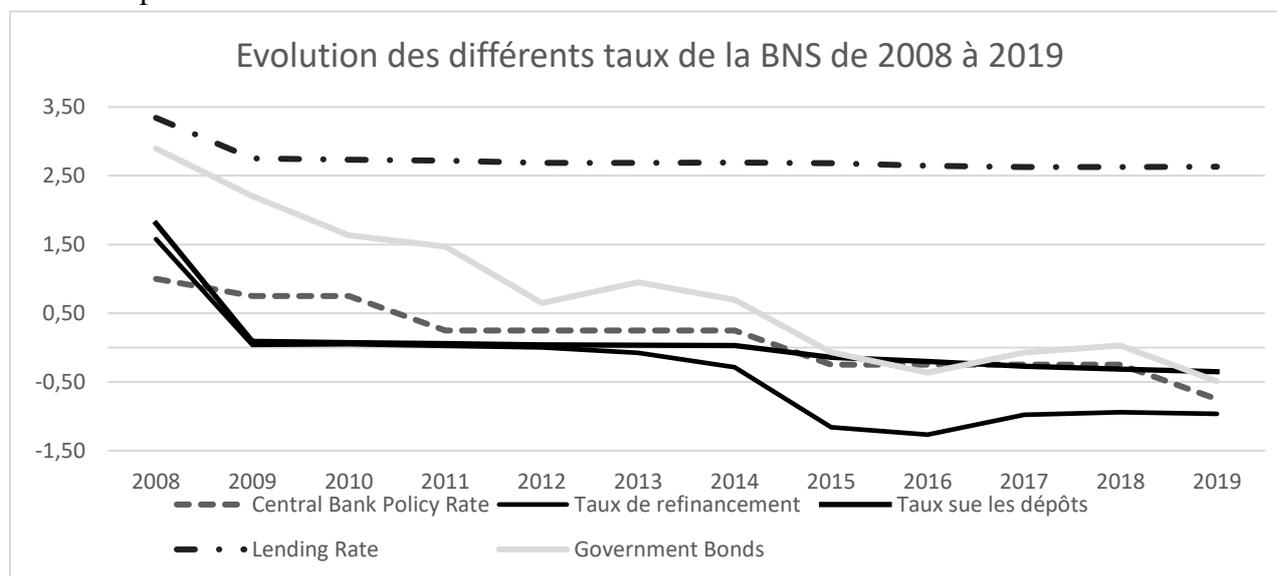


Figure 8, Évolution des différents taux de la BNS de 2008 à 2019, source FMI : <https://data.imf.org/regular.aspx?key=61545855>

Le taux sur les dépôts a connu plusieurs baisses et est négatif depuis décembre 2014 dans l'objectif de limiter les dépôts auprès de la BNS en les rendant coûteux. Toutefois, la BNS exonère une partie des avoirs en comptes de virements pour chaque titulaire d'un compte selon un montant fixe de 10 millions et selon une proportion des réserves minimales pour les banques résidentes.

Le taux d'intérêt directeur correspond au Libor à 3 mois. La BNS définit un point pour le Libor avec une marge de fluctuation possible. La baisse du Libor vise à rendre moins attractive la monnaie et ainsi réduire la pression sur le franc. Depuis 2008, le taux baisse à plusieurs reprises et la marge de fluctuation également. Puis, à la suite de l'abandon du taux plancher, le Libor est amené à -0.75% avec une marge de fluctuation entre -0.25% et -1.25%. Ce taux est maintenu jusqu'en 2019. Depuis juin 2019, le LIBOR a été remplacé au profit du SARON<sup>19</sup> comme taux directeur pour la BNS, puis a été totalement abandonné fin 2021.

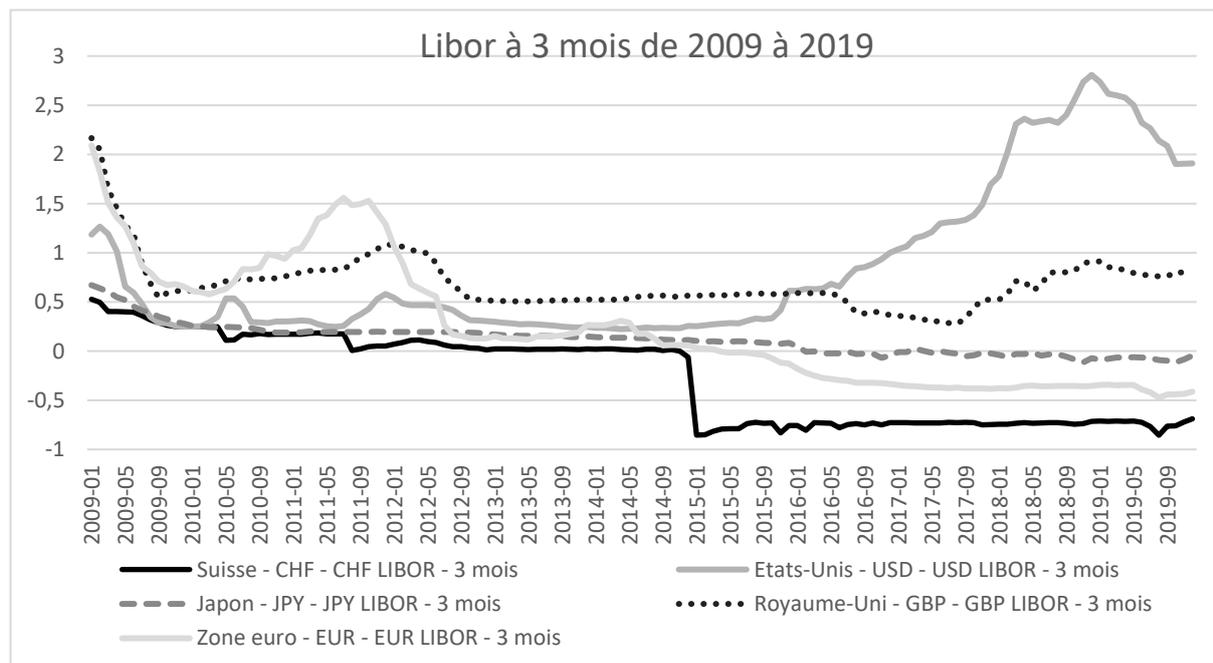


Figure 9, Taux libor à 3 mois de 2009 à 2019, source FMI : <https://data.imf.org/regular.aspx?key=61545855>

En comparaison avec les principales monnaies mondiales, la Suisse est connue pour son taux d'intérêt bas et stable. La baisse importante du 20 janvier 2015 est lisible sur le graphe et montre une différence avec les autres taux (Figure 9). Cette différence devrait rendre le franc moins attractif du fait des meilleurs taux d'intérêt pour d'autres monnaies.

En résumé, depuis 2009, la BNS a moins recours aux instruments des pensions de titres et aux swaps de changes. Concernant le taux directeur, la BNS a baissé son taux à plusieurs reprises et en particulier en 2015 lors de l'abandon du taux plancher entre le CHF et l'Euro. Le taux négatif est stable depuis 2015. Enfin, depuis 2009 les placements en devises étrangères sont devenus un instrument central au vu du gonflement du bilan la banque. La BNS continue, y compris suite à la baisse du taux directeur en 2015, sa politique de placements pour lutter contre

<sup>19</sup> Le Saron est le taux effectif moyen auquel les institutions bancaires se prêtent entre elles.

la force du franc. Ces placements vont être analysés, tout d’abord par les réserves monétaires qu’ils représentent.

*Augmentation des réserves de la BNS en comparaison internationale*

Les données du FMI offrent un aperçu de l’augmentation et permettent une comparaison internationale afin d’identifier si la situation suisse s’inscrit dans un trend général. Ces réserves sont composées de positions d’or monétaire, de droits de tirage spéciaux, de réserves des membres du FMI détenues par le FMI et de positions de devises étrangères placées sous le contrôle des autorités monétaires. La valeur des réserves en or est établie à la fin de l’année (31 décembre) en fonction du cours de Londres et en dollars américains courants.

Au niveau mondial, en prenant en compte les pays avec les réserves les plus importantes, la Suisse passe entre 2008 et 2019, de la 19<sup>ème</sup> place à la 3<sup>ème</sup> en termes de réserve totale. En 2019, les réserves de la BNS représentent 6.11% des réserves mondiales de toutes les banques centrales, contre 0.89% en 2008 (Figure 10).

Proportion des réserves de la BNS au niveau mondial												
Année	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Réserves	0,89%	1,39%	2,48%	2,68%	4,00%	3,98%	4,09%	4,83%	5,50%	6,11%	5,93%	6,11%

Source FMI – BM : <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/FI.RES.TOTL.CD/countries>

*Figure 10, proportion des réserves de la BNS au niveau mondial, 2008 à 2019*

En comparaison avec dix autres banques centrales, la BNS suit un chemin singulier depuis 2009 avec l’augmentation de ses réserves. Ainsi, depuis 2017, elle dispose de réserve comparable à l’ensemble de la zone euro (figure 11). La chine n’a pas été pris en compte dans le graphe en raison du montant important de ces réserves qui aurait aplati ce les courbes des autres pays et donc limité la comparaison. On observe une tendance à la hausse pour les différents pays. Mais le cas suisse est singulier avec une augmentation de ces réserves à partir de 2009, alors que d’autres, à l’instar du japon ou de la zone heure, l’augmentation existait avant 2009.

En conclusion, l'augmentation des réserves de la BNS se distingue des politiques monétaires d'autres banques centrales par son ampleur. Il s'agit maintenant d'étudier plus en détail la composition de ces réserves et en particulier les placements en devises étrangères.

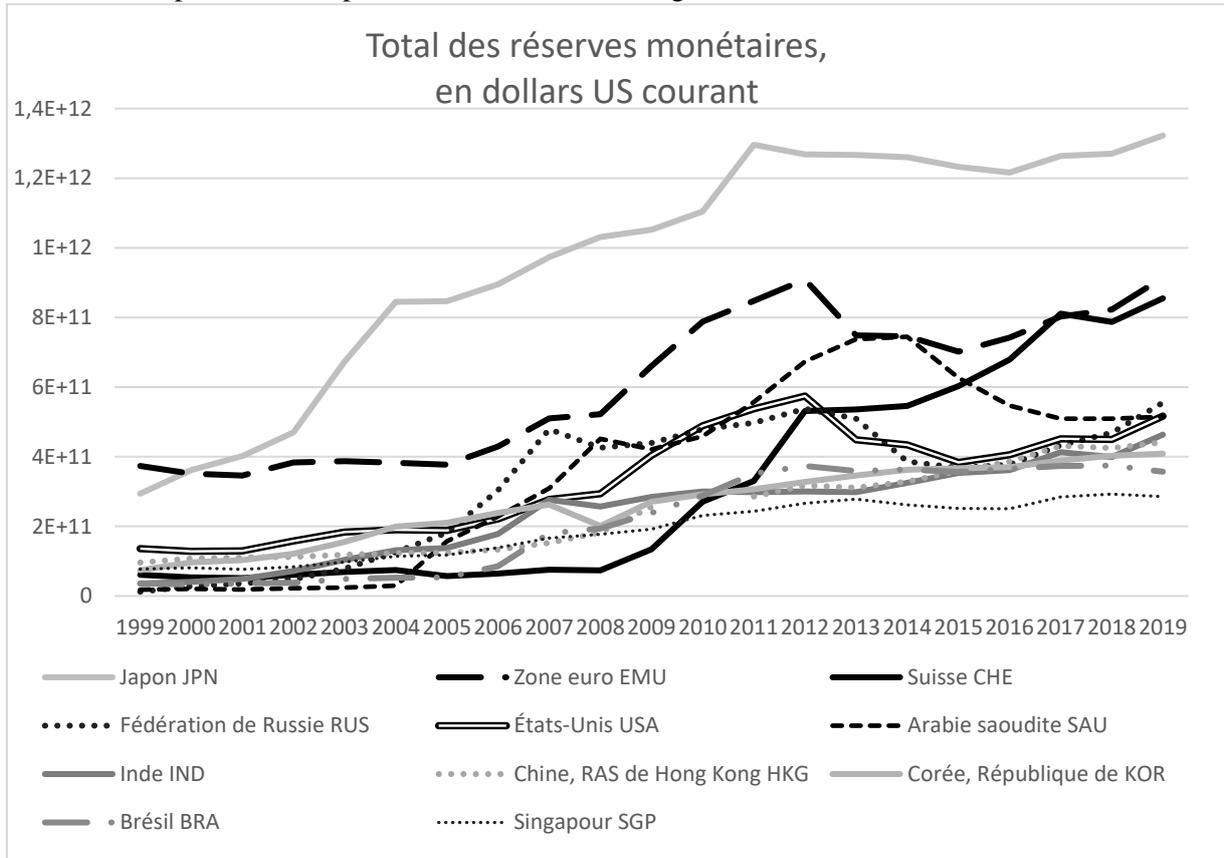


Figure 11 totale des réserves monétaires, en US courant, hors Chine, source FMI-BN : <http://donnees.banquemondiale.org/indicateur/FI.RES.TOTL.CD/countries>

#### 4.4 Placements en devises étrangères

Le recours au placement en devises étrangères a augmenté considérablement le bilan de la BNS dans le but d'affaiblir la force du Franc. Ainsi, la BNS achète des devises étrangères qu'elle place essentiellement en obligations et actions. En fin 2019, ces placements se montent à 794 milliards repartis à 40% en euro, 34% en dollars US, 9% en Yen japonais, 7% en lire anglaise, 3% en dollars canadiens et 7% en d'autres monnaies (figure 12).

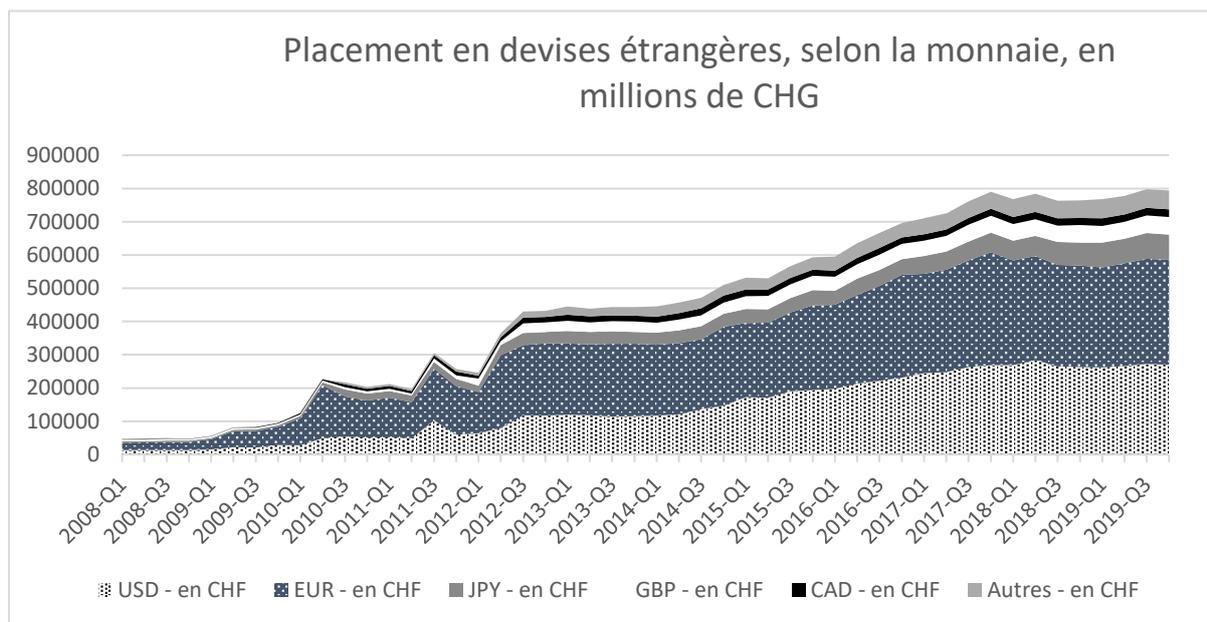


Figure 12, placement en devises étrangères selon la monnaie. Sources BNS : <https://data.snb.ch/fr/topics/snb/cube/snbcurr>

Ils sont investis à 79% en obligations d'État soit 547 milliards, 11% en obligations d'organisations et d'entreprises 87 milliards et 20% en actions soit 159 milliards (figure 13). Depuis 2010<sup>20</sup>, on observe une augmentation de la proportion des placements qui ne sont pas des obligations d'État.

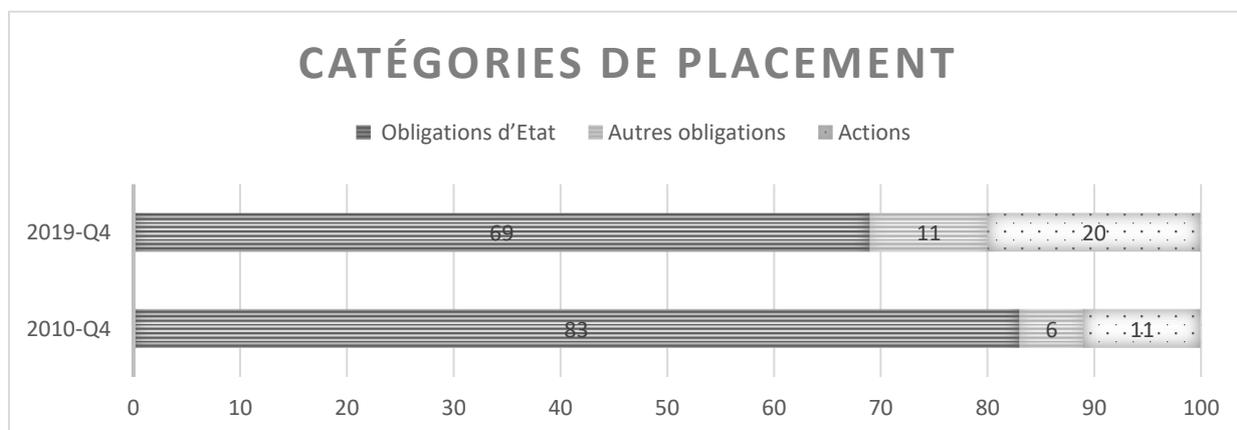


Figure 13, catégories de placement, source BNS : <https://data.snb.ch/fr/topics/snb/cube/snbcurrinv>

<sup>20</sup> Les données sont disponibles depuis cette date.

De 2010 à 2019, la structure des placements s’est dégradée en termes de garantie des placements, si l’on considère les notes des principales agences de notations (figure 14). La BNS ne fournit pas d’informations sur les raisons de cet assouplissement face aux risques. Elle reste également opaque sur le montant par pays de dettes publiques étrangères achetées et sur le type d’entreprises dont elle possède des actions. On peut seulement se référer à la directive sur les placements<sup>21</sup>. Cette directive donne la compétence au comité de la banque de fixer la politique de placement, laquelle doit être indicielle, neutre et aussi passive que possible. La seule limite porte sur les entreprises fabriquant des armes condamnées sur le plan international et, depuis peu, celle dont l’activité principale serait extrêmement néfaste à la nature.

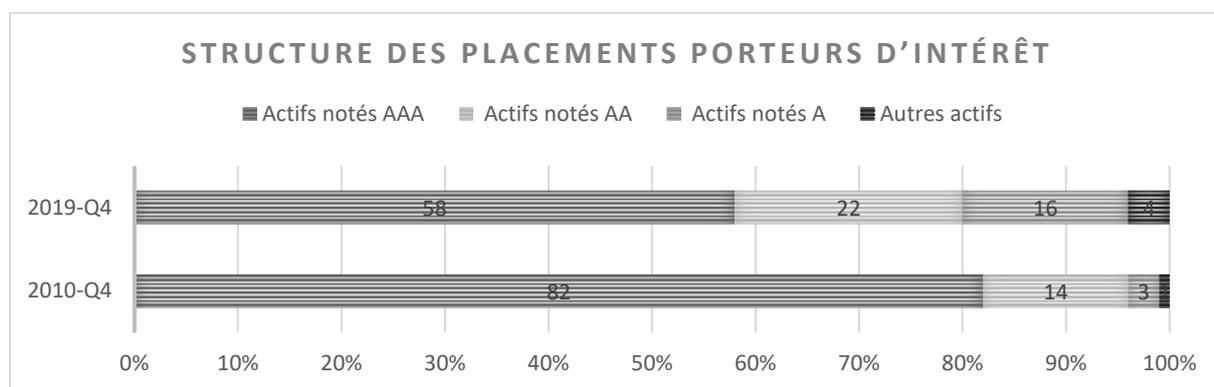


Figure 14, structure des placements porteurs d'intérêt, source BNS : <https://data.snb.ch/fr/topics/snb/cube/snbcurrinv>

Si la BNS ne donne pas de précisions sur les actions qu’elle possède, le régulateur américain publie tous les trimestres la liste des actions en main par la BNS. On découvre qu’elle investit dans plus de 2500 compagnies, dont des entreprises pétrolières et des entreprises d’armement. Ainsi, elle a placé près 200 millions de dollars auprès de Raytheon ou encore 136 millions auprès de General Dynamic, qui appartiennent au top cinq mondiales des entreprises d’armement. Elle possède également pour 14.4 milliards de dollars d’actions dans les GAFAM, ce qui représente près de 15% du portefeuille d’action de la BNS aux États-Unis. La figure 15 représente les huit organisations dans lesquelles la Banque a investi plus d’un milliard de dollars US.

Finalement, bien que la BNS n’offre pas suffisamment de transparence sur ces placements pour prolonger l’analyse, trois évolutions sont observées. Premièrement, la BNS a recours au capital fictif étranger par l’achat d’action et d’obligations publiques et privées. Ce capital a l’avantage d’être très liquide afin de permettre à la banque d’accroître ou de réduire en tout temps son bilan à des fins de politique monétaire. Deuxièmement, la BNS s’oriente de plus en plus vers des placements en action au vu de l’augmentation de la proportion des actions. Toutefois, la BNS

<sup>21</sup> Cette directive est présentée dans la partie précédente.

ne communique pas les raisons de cette augmentation. Troisièmement, la qualité des risques de ses placements diminue si l'on se fie aux notes des placements porteurs d'intérêts.

Par ailleurs, ces flux financiers peuvent être mis en comparaison avec d'autres flux de capitaux entre la Suisse et l'étranger, il s'agit d'analyser ce que représentent ces placements dans la position extérieure de la Suisse.

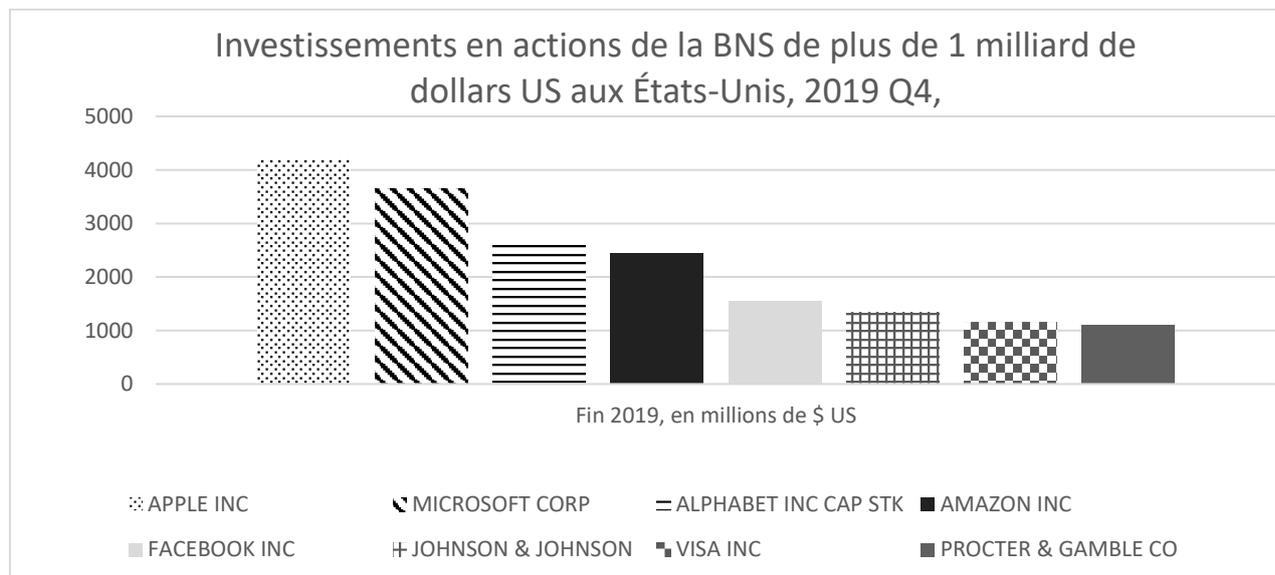


Figure 15, investissements en actions de la BNS de plus de 1 milliard de dollars US aux États-Unis, source: U.S. Securities and exchange commission, 2022 : <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1582202/000158220219000004/0001582202-19-000004-index.html>

#### Relation à la position extérieure de la Suisse

La position extérieure du pays est également impactée par l'importance de ces placements de devise (figure 16). De 1999 à 2008, la position de la Suisse est positive à hauteur d'environ 120% du PIB, en raison des forts investissements du secteur privé à l'étranger. Depuis 2009, il y a une chute de la position extérieure de la Suisse concernant les investissements privés lesquels entrent en négatif à partir de 2014 (ligne bleue). Ce mouvement est contrebalancé par la BNS au travers de ces placements de devises lesquelles atteignent une position extérieure correspondant à 114% du PIB en 2019. Autrement dit, la position étrangère de la Suisse est assurée par l'achat de capital fictif de la part de la BNS. De cette manière-là BNS est devenue « la détentrice d'actif en dernier ressort<sup>22</sup>» (Senner & Sornette, 2017, p. 15). Ce mouvement s'explique par le renforcement du franc. En bref, les investissements en suisse deviennent plus intéressants par la prise de valeur du franc et ceux à l'étranger le deviennent moins (Stoffels &

<sup>22</sup> En anglais « foreign asset holder of last resort », Senner et Sornette, 2017, p. 15

Tille, 2018). En outre, ces placements à l'étranger sont source de revenus pour la BNS. Toutefois, la relation entre le régime monétaire et la forme d'inscription de la Suisse dans le régime internationale ne sera pas étudiée plus en détail dans ce travail.

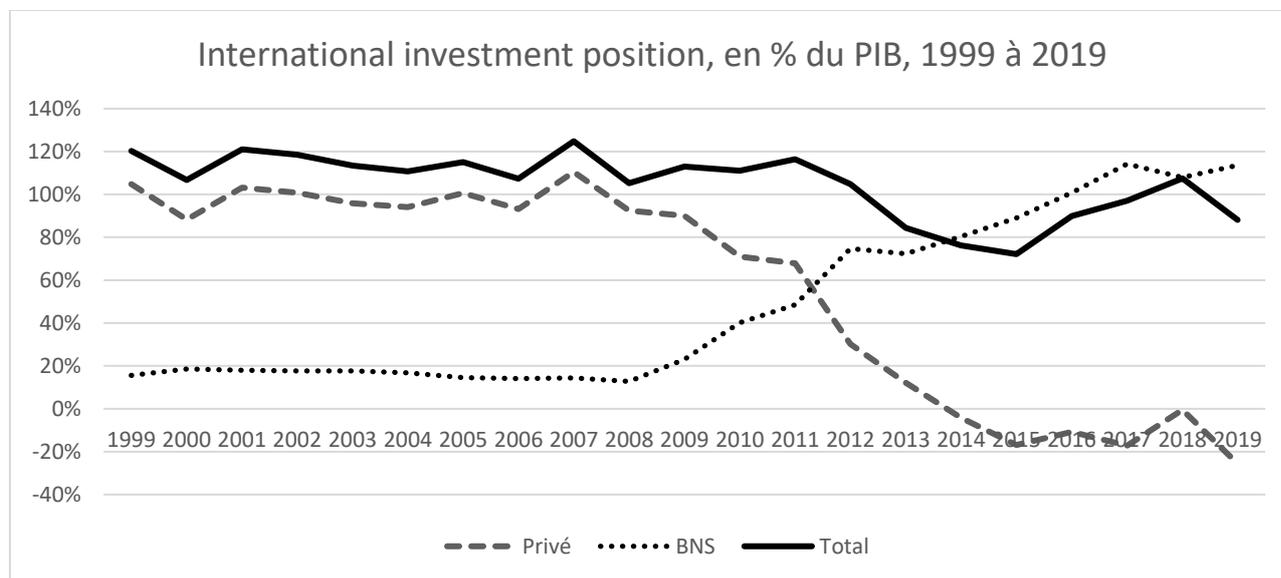


Figure 16 International Investment position, en pourcent du PIB, 1999 à 2019 source BNS et SECO : <https://data.snb.ch/fr/topics/aube/cube/auvekomq>

#### 4.5 Évolution des bénéfices de la BNS

La forte augmentation des placements de devises a permis à la BNS le développement de bénéfices considérables. Mais ces bénéfices ne sont pas réalisés uniquement par ces placements. Ils peuvent aussi être issus d'autres actifs et d'autres sources de revenus. Les rapports de gestions annuels fournissent des données détaillées (BNS, 2003, 2007, 2010, 2011a, 2012, 2013, 2013, 2015, 2016, 2018, 2019, 2019).

Les bénéfices de la BNS proviennent essentiellement du résultat sur l'or, du résultat des positions en monnaies étrangères et du résultat des positions en francs (figure 17). Le résultat sur l'or correspond à la variation de la valeur du stock d'or. Le résultat des positions en monnaies étrangères correspond aux gains et pertes résultant d'une réévaluation aux valeurs de marché, des intérêts courus, des dividendes, des gains et pertes de changes pour les titres négociables (papiers monétaires, obligations et titre de participation) ainsi que des avoirs en créances et titre en pensions en monnaies étrangères. De plus, la banque conclut des prêts de titres en monnaie étrangère contre remise de garantie, pour lesquels elle perçoit des intérêts qui sont compris dans le résultat en positions en monnaies étrangères. Enfin, la banque participe à

plusieurs prêts internationaux et des crédits d'aides monétaires, dont les intérêts, sont pris en compte dans les bénéfices issus des positions en monnaies étrangères.

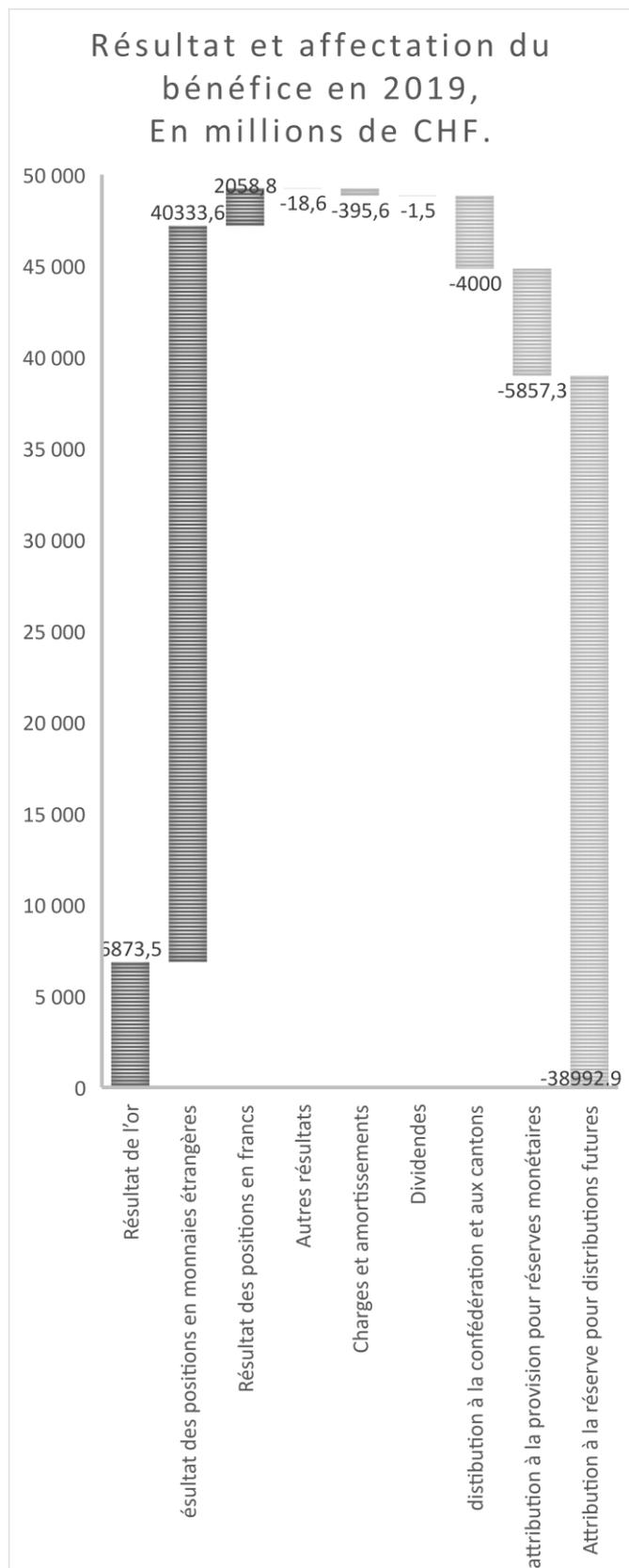


Figure 17 Résultat et affectation du bénéfice en 2019, en millions de CHF, source BNS, rapport de gestion 2019

La dernière catégorie de résultat porte sur les positions en francs. Il s'agit des intérêts courus des pensions en titres auprès de la BNS ; des charges d'intérêts des Bons de la BNS ; des gains et pertes des titres en francs évalués à la valeur de marchés avec les intérêts courus ; les intérêts sur les avoirs en compte de virement.

Les bénéfices réalisés sont ensuite attribués : sous forme de dividendes pour un montant de 1,5 million par ans; sous forme de redistribution aux cantons et à la Confédération selon la convention de redistribution en cours entre le département des finances et la BNS; attribué à une provision pour réserve monétaire ; et attribué à la réserve pour distributions futures, c'est-à-dire pour des distributions futures aux cantons et à la Confédération.

La figure 17 porte sur l'année 2019(BNS, 2020, p. 159-167). La BNS dégage un bénéfice de 48.8 milliards de francs comprenant 6,875 milliards de résultats sur l'or, 40.3 milliards provenant des positions en monnaies étrangères et 2 milliards issu des positions en francs. Elle essuie de petites pertes sur d'autres résultats, notamment dues à l'amortissement de l'imprimerie

en charge de la fabrication des papiers pour les billets de FS. Les charges et les amortissements représentent près de 400 millions (395.6). Quant à la distribution du bénéfice, 4 milliards sont attribués aux cantons et à la confédération, 5.8 milliards sont attribués aux réserves monétaires et 39 milliards sont attribués aux réserves pour distributions futures. Cette réserve vise à stabiliser les distributions de bénéfices aux cantons et à la Confédération afin de lisser entre les années bénéficiaires et déficitaires, un montant moyen. Avant d’observer l’évolution de ces bénéfices depuis 2009, les différents comptes de résultat sont présentés en détail.

La ventilation selon le genre des résultats des positions en monnaies étrangères en 2019 (figure 18) montre l’importance des gains de cours qui se montent à plus de 45 milliards, les dividendes et les intérêts arrivent à près de 13 milliards, tandis que les taux de change entraînent une perte de l’ordre de 18 milliards (BNS, 2020, p. 189). C’est-à-dire que la valeur en francs des placements à l’étranger diminue en raison de la dépréciation de la monnaie investie et/ou du renforcement du FS.

Si on observe le compte de résultat sur la période de 2010 à 2019, en compilant les différents rapports de gestion de la BNS, il en ressort trois points : premièrement, une forte variabilité des bénéfices issus des gains de cours avec des années déficitaires, mais globalement un résultat

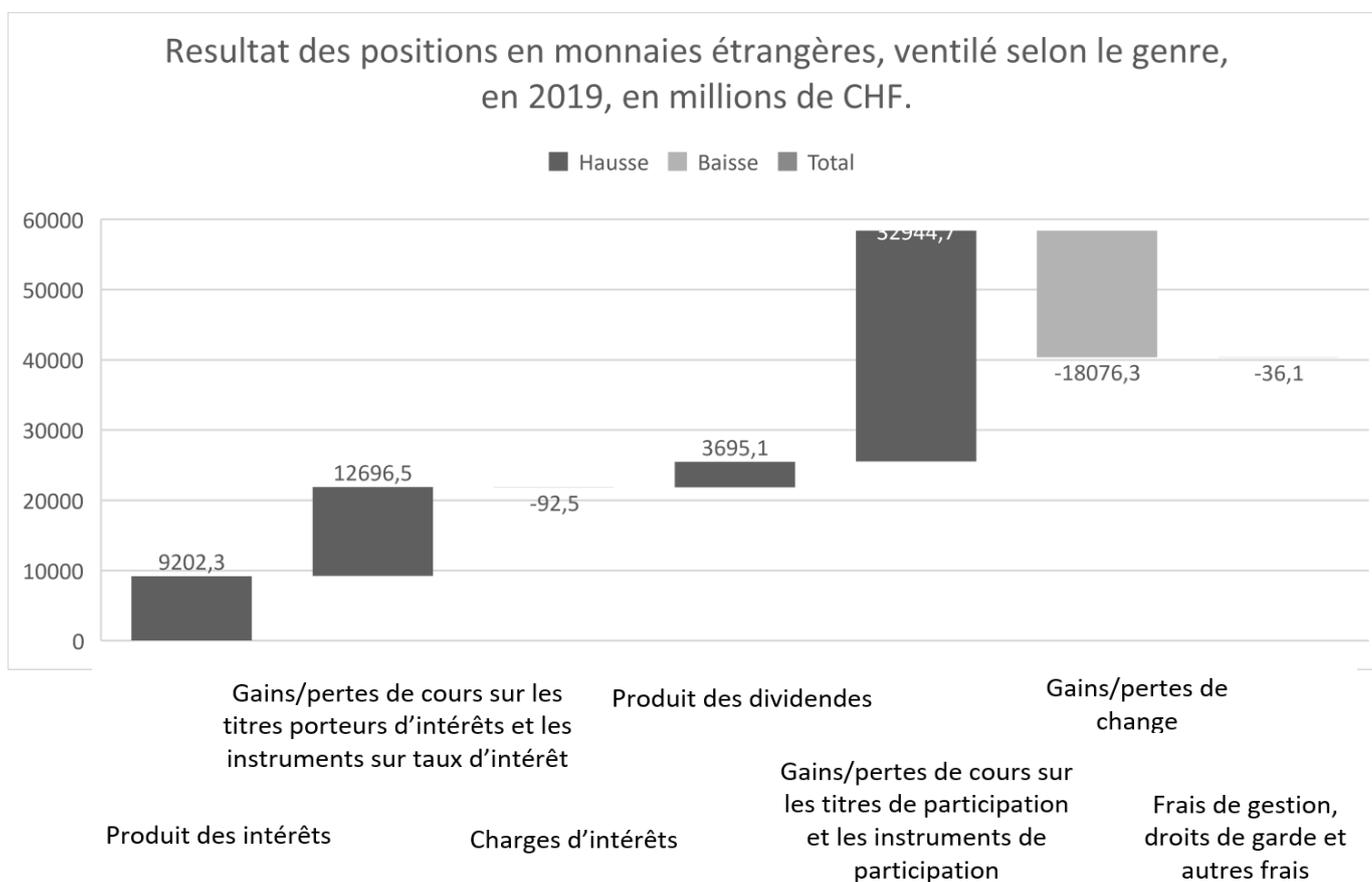


Figure 18 résultat des positions en monnaies étrangères, ventilé selon le genre, en 2019, source BNS, rapports de gestion 2019

positif sur la période de 78,9 milliards ; deuxièmement, une certaine stabilité des revenus des intérêts et des dividendes qui augmentent chaque année pour un total sur la période de 96,7 milliards ; troisièmement, les gains et pertes en raison du change connaissent une forte amplitude. Le change représente une perte de 26.4 milliards en 2015 et un bénéfice de 21 milliards en 2017. Au total sur la période la BNS cumule une perte de 78.5 milliards en raison de l'évolution des taux de change. Enfin, pour la période étudiée, le résultat des bénéfices et perte issus des positions en monnaie étrangère constitue un total de 96,9 milliards de francs.

La figure 19 vise à comprendre si une tendance s'observe. Pour ce faire, les montants de ces différents postes apparaissent en trait-tillés. Puis les traits pleins sont la fonction linéaire de chaque poste, selon la méthode des moindres carrés. On constate une tendance générale à la

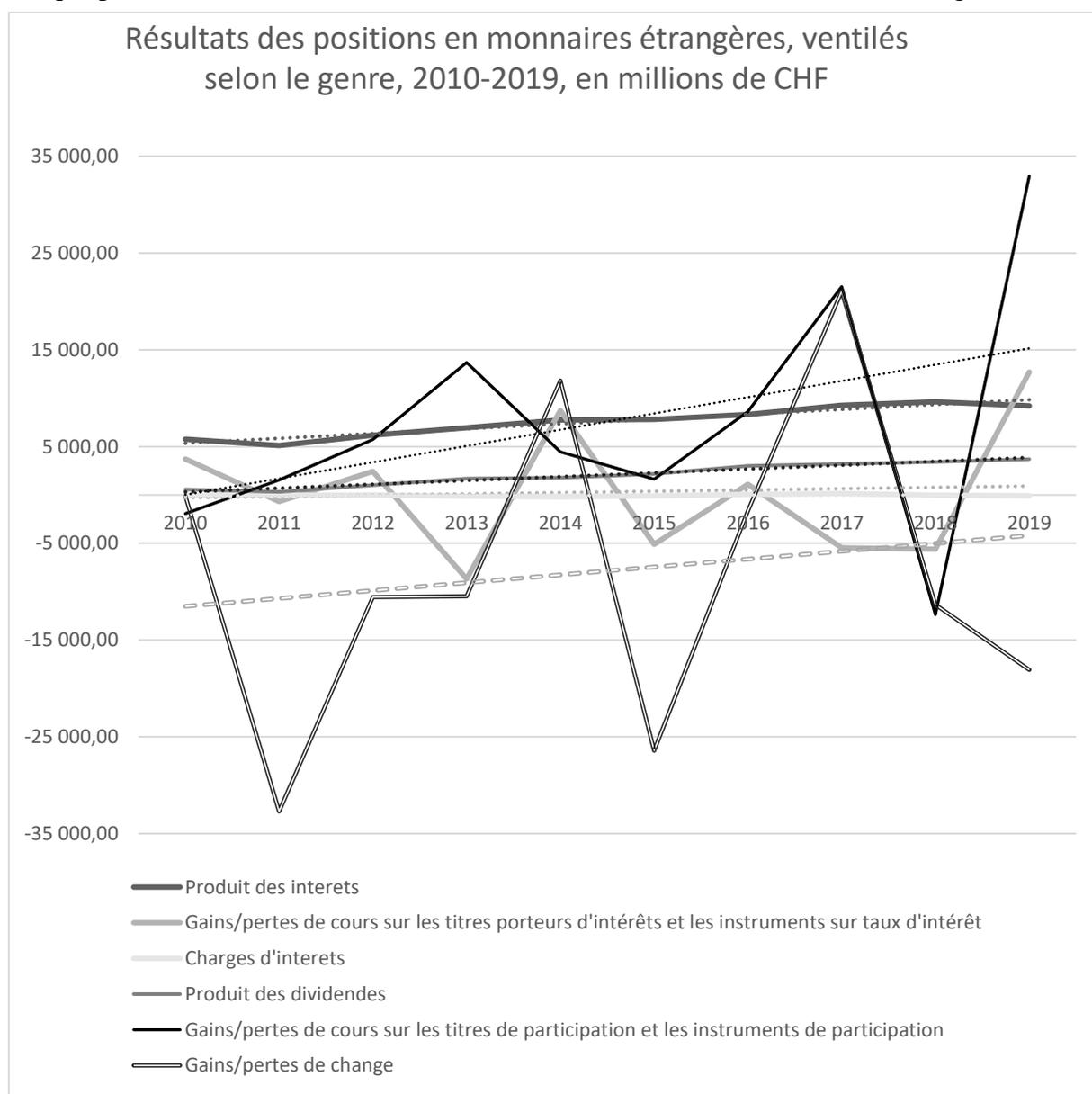


Figure 19, résultat des positions en monnaie étrangère, tendances des différents postes de résultat, sources : BNS rapport de gestion 2009 - 2019.

hausse. Elle est particulièrement marquée pour les gains de cours sur les titres et les instruments de participation.

Concernant les résultats des positions en francs, les bénéfiques sont bien plus modestes jusqu'à la mise en place des taux d'intérêt négatifs sur les avoirs auprès de la BNS. Comme vu précédemment, depuis janvier 2015, la banque centrale prélève un intérêt pour une partie des avoirs déposée auprès d'elle<sup>23</sup>. La figure 20 montre le montant total du résultat des positions en francs, dont le montant des intérêts négatif. Depuis l'abandon du taux plancher jusqu'en 2019, les intérêts négatifs ont rapporté un total de 8.694 milliards de francs. Enfin, concernant les résultats sur l'or, ils ne seront pas détaillés, car il s'agit de l'évolution de la valeur en franc du cours des 1040 tonnes d'or de la BNS qui sont restées identiques en termes de poids sur la période observée. Toutefois, il peut être souligné que la BNS est la banque avec le taux de couverture en or par habitant le plus élevé au monde.

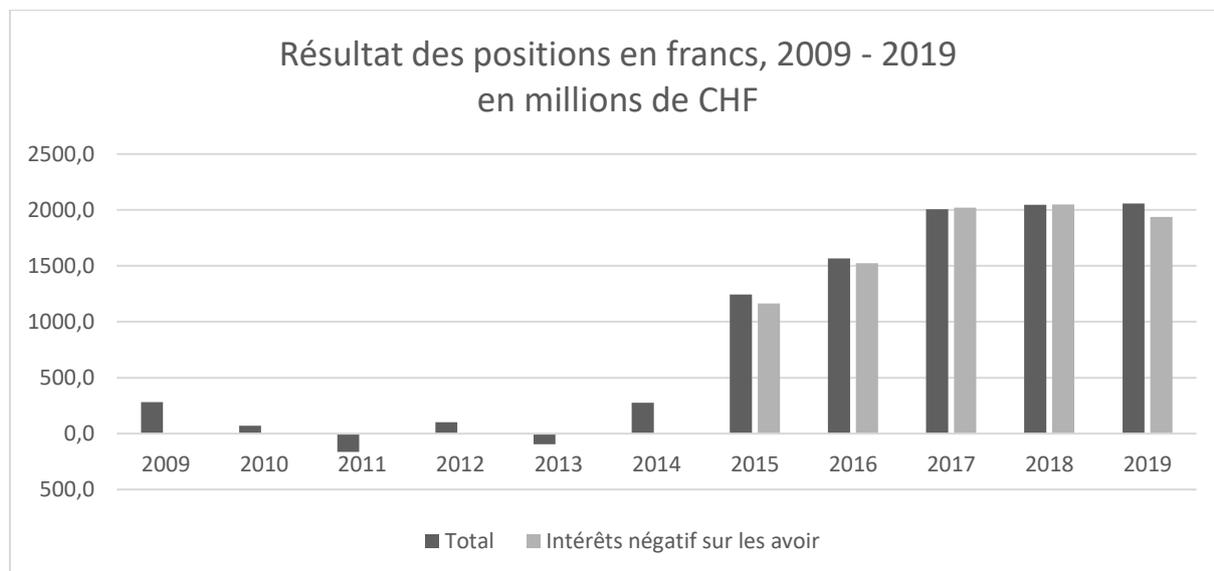


Figure 20 Résultat des positions en francs de 2009 à 2019 en millions de francs sources : BNS : rapports de gestions 2009-2019

#### Affectation du bénéfice)

Les bénéfices sont ensuite distribués en dividendes aux actionnaires pour un montant de 1,5 million de francs correspondant à 6% du capital-actions de départ soit 25 millions de FS. Cette proportion est fixée à l'article 31 de la LBN. Une part est attribuée à la provision pour réserves monétaires afin « de maintenir les réserves monétaires au niveau requis par la politique monétaire » selon l'article 30 de la LBN. Puis, un montant variable est redistribué aux cantons

<sup>23</sup> La politique monétaire du taux plancher est également abordée dans la partie 5.3, p. 61

et à la Confédération selon une convention entre la banque et le département fédéral des finances. La part restante est attribuée à la réserve pour distributions futures. Cette réserve peut être en négative quand l'accord avec la Confédération fixe un montant à distribuer malgré un déficit (figure 21). En 2019, la provision pour réserve monétaire se monte à 79 milliards et celle pour distribution future à 84 milliards.

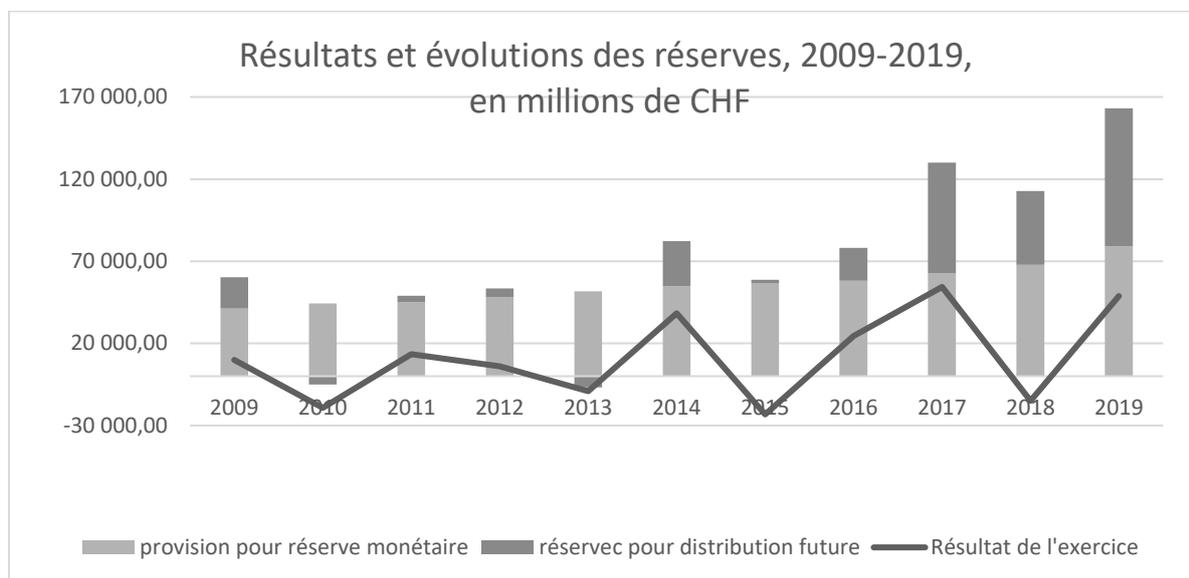


Figure 21 Résultats et évolutions des réserves, 2009-2019, en millions de CHF., source: BNS, rapports de gestion 2009-2019

En prenant du recul sur la période considérée, les fonds propres, qui sont constitués des provisions pour réserves monétaires, des réserves pour distribution future et du capital-actions (25 millions), sont stables jusqu'en 2010 (Figure 22). Il y a certes une chute en début 2005, mais elle correspond à la vente d'une partie de l'Or de la BNS qui est ensuite redistribuée aux cantons et à la confédération. Depuis 2010, une chute des fonds propres correspond aux pertes



Figure 22 Fonds propres en millions de CHF, source BNS :

de change dû au renforcement du FS par rapport aux autres devises. Avec l'imposition d'un taux plancher de 1.20 CHF pour un euro en septembre 2011, la BNS réussit une année bénéficiaire avec une augmentation de ses fonds propres. La deuxième chute de fond propre correspond à l'abandon du taux plancher en janvier 2015 qui entraîne des pertes de change considérable et, en conséquence, une diminution des fonds propres. Depuis 2015, les fonds propres augmentent régulièrement, mais avec des variations dépendant largement des positions étrangères selon les gains et pertes sur cours et les gains et pertes de change.

Concernant les montants distribués varient selon les années et l'accord avec le DF. De 2002 à 2011, la BNS distribue 2500 millions par années<sup>24</sup>. Puis en 2011 une nouvelle convention est signée pour la période 2012 à 2015 qui réduit le montant, car la réserve pour distribution future affiche un solde négatif à la fin de l'année 2010 (figure 21)<sup>25</sup>. Les débats autour de cette modification sont étudiés dans la partie suivante<sup>26</sup>. Cette convention limite le montant à un milliard selon les résultats de la banque. Toutefois, en 2014, la banque verse deux milliards, dont un milliard comme montant rétroactif pour l'année 2013 (figure 23). Pour la période 2016-2020, une nouvelle convention est signée et offre la possibilité d'augmenter les montants redistribués selon certains seuils que la réserve pour distribution atteint<sup>27</sup>.

Pour résumer, la BNS réalise des bénéfices surtout sur ces placements en devise étrangère. Les gains principaux proviennent des intérêts, des dividendes et des gains de cours (figure 16). Le résultat des positions en franc est faible jusqu'à l'instauration du taux négatif sur les avoirs lequel rapport environ 2 milliards par année à partir de 2017. Les bénéfices sont ensuite en

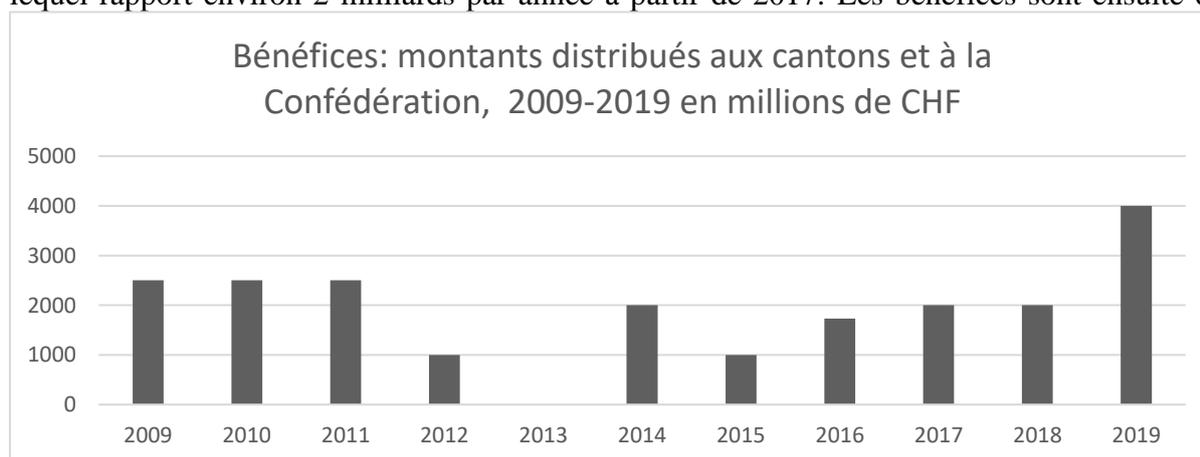


Figure 23 Bénéfices : montants distribués aux cantons et à la Confédération, 2009-2019, en millions de CHF source BNS, rapports de gestion 2009-2019

<sup>25</sup> « Convention entre le Département fédéral des finances et la Banque nationale suisse concernant la distribution du bénéfice de la Banque nationale suisse » Berne, 21.12.2011 : « Nouvelle convention concernant la distribution du bénéfice de la BNS » communiqué, BNS, 21.12.2011

<sup>26</sup> Partie 5, « controverses actuelles » p 59-80.

<sup>27</sup> « Convention entre le Département fédéral des finances et la Banque nationale suisse concernant la distribution du bénéfice de la Banque nationale suisse » BNS, 06.12.2016 ; voir partie « pour une redistribution de bénéfices de la BNS ».

partie distribués aux cantons et à la Confédération sur la convention. Mais ce montant connaît depuis 2011 une certaine volatilité qui fait qu'il est en moyenne moins élevé que par le passé<sup>28</sup>. Pourtant, depuis la fin du cours plancher, la BNS a vu ses fonds propres augmenter. Elle accumule plus de 150 milliards fin 2019. Ces chiffres permettent un début d'analyse de l'évolution du régime monétaire.

#### 4.6 Analyse de l'évolution de la politique monétaire de la BNS

Cette partie a pour objectif d'analyser l'évolution de la politique monétaire en suivant la grille d'analyse de la partie théorique. Le cadre légal, le bilan et les rapports de gestions de la BNS permettent de continuer l'analyse de régime monétaire. Cependant, une analyse des conflits politiques actuels doit compléter l'étude si l'on veut saisir les différentes dimensions et les changements possibles de cette institution.

Construction historique	<ul style="list-style-type: none"> <li>• voir la partie précédente.</li> </ul>
Confiance en la monnaie	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Mimétisme et objet de désir : valeur refuge internationale.</li> <li>• Confiance hiérarchique : rôle central de la direction générale dans la conduite de la politique monétaire ; ensemble de règles quant à la mise en oeuvre de la politique monétaire; BNS - avec la FINMA - garante de la stabilité du système financier.</li> <li>• Confiance éthique : ancrage dans la constitution de l'indépendance de la BNS et de la distribution des bénéfices aux cantons et à la Confédération.</li> </ul>
Souveraineté et Bien public	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Distribution des bénéfices selon un memorandum entre le département des finances et la BNS.</li> <li>• Montant distribué est en moyenne plus bas que la période précédente et est depuis 2012 lié au niveau des fonds propres.</li> <li>• Bénéfices volatiles et issus principalement des placements en devises étrangères.</li> </ul>
Conflit débiteurs VS créditeurs	<ul style="list-style-type: none"> <li>• L'achat de devises étrangères est couplé à une réduction du taux d'intérêt pour faire face au franc fort.</li> <li>• Baisse du taux d'intérêt entraîne un coût du capital moindre et favorise les débiteurs.</li> <li>• Bénéfices de la BNS en partie issus du taux d'intérêt négatifs.</li> </ul>
Cohérence entre le capital industriel, financier et fictif	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Capital industriel : la BNS poursuit un objectif en terme de taux de change pour soutenir l'industrie d'exportation</li> <li>• Capital financier et fictif : achat massif de capital fictif à l'étranger mais pas en Suisse; des gains importants sont issus de ce capital fictif.</li> </ul>

Figure 24, Grille d'analyse III, cadre légal et évolutions de la politique monétaire de la BNS

<sup>28</sup> Moyenne 2002-2011 : 2500 Mio / 2012-2019 : 1730 Mio, source : rapport de gestion de la BNS 2002-2019.

Au niveau de la construction historique, cette partie du travail n'explore pas les controverses actuelles et ne peut donc pas dessiner de nouveaux conflits qui modifieraient la politique de la BNS. La partie suivante du travail traite de ce niveau, c'est-à-dire qu'elle identifie certaines controverses qui peuvent amener à la cristallisation d'un nouveau rapport social déterminant pour le régime monétaire.

Au niveau de la confiance dans la monnaie, le franc continue à jouer un rôle de valeur refuge malgré la politique monétaire non conventionnelle développée par la BNS. Le FS continue ainsi à être cet objet de désir et connaît une hypertrophie de sa fonction de réserve. Pour les niveaux de confiance hiérarchique et éthique, l'analyse du cadre légal a permis d'identifier certains éléments. Pour la confiance éthique, la constitution ancre l'indépendance de la BNS et la redistribution des bénéfices aux cantons et à la confédération. Pour la confiance hiérarchique, premièrement, la garantie du système de paiement et la stabilité du système incombent à la BNS avec le concours de la FINMA. Deuxièmement, un ensemble de lois, règlements, notes, chartes et codes de conduites, garantit la gouvernance de la BNS. Troisièmement, la direction générale a un rôle central dans la direction de la politique monétaire. Quatrièmement, la politique d'achat de devise suit une directive qui jalonne les possibilités de placements. La BNS n'est ainsi pas censée acheter des actions ou des obligations suisses.

Au niveau de la monnaie comme bien public et sa relation avec les dettes publiques, il en ressort que la BNS a réduit le montant des bénéfices versé aux cantons et à la confédération (figure 23), car les bénéfices sont dépendants des rendements des placements (figures 17, 18, 19, 20). Pourtant, la banque voit ses fonds propres augmenter et dépasser les 150 milliards fin 2019 (figure 22). Ces fonds propres attirent désormais les convoitises, mais ne sont pour le moment pas mobilisés ou utilisés par les pouvoirs publics. Toutefois, les bénéfices sont volatiles en raison de l'évolution des cours boursiers et des taux de changes. Par conséquent, ils peuvent rapidement réduire le montant de ces fonds. Concernant les dettes publiques, le taux d'intérêt négatif permet un endettement à moindres coûts. Mais, les cantons et la Confédération n'ont pas pour autant augmenté leurs dettes pour profiter de ce capital à faible prix.

Au niveau du conflit entre débiteurs et créiteurs, la BNS décide en 2015 d'abaisser son taux directeur. Tout d'abord, les conflits qui ont amené la banque à appliquer un taux négatif sont étudiés dans la partie suivante sur les controverses actuelles. Ensuite, en se focalisant sur le bilan, il ressort d'une part que les taux d'intérêt négatifs ont permis à la banque de dégager un bénéfice de 8,694 milliards depuis 2015 dont 2 milliards en 2019. D'autre part, la BNS préfère acheter des devises plutôt que de baisser le taux directeur pour réduire l'attrait du franc. Cela

se constate tout d'abord avec la mise en place du taux plancher. Puis, à l'annonce de l'abandon du taux plancher, bien que le taux directeur passe dans le négatif, cette baisse n'est pas suffisante. La BNS est alors contrainte de continuer à acheter des devises afin d'éviter une surévaluation du franc (figures 6, 8). Or, elle aurait aussi pu baisser à nouveau son taux. On observe ainsi une régulation du conflit entre débiteur et créateur par l'augmentation du bilan de la Banque (figures 5, 6). Autrement dit, plutôt que d'abaisser le taux directeur pour réduire l'attrait du franc - ce qui serait favorable aux entreprises d'exportations et défavorable aux créateurs (banques, caisses de pensions, etc.) - la BNS passe par l'achat de devise pour dépasser, en partie, la contradiction créateurs – débiteurs.

En prenant en compte dans cette contradiction le capital fictif, cinq faits stylisés ressortent. Premièrement, depuis 2011, elle ne recourt presque plus à des swaps de change ou à des pensions de titre (figure 7) qui sont des outils importants pour garantir des liquidités pour le capital fictif. Mais cela est peut-être dû à l'absence de crises financières majeures, lesquelles peuvent entraîner la mise en pensions de titres afin d'assurer le marché en liquidité. Pour les swaps de change, la BNS préfère désormais acheter des devises étrangères (figure 2). Deuxièmement, bien qu'elle rachète en 2008 les avoirs toxiques de l'UBS pour soutenir la banque, elle n'achète en principe pas, selon le cadre légal, des titres ou des dettes en Suisse. La BNS se distingue ainsi de la BCE qui acquiert des titres à l'intérieur de sa zone monétaire en se portant acheteuse de titres sur les marchés secondaires européens (Mazzotta, 2019). Troisièmement, elle a recours au capital fictif étranger pour sa politique de change comme en témoigne l'augmentation de ses placements (figure 12). Sa politique de placement est définie par la direction et une directive sur les placements, et se veut indiciaire, neutre, et la plus passive que possible. Quatrièmement, ces placements connaissent d'une part un accroissement de la part des actions (figure 13) et d'autre part un déplacement vers des titres plus risqués avec une réduction de la proportion des actifs notés « AAA » (figure 14). Au regard des données du régulateur américain, les GAFAM représentent 15% des placements en actions aux États-Unis (figure 15). Les valeurs technologiques semblent ainsi avoir une place importante dans les placements. Cinquièmement, ce capital fictif est une source de profit considérable (figure 17-18-19). La ventilation des bénéfices de la banque fait ressortir que les bénéfices sont issus en majorité des intérêts et des dividendes perçus pour un total de 97 milliards, suivi des gains de cours des différents instruments pour un total de 78.9 milliards (figure 19).

En outre, à l'interne de la Suisse, on peut noter que le taux d'intérêt négatif est favorable à la soutenabilité du capital fictif étant donné qu'il diminue le coût des dettes publiques ou privées.

Par ailleurs, il serait intéressant d'étudier l'impact des taux négatifs sur la capitalisation boursière, car la baisse des taux d'intérêt réduit les rendements des placements, ce qui a pour conséquence de renforcer l'attrait des placements dans la bourse et l'immobilier.

En résumé, au niveau de la cohérence entre le capital industriel, financier et fictif, la BNS assure les besoins d'une partie du capital industriel par un objectif de changes. Cet objectif est mis en œuvre par une baisse des taux et par l'achat de devises. La baisse des taux impacte le capital financier, mais cette baisse peut être limitée par la politique de placement, c'est-à-dire par l'achat de capital fictif étranger. Enfin, au niveau du capital fictif suisse, la BNS réduit l'utilisation des outils de swap de change et de mise en pension de titre.

## 5. Controverses actuelles

Cette partie vise à étudier les conflits autour de la politique monétaire en s'appuyant la l'approche par les blocs sociaux. Cette théorie du changement institutionnel est tout d'abord présentée et doit permettre de saisir les évolutions possibles de l'institution monétaire. Puis, les sources et la méthodologie sont décrites pour enfin analyser plusieurs controverses actuelles. L'objectif est ainsi de décortiquer les forces à l'œuvre dans les controverses actuelles pour ensuite compléter l'analyse régulationniste du régime monétaire du FS.

### 5.1 Changement institutionnel : approche par blocs sociaux

Les débats sur les causes des changements institutionnels ne sont pas tranchés et plusieurs propositions théoriques se font face(Boyer, 2003a). Pour ce travail, l'analyse suivie est celle par Amable et Palombarini qui s'inspirent du courant néoréaliste et sont influencés par Poulantzas(Amable & Palombarini, 2009). Ces deux économistes considèrent qu'on ne peut pas analyser une institution uniquement d'un point de vue économique, car cela entraîne un déterminisme économique. Le rôle des chercheurs n'est donc pas de mesurer, de valider ou non une institution en fonction de ses résultats macroéconomiques, contrairement à la pratique de beaucoup d'auteurs *mainstream*. Il s'agit alors d'intégrer les dynamiques politiques, sociales et économiques dans l'analyse des institutions et des crises(Amable et al., 2017).

Par rapport à d'autres courants critiques, ils refusent une vision fonctionnaliste des institutions qui seraient capables de simplement assurer une période de stabilités. Le conflit social ne peut être aboli ou éliminé, la structure institutionnelle permet seulement, partiellement et momentanément de neutraliser les contradictions. Ces périodes de stabilités correspondent en fait à l'existence d'un bloc social dominant qui soutient l'institution en place en raison de leurs attentes et intérêts, lesquels sont suffisamment satisfaits. Mais ces blocs sociaux ne sont pas homogènes en raison des différenciations des intérêts socioéconomiques et de l'hétérogénéité des revendications sociales et politiques(Amable et al., 2017).

Le bloc social dominant est une alliance de groupes sociaux partageant un noyau de revendication ou d'intérêt commun. Entre ces groupes, il n'y a pas d'égalité, certains occupent une place centrale et d'autres peuvent se situer en périphérie, c'est-à-dire qu'une partie de leurs demandes ne sont pas prises en compte dans la politique du bloc. Aussi, les intérêts de ces groupes n'ont rien de naturel, mais sont issus d'une construction politique selon des conditions historiques particulières. Ainsi, il existe aussi une lutte à l'interne des blocs entre groupes sociaux pour que leurs revendications fassent partie du courant dominant. Enfin, le bloc social

dominant joue également un rôle idéologique en tentant d'imposer une « vision légitime du monde » (Amable et al., 2017; Bourdieu, 1997).

Une crise peut subvenir quand le bloc social se fragmente et qu'un groupe décide d'en sortir ou en soit exclu, ou quand un bloc alternatif arrive à remplacer le bloc dominant. En conséquence, il est important d'identifier la diversité des positions, des intérêts économiques et des conflits qui en découlent. Il s'agit ainsi de questionner les coalitions politiques, les groupes sociaux qui sous-tendent la politique monétaire, afin d'exposer les conflits existants, car « Interroger une institution, c'est rouvrir ces conflits »(Amable & Palombarini, 2009).

## 5.2 Sources et méthodologie

Pour identifier les controverses, trois champs ont été en particulier analysés : le monde politique, le monde médiatique et le monde des groupes d'intérêts. Pour chacun, un corpus de textes a servi de base d'analyses : cela peut être des articles de journaux, des objets parlementaires, des prises de position, des rapports, des communiqués, etc. L'observation de ces différents domaines doit permettre de saisir les controverses existantes.

Pour le monde politique, les différents objets déposés et débattus dans les chambres fédérales portant sur la BNS depuis 2008 ont été revus à l'aide des archives disponibles en ligne. Il s'agit d'interpellations, de motions, de questions au gouvernement, mais aussi de rapport du Conseil fédéral. Les objets déposés par des parlementaires permet d'identifier l'auteur ou les auteurs et ainsi de relier à certains partis ou groupes politiques, de même les votes du Conseil national sont individualisés et inscrits au procès-verbal, ce qui n'est pas le cas pour le Conseil des États.

Pour le monde médiatique, deux journaux ont été choisis : *Le Temps* pour la Suisse romande et la *Neue Zürcher Zeitung* pour la Suisse allemande. Ils sont tous les deux des quotidiens nationaux de références. Toutefois, les deux s'inscrivent dans un courant libéral. En conséquence, certains articles d'autres journaux et ceux d'organisations politiques ont parfois été pris en compte afin d'ouvrir le champ analysé.

Pour le monde économique, le regard a été focalisé sur les faitières patronales et syndicales avec d'une part les deux faitières patronales Economiesuisse et l'Union suisse des arts et métiers et d'autre part les deux fédérations syndicales, l'Union Syndicale Suisse et Travail Suisse. Leurs prises de position, leurs communiqués de presse et leurs rapports ont servi de base d'analyse. Outre ces organisations, le *think thank* libéral Avenir Suisse a également été pris en compte.

### 5.3 Changements de politiques monétaires, conflits et blocs sociaux

Tout d'abord, les conflits autour de la mise en place d'un taux plancher et de l'abaissement du taux directeur en dessous de zéro. Puis, trois des revendications importantes ont été identifiées et étudiées : les exigences d'indépendance de la BNS par rapport au monde politique ; l'initiative pour augmenter le taux de réserve en or ; et, les demandes pour la création d'un fonds souverain issu des fonds propres de la BNS. Ces trois revendications ont été choisies, car elles rassemblent des blocs sociaux assez larges et différents. De plus, deux autres controverses, mais qui ont suscité moins de débats sont présentées : celles pour une augmentation du montant de bénéfice distribué et les contestations quant à la politique de placement de la BNS. Enfin, l'initiative monnaie pleine n'a pas été détaillée au vu de son échec en votation populaire et de l'absence d'un groupe de soutien dans le parlement, ce qui aurait demandé un autre type d'analyse et de méthodologie<sup>29</sup>.

Chacun de ces conflits est explicité avec les positions de la gauche (PS-VERT-E-S), du centre (PDC-PBD-Vert'libéraux), de la droite (PLR), de la droite nationaliste (UDC-UDF-MCG-Lega), ainsi que celles des organisations patronales (Economiesuisse, USAM) et syndicales (USS, Travail.suisse). Il s'agit notamment d'identifier l'évolution des positions de ces groupes, des coalitions à l'œuvre et des arguments qui sont avancés.

#### L'introduction d'un taux plancher avec l'euro à 1.20 CHF

Face aux renforcements du franc, l'ensemble des forces politiques sont appelées à se positionner au vu de son incidence sur l'économie, et chacune avance ses propositions quant aux politiques à mener. Il n'existe ainsi pas une coalition pour un franc fort et une pour un franc faible, mais plutôt des propositions différentes sur la manière de lutter face à la cherté du franc. La mise en place du taux plancher est intéressante aux vues de l'évolution des différents blocs et des revendications autour du franc fort.

Le bloc de gauche, le PS, les Vert-e-s et les syndicats réclament les premiers, dès 2010, une nouvelle politique monétaire de la BNS pour faire face au franc fort<sup>30</sup>. Ils dénoncent les impacts sur l'emploi et les salaires et le PS en fait un sujet de campagne pour les élections fédérales

---

<sup>29</sup> L'initiative monnaie pleine visait à interdire la création monétaire par les banques privées. Cette proposition radicale nécessiterait une autre approche du pouvoir suisse autour de sa capacité à restreindre toutes les propositions alternatives.

<sup>30</sup> Interpellation du groupe socialiste 10.3898 « Franc fort. Conséquence économique » 01.12.2010 ; Article de la RTS « pas d'urgence à lutter contre le franc fort » 16.01.2011 ; Journal du PS suisse, « pour une action aussi résolue que concertée » de A. Berset, aout 2011 ; Communiqué des Verts « atteindre un objectif de cours contre le franc fort » du 06.09.2010, 28.06.2011 ; article de l'ATS « L'USS demande un taux de change plancher de 1,40 franc pour un euro » du 05.09.2011.

d'octobre 2011<sup>31</sup>. Du côté de la droite et des milieux patronaux, on appelle à une dérèglementation de l'économie et à des baisses d'impositions pour soutenir les entreprises face à la cherté du franc, plutôt qu'à une intervention de la banque centrale<sup>32</sup>. Mais, en août 2011, un mois avant la décision de la BNS - et à deux mois des élections nationales - la fédération patronale Economiesuisse réalise un rapport déterminant qui souligne que le franc fort « constitue une menace existentielle » pour plus de 20% des entreprises exportatrices et représente un grand défi « pour plus de 40% des entreprises focalisées sur le marché intérieur » (Economiesuisse, 2011a). Le 31 août, à la veille de la décision de la BNS de fixer un taux plancher, Economiesuisse écrit dans un communiqué que « L'institution d'émission est invitée à agir avec détermination »<sup>33</sup>. Puis le 6 septembre, elle salue la fixation d'un taux plancher et le président de la fédération patronale déclare que « il est essentiel que les milieux politiques et économiques soutiennent d'une seule voix la Banque Nationale » (Economiesuisse, 2011b). Ce mot d'ordre est suivi par un soutien que l'on retrouve dans les autres organisations politiques et économiques. La position du PLR et de l'UDC suit une trajectoire similaire à celle d'Economiesuisse<sup>34</sup>, d'abord opposée à une intervention de la BNS, ils changent de position en août pour finalement soutenir la mise en place du taux plancher. On observe ainsi que la BNS décide de fixer un taux plancher, peu de temps après la demande des milieux patronaux en faveur d'une intervention plus forte.

Deux mois après la fixation du taux plancher à 1.20 franc pour un euro, la commission de l'économie du Conseil national exprime sa préférence pour un taux de 1.30 franc pour un euro afin de soutenir la conjoncture. Le bloc de gauche de la commission est cependant mis en échec face au bloc de droite dans sa demande de charger le Conseil fédéral de mettre la pression sur la BNS pour atteindre ce taux de change. La droite refuse toute intervention politique directe<sup>35</sup>. Cela dénote encore une fois qu'il n'y a pas de consensus derrière l'affaiblissement du franc entre le bloc de gauche qui réclame une intervention de l'État et la droite qui s'attache à une

---

<sup>31</sup> « Le PS surfe sur la crise du franc fort » Le Temps 09.09.2011 ; « Le franc fort fait chuter les écolos » ATS, La Liberté 14.04.2015

<sup>32</sup> Communiqués du PLR « Le PLR rejette la „Rotgeldstrategie“ du PS » du 20.10.2010 ; « Cure de fitness pour une Suisse compétitive plutôt qu'interventionnisme monétaire » du 28.06.2011 ; « Des mesures réalistes pour le portemonnaie de la classe moyenne » du 03.08.2011 ; Communiqués de l'UDC « Un programme de revitalisation de l'économie suisse pour répondre au franc fort » du 03.08.2011, article de la RTS « Franc fort : l'UDC présente ses solutions » du 23.08.2011 ;

<sup>33</sup> « Franc fort : les mesures ne convainquent qu'en partie » communiqué de presse, economiesuisse 31.08.2011

<sup>34</sup> Article de la RTS « Un euro vaudra désormais au moins 1,20 franc suisse » du 06.09.2011 ; Communiqué du PLR « FDP-Liberale Fraktion bekräftigt Position zum Frankenpaket des Bundesrates » du 02.09.2011

<sup>35</sup> Dépêche ATS « Franc fort : une commission du national renonce à intervenir – appel à la BNS » 07.10.2011

indépendance de la BNS et à une dérèglementation de l'économie plutôt qu'à un soutien aux secteurs touchés.

À la suppression du taux plancher, il y a une certaine stupeur au centre, à droite (UDC et PLR) et dans les milieux patronaux, mais rapidement ils vont exiger une dérèglementation du marché de l'emploi, des baisses d'impositions pour les entreprises, la libéralisation de l'électricité, etc. Ceci, de selon eux, afin de « renforcer les conditions cadres » face à la prise de valeur du FS<sup>36</sup>. À gauche et dans le syndicat, l'abandon du taux plancher est vivement critiqué. Ils demandent que la BNS continue une politique active pour combattre la surévaluation du franc afin de soutenir les emplois dans le secteur de l'exportation<sup>37</sup>. Le PS craint une perte de 30'000 à 40'000 emplois qui serait « la conséquence de l'incompréhensible décision de la BNS qui, sous la pression de l'UDC, a renoncé au taux plancher de 1,20 franc pour un euro, qui a pourtant fait ses preuves » (Parti Socialiste, 2015). L'UDC est pointée du doigt en raison de son initiative pour exiger une forme de retour à l'étalon-or face à la politique de la BNS<sup>38</sup>. À l'abandon du taux plancher, la BNS décide d'abaisser le taux directeur dans le négatif.

En conclusion, la mise en place du taux plancher répond au renforcement du franc issu, entre autres, de flux financier d'investisseurs étrangers. Mais cette nouvelle politique monétaire est aussi le résultat de revendication économique à l'intérieur du pays. Si la gauche appelle depuis longtemps intervention de la BNS face au franc fort, c'est lorsque la droite et surtout les milieux patronaux changent de position et commencent à demander une telle intervention que la BNS décide d'un taux plancher. En particulier quand la faitière Economiesuisse constate que le franc fort touche également une grande partie des entreprises axées sur le marché intérieur et pas uniquement celles dépendantes des exportations. Enfin, la fin du taux est considérée par le PS comme le résultat de pression de la droite nationaliste, mais peu d'éléments permettent

---

<sup>36</sup> Interpellation 15.3018 du groupe du centre « Franc fort. Renforcer l'économie suisse et assurer les emplois » 02.03.2015 ; Communiqué du PLR « suppression du taux plancher avec des risques pour l'économie suisse » du 15.01.2011, « assurer la compétitivité de la Suisse » du 30.01.2011, « Contre le franc fort, une Suisse forte ! » du 20.02.2011, Rapport d'Avenir Suisse « Franc fort et compétitivité », juin 2015 ; Interpellation 15.3817 du groupe de l'union démocratique du centre « Franc fort. Assez de paroles, des actes ! » 09.09.2015 ; Question 15.5247 de G. Parmelin (UDC) « Taxes sur les carburants. Impact probable du franc fort sur les recettes en 2015 » 02.06.2015 ; Article d'Édition spécial de R. Clottu (UDC) « Alléger la réglementation pour sauvegarder l'emploi ! » 19.03.2015 ; « Aufhebung des euro-mindestkurses als chance anpacken » communiqué, Union Suisse des Art et Métier, 15.01.2015

<sup>37</sup> Interpellation 15.4033 du groupe socialiste « Franc fort et économie réelle » ; Question 15.5298 du groupe socialiste « abandon du cours plancher. Instruments contre le franc fort » 09.06.2015 ; motion 15.3180 du groupe des VERT-E-S « Franc fort. Augmentation des crédits de la CTI » 18.03.2015 ; interpellation 15.3480 du groupe des VERT-E-S « Que devient l'industrie en suisse ? » 06.05.2015 ; Rapport de la conférence de presse de l'USS « La Banque nationale doit contrôler le franc en se fixant un objectif de taux de change » 06.02.2015 ; « Des règels pour les marchés financiers plutôt que de vieilles recettes » communiqué les vert-e-s, 20.02.2015.

<sup>38</sup> Voir partie « pour une augmentation des réserves d'or de la BNS » p. 70

d'assurer la validité de cette hypothèse car l'UDC ne formule pas la demande de supprimer le taux plancher.

#### Les taux négatifs

Dès 2011, le PS et les Vert-e-s demandent sans succès l'abaissement au-dessous de zéro, du taux directeur, afin d'affaiblir le franc, ceci contre l'avis de la droite<sup>39</sup>. Ce n'est qu'en décembre 2014 que la BNS abaisse les taux au-dessous de zéro, puis, le 22 janvier 2015, elle l'abaisse une seconde fois, passant de -0.25% à -0.75% suite à l'abandon du taux plancher<sup>40</sup>.

Les raisons avancées par la BNS et reprises par le Conseil fédéral mettent l'accent sur les politiques monétaires au niveau mondial qui obligent la BNS à abaisser son taux. D'une part, les taux d'intérêt se sont rapprochés de zéro dans plusieurs économies développées. Il s'agit alors de rétablir l'écart avec les taux de la zone euro, mais aussi d'anticiper des décisions de la BCE afin d'éviter de renforcer le franc (Blot & Hubert, 2016; BNS, 2014; Conseil fédéral, 2016a). D'autre part, la BNS veut continuer à défendre sa devise et considère que ces taux d'intérêt négatifs complètent la politique d'intervention sur les marchés des changes par des placements en devises étrangères. Ces deux outils sont les « deux piliers » de la politique monétaire de la BNS qui se renforcent mutuellement (Conseil fédéral, 2016a; Maechler, 2015). C'est donc face à l'évolution des régimes monétaires dans les autres pays et zone monétaires que la BNS décide de modifier son taux directeur.

Le taux négatif s'applique aux avoirs en compte de virements détenus auprès de la BNS par des banques et les acteurs des marchés financiers. Une somme est ainsi prélevée sur ces comptes après déduction d'un montant exonéré. Cette exonération est soit calculée selon un multiple des réserves minimales pour les banques, soit définie par la BNS, mais est au minimum de 10 millions. Enfin, les comptes de la Confédération<sup>41</sup> et ceux du fonds de compensation AVS/AI/APG échappent à la règle (Conseil fédéral, 2016a).

L'abandon du taux plancher et la mise en place du taux négatif relancent les débats politiques sur la BNS. Plusieurs postulats et interpellations sont déposés dans les deux chambres et

---

<sup>39</sup> « Bonne décision de la BNS concernant le taux directeur », communiqué des vert.e.s 16.06.2011 ; « Le PLR salue les interventions de la BNS » communiqué du PLR du 10.08.2011 ; « Les partis haussent le ton contre « l'apathie » du Conseil fédéral », Le Temps, 03.08.2011.

<sup>40</sup> « La Banque nationale introduit un taux d'intérêt négatif » communiqué de presse, Banque nationale suisse, 18.12.2014 ; « La Banque nationale abolit le cours plancher et abaisse le taux d'intérêts à -0.75% » communiqué de presse, Banque nationale suisse, 15.01.2015

<sup>41</sup> La BNS a le mandat de banque pour les opérations du gouvernement fédérale (LBN).

débouchent sur un rapport général du Conseil fédéral sur la politique monétaire<sup>42</sup>. Si certains objets passent les votes dans les chambres, ce n'est pas tant pour influencer la politique monétaire, mais plutôt pour obtenir une analyse du gouvernement sur la situation et sur les marges de manœuvre de la BNS<sup>43</sup>. Avant de présenter les conflits qu'il y a eu autour de cet abaissement du taux directeur, le rapport du Conseil fédéral mérite d'être présenté, car il traite du conflit entre débiteurs et crédateurs.

Tout d'abord, ce rapport présente le mandat, le cadre légal et les fondements de la politique monétaire suisse, puis aborde les conséquences des taux négatifs. Il précise que « l'application du taux négatif en Suisse ne vise pas en premier lieu à améliorer les conditions de financement des entreprises ou des emprunteurs hypothécaires, mais à affaiblir le franc. » (Conseil fédéral, 2016a, p. 66). Puis il analyse les impacts pour un ensemble d'acteurs : les institutions sociales et de prévoyances, les banques, les assurances, les petits épargnants, les propriétaires de logements et les cantons.

Les institutions sociales et de prévoyances sont doublement touchées, d'une part, une partie de leur avoir placé dans les banques est directement concernée par les intérêts négatifs, d'autre part, leurs placements voient leurs rendements diminuer. Une grande partie de leur fortune est placée dans des obligations et des valeurs fixes, or, le taux directeur influence les rendements de ces placements. En conséquence, les intérêts négatifs baissent les rendements de ces institutions et « les intérêts négatifs constituent (...) une charge supplémentaire pour les institutions de prévoyance » (Conseil fédéral, 2016b, p. 71).

Pour les banques le rapport souligne les coûts directs (la ponction sur leur avoir en compte de virement auprès de la BNS) et indirects (des rendements moindres) des intérêts négatifs, mais il considère que ces impacts doivent être assumés par les institutions bancaires : « Les taux bas et le caractère déflationniste du contexte économique constituent une réalité que même les banques doivent assumer » (Conseil fédéral, 2016b, p. 74). Le propos est similaire concernant les assurances, pour qui le Conseil fédéral écrit « les taux bas affectent lourdement le bilan des

---

<sup>42</sup> Postulat 15.3091 de P. Bischof(PDC) « Taux d'intérêt négatifs. Conséquences pour les caisses de pension » du 11.03.2015 ; postulat 15.3160 de A. Kuprecht(UDC) « Eviter l'application de taux d'intérêts négatifs aux assurances sociales et éliminer l'inégalité de traitement entre les cantons » du 18.03.2015 ; Interpellation 15.3108 de J. Claude (PS) « Politique de la Banque nationale suisse consistant à prélever des intérêts négatifs. Conséquences pour les propriétaires de logements » du 12.03.2015 ; Interpellation de D. Berberat (PS) « Taux d'intérêt négatifs et institutions de prévoyance professionnelle » du 17.03.2015 ; Postulat 15.3367 de P. Reichsteiner (PS) « Rapport sur le franc suisse » du 20.03.2015 ; Postulat de P. Bischof (PDC) « Banque nationale suisse. Revoir la gouvernance » du 25.09.2015 ; Postulat R. Cramer (VERT-E-S) « Franc fort et tourisme d'achat » du 19.03.2015

<sup>43</sup> Débat objet 15.3160 Conseil des États 18.06.2015

assureurs-vie », mais cela « fait partie des risques inhérents à l'activité des assureurs-vie » (Conseil fédéral, 2016b, p. 76).

Pour les petits épargnants, le Conseil fédéral considère que les taux négatifs ne devraient pas constituer un problème, car, d'une part, les intérêts sont très faibles pour la plupart des comptes bancaires et ne devraient pas baisser, et, d'autre part, « ce sont les gros clients et les emprunteurs qui supportent les conséquences des taux négatifs » (Conseil fédéral, 2016b, p. 77). Pour le propriétaire de logement, la baisse des taux d'intérêt induit une baisse des taux hypothécaires. De même, les taux bas renforcent l'attrait pour les investisseurs dans la pierre par la diminution des possibilités de placement à rendements intéressants. Ces deux éléments entraînent une hausse de la demande pour l'immobilier avec un risque de surchauffe de ce marché. Cependant, le gouvernement considère que des mesures ont été prises pour éviter une bulle immobilière, notamment en augmentant le taux de fonds propres que les banques doivent fournir pour les crédits hypothécaires. En conséquence, « si les propriétaires sont avantagés par la baisse des taux hypothécaires, les propriétaires en devenir voient l'accès à un crédit hypothécaire rendu plus difficile en raison des différentes mesures visant à éviter une surchauffe » (Conseil fédéral, 2016b, p. 78).

Pour les cantons, la situation est ambivalente : d'un côté, certaines banques appliquent des taux négatifs sur les avoirs des pouvoirs publics cantonaux ; d'un autre côté, les taux négatifs réduisent les charges des intérêts pour les dettes, offrant ainsi de nouvelles marges de manœuvre financières. Quant à la possibilité pour les cantons d'emprunter afin d'augmenter leur investissement, il est rappelé que ces investissements « sont moins influencés par des taux bas que par des besoins et des processus politiques » et que « la plupart d'entre eux sont soumis à des règles budgétaires strictes (équilibre du compte de fonctionnement, frein aux dépenses ou à l'endettement) » (Conseil fédéral, 2016b, p. 79).

Au final, ce rapport est intéressant, car il montre de quelle manière le gouvernement considère le conflit débiteur/créditeur, avec une analyse des différentes catégories de débiteurs et de créiteurs. Le Conseil fédéral souligne surtout les enjeux pour les retraites : « les taux bas posent avant tout problème aux investisseurs qui sont tenus de respecter des obligations de rendements nominales, comme les institutions de prévoyances » (Conseil fédéral, 2016b, p. 79). Pour les banques et les assurances, les taux négatifs sont une réalité qu'elles doivent assumer. Concernant le risque de bulle immobilière, l'État, en discussion avec la BNS, a pris des mesures qui doivent le mitiger.

À l'introduction des taux négatifs, les milieux bancaires privés dénoncent les inégalités de traitements entre les grandes banques et les autres, car les premières ont une obligation de réserves plus élevées et donc un montant exonéré plus grand. Ainsi, les banques ne sont pas égales devant les taux négatifs, car les plus grandes sont moins impactées. De plus, les banques privées craignent un renforcement de la concurrence entre banques avec une perte de profit en raison des taux d'intérêt<sup>44</sup>. Par la suite, plusieurs institutions bancaires vont reporter les taux négatifs sur les avoirs de leurs clients pour maintenir leur profit, à l'exemple de la banque cantonale de Lucerne qui s'est illustrée en 2016 en ponctionnant pour 22 millions ses clients alors que la BNS lui ponctionnait, sur la même période, un total de 1 million francs<sup>45</sup>.

La BNS décide le 19 septembre 2019 d'augmenter le montant exonéré des taux négatifs, au grand dam des syndicats qui considèrent que la BNS « est prête à dévier de son cap en matière de politique monétaire lorsque la pression de la place financière se fait plus forte »<sup>46</sup>. Pourtant, cet affaiblissement de la politique des taux négatifs ne suffit pas à l'Association Suisse des Banques. La fédération des milieux bancaires publie en octobre 2019 un rapport sur les taux négatifs qui conclut sur la nécessité d'une sortie des taux négatifs<sup>47</sup>. Du côté des fédérations des organismes de prévoyance - qui représentent les deux tiers des assurés et plus de 700 milliards de patrimoines - elles critiquent fortement le maintien des taux négatifs et demandent « d'examiner d'urgence la charge que les taux d'intérêt négatifs (...) font peser sur le système des retraites »<sup>48</sup>.

Pour soutenir les caisses de pension, les syndicats et la gauche (PS-Verts) proposent que la BNS verse les revenus des taux négatifs aux caisses<sup>49</sup>. Ils sont rejoints par l'UDC qui considère que les montants prélevés par la BNS sont des gains réalisés sur le dos des épargnants suisses<sup>50</sup>. Si des propositions sont déposées en 2018 et 2019 au parlement, elles n'ont pas fini d'être débattues en 2019, soit à la fin de la période étudiée pour ce travail. Pour la droite (PLR) il faut soutenir les caisses de pensions en modifiant les conditions-cadres, c'est-à-dire principalement

---

<sup>44</sup> « Privatenbanken und vermögensverwalter lauten alarmlocke – kritik an negativzins » NZZ 20.01.2015

<sup>45</sup> « Banken ueben sich in schadensbegrenzung » D. Imwinkelried, NZZ 13.09.2017,

<sup>46</sup> « La BNS doit se montrer plus ferme contre la cherté du franc suisse » communiqué de presse, D. Lampart, Union Syndicale Suisse ; « Examen du 19 septembre 2019 de la situation économique et monétaire » communiqué de presse, B

<sup>47</sup> « Taux d'intérêt négatifs : de la mesure d'urgence à la « nouvelle normalité »- et retour ? » Association Suisse des Banquiers, octobre 2019

<sup>48</sup> « Communiqué de presse commun de l'ASIP, la CAFV, la VVS : les taux d'intérêt négatifs nuisent au système de retraite » communiqué du 19.09.2019.

<sup>49</sup> « Ertrag aus negativzinsen soll der zweiten saeule zugefuehrt werden » M. Gyr NZZ, 03.02.2019; « Affecter le produit des intérêts négatifs de la Banque nationale suisse à la prévoyance vieillesse » Initiative parlementaire 19.481 de R. Maximilian (UDC) 19.09.2019

<sup>50</sup> « Les milliards perçus par la BNS à titre d'intérêts négatifs constituent un trésor public » interpellation 18.3124, K. Peter (UDC), 08.03.2018

en augmentant l'âge de la retraite et en réduisant certains impôts qui touchent particulièrement les milieux financiers notamment le droit de timbre<sup>51</sup>. Enfin, le PDC, membre du groupe du Centre, propose d'exonérer les avoirs des caisses de prévoyance afin de ne pas les pénaliser<sup>52</sup>. Cependant, une majorité du Conseil national (PLR – Vert'libéraux – PBD – UDC) enterre les propositions de la gauche (PS-Vert-e-s) et du PDC<sup>53</sup>.

En résumé, premièrement, l'abaissement du taux directeur suit les politiques monétaires d'autres banques centrales comme le soulignent la BNS et le Conseil fédéral. Autrement dit, les régimes monétaires d'autres pays ont modifié celui de la Suisse. Cela contraste avec la mise en place du taux plancher qui répondait, en partie, à des demandes à l'intérieur du pays. Deuxièmement, l'annonce des taux négatifs entraîne des discussions sur la politique monétaire avec l'émergence de diverses propositions. Dans ces débats une coalition dominante se construit, particulièrement suite au rapport du Conseil fédéral sur la politique monétaire. Troisièmement, cette position dominante est de ne pas intervenir dans la politique monétaire ni de profiter des taux bas pour financer des politiques publiques. Cette position est supportée par une coalition politique qui réunit la droite nationaliste (UDC, MCG, UDF), la droite (PLR) et une majorité du centre (Vert'Libéraux, PBD). Quatrièmement, il y a une possibilité d'un changement avec la demande d'utiliser les bénéfices de la BNS issus des prélèvements des taux négatifs pour financer les retraites. Cette demande pourrait gagner une majorité, car elle peut réunir la gauche et la droite nationaliste<sup>54</sup>. Mais se limite à l'utilisation des bénéfices et ne vise pas à modifier directement la politique monétaire.

Maintenant que les controverses autour de la mise en place du taux plancher et des taux d'intérêt négatifs ont été étudiées, trois positions envers la BNS sont analysées : la position de non-intervention du monde politique envers la BNS, la proposition de créer un fonds souverain et enfin, celle pour augmenter les réserves en or.

#### La non-intervention du monde politique envers la BNS

La droite, la droite nationaliste, le centre et les milieux patronaux tiennent un discours sur l'indépendance de la BNS. Il s'agit avant tout d'une indépendance vis-à-vis des pouvoirs

---

<sup>51</sup> « Forderung nach SNB-Geldern für Pensionskassen sorgt für Wirbel » M. Farber, NZZ 05.02.2019 ; « Intérêts négatifs, différends commerciaux, récessions, etc. - Le moment est venu de mettre en place une stratégie d'avenir pour la Suisse. » communiqué PLR 19.09.2019

<sup>52</sup> « Pas d'intérêts négatifs sur les avoirs du peuple » motion 15.3103, G. Pfister Le groupe du Centre. 11.03.2015.

<sup>53</sup> Conseil national, Procès-verbal de vote, 14597, motion 15.3103, 27.02.2017

<sup>54</sup> Postulat 19.3163 « BNS. Revoir la répartition des bénéfices selon la réalité des chiffres » J-L Addor (UDC) 20.03.2019 ; Initiative parlementaire 19.481 « Affecter le produit des intérêts négatifs de la Banque nationale suisse à la prévoyance vieillesse » M. Reimann (UDC) 19.09.2019.

politiques, c'est-à-dire que la BNS et ses membres ne doivent recevoir d'instruction ni du Conseil fédéral ni de l'assemblée fédérale. L'importance de l'indépendance de la banque centrale est systématiquement utilisée dans les débats et rappelée dans les communiqués de ces partis. En réclamant cette indépendance, ces partis se limitent dans leurs propositions et dans leurs discours étant donné que ce n'est pas à eux d'intervenir dans la politique monétaire. Un journaliste de la NZZ résume bien les débats au parlement par « nous n'avons rien à dire, mais nous voulons quand même que ce soit dit. »<sup>55</sup>. Quand des revendications sont émises, les partis doivent se positionner par rapport à cette indépendance. À l'image de l'UDC qui durant sa campagne pour l'initiative « sauvez l'or de la Suisse »<sup>56</sup>, a besoin de préciser que son initiative ne vise pas à réduire l'indépendance de la BNS en déclarant « Nous sommes les premiers à dire qu'elle doit rester indépendante »<sup>57</sup>. En outre, une nuance peut être vue chez les Vert'libéraux qui considèrent que cette indépendance de la BNS est vis-à-vis de la politique, mais aussi du monde économique, quand ils déclarent que « la situation économique actuelle ne permet pas, que ce soit à un parti ou aux milieux économiques, d'imposer un programme ou de faire valoir des intérêts sectoriels »<sup>58</sup>.

L'indépendance de la BNS est soutenue en dehors du parlement par la faitière des milieux patronaux. Selon elle, la politique monétaire est « l'affaire exclusive de la Banque nationale suisse »<sup>59</sup> et il existe un danger que la BNS cède aux demandes du monde politique, ce qui fissurerait la confiance en la monnaie et amènerait à l'écroulement du franc<sup>60</sup>. De même, le *think tank* libéral Avenir Suisse déclare que « l'indépendance de la Banque centrale est le meilleur garant de relations monétaires stables à long terme, et l'un des principaux attraits de la place économique suisse »<sup>61</sup>.

Cependant, comme présentés dans la partie sur le taux plancher, lors du mois d'août 2011, les milieux patronaux demandent une intervention de la BNS face au franc fort. En dehors de cet épisode, ces milieux, ainsi que la droite et la droite nationaliste, proposent d'autres solutions pour faire face au franc fort. Ces organisations exigent des dérèglementations afin de soutenir la compétitivité des entreprises en Suisse face à la cherté du franc. Plutôt qu'une intervention

---

<sup>55</sup> Citation en allemand « Wir haben zwar nichts zu sagen, aber wir wollen es dennoch gesagt haben. » Rhetorische hoechenfluegen zum franken H. Schochli, NZZ, 16.09.2015

<sup>56</sup> Voir partie sur l'initiative de l'UDC.

<sup>57</sup> 13.093 « Wir sind die Ersten, die sagen, sie müsse unabhängig bleiben; das sagten wir immer. » «

<sup>58</sup> Interpellation 15.3033 K. Bertschy, Groupe Vert'libéral, 04.03.2015

<sup>59</sup> « Les mesures contre le franc fort au banc d'essai » dossier politique, Economiesuisse numéro 16, 31 octobre 2011

<sup>60</sup> « Les bénéfices de la Banque national : un doux poison » R. Minsch, economiesuisse 15.01.2018

<sup>61</sup> « Franc fort et compétitivité » avenir spécial, rapport d'Avenir Suisse, juin 2015 ;

plus conséquente de la BNS, c'est une forme de dévaluation interne qui est demandée : des réformes fiscales pour les entreprises, une réduction des coûts administratifs, une réduction de la taille de l'État, une flexibilisation du droit du travail<sup>62</sup>. L'UDC parle ainsi de « dérèglementation cohérente »<sup>63</sup>.

À l'opposé se trouvent la gauche et les syndicats. Un conseiller national socialiste déclare que « la politique monétaire est en effet beaucoup trop importante pour être de droit et de fait soustraite au contrôle démocratique »<sup>64</sup>. La gauche revendique une plus forte intervention de la BNS dans le but de préserver les emplois et propose de soutenir les secteurs utiles à la transition écologique qui sont concernés par le franc fort<sup>65</sup>.

Dans les milieux syndicaux, l'USS propose début 2011 que la BNS formule un nouveau gentlemen's agreement qui limiterait la spéculation sur le franc, à l'image de ce qui s'était pratiqué dans les années 70 quand le franc s'était renforcé<sup>66</sup>. Cette idée est rejetée par la faitière patronale Economiesuisse qui considère qu'un tel accord concerne avant tout deux grandes banques (UBS et Crédit Suisse) et n'aurait qu'un impact limité, car seul un quart des transactions réalisées quotidiennement en franc le sont en Suisse. Un tel accord porterait, selon la faitière, un coup à la réputation de la place financière suisse<sup>67</sup>. Le Conseil fédéral rejoint cette analyse et affirme qu'un tel accord aurait une efficacité limitée en raison de l'internationalisation des places financières.<sup>68</sup>

#### Pour une augmentation des réserves en or

La droite nationaliste lance l'initiative « Sauvez l'or de la Suisse » en septembre 2011 et réussit à déposer les paraphes nécessaires en 2013<sup>69</sup>. Le texte veut interdire à la BNS de vendre de l'or

---

<sup>62</sup> « Paquet de mesures pour le renforcement de la place économique suisse », prises de positions communes de UDC, PLR, PDC. 27.03.2015 ; « UDC, PLR et PDC proposent 13 mesures pour renforcer l'économie » RTS info, 27.03.2015.

<sup>63</sup> « Toni Brunner auf SNB entscheid mit deregulierung reagierun, NZZ, 24.01.2015

<sup>64</sup> Objet 13.093 Conseil national, intervention J-C Schwaab (PS) 05.05.2014

<sup>65</sup> « Solutions des verts pour sortir de la crise du franc fort et des ressources » résolution de l'Assemblée des Déléguées des verts du 22.08.2015 ; Résolution sur le franc fort au Congrès du PS Suisse du 14.02.2015.

<sup>66</sup> « L'USS et la rencontre au sommet sur le franc, Analyser, puis agir rapidement et pas seulement palabrer ! » Communiqué de l'Union Syndicale Suisse du 14.01.2011, Article du Temps « Suisse 100'000 emplois menacés par le franc fort », 06.01.2011

<sup>67</sup> « Les mesures contre le franc fort au banc d'essai », Rapport d'Economiesuisse, dossier politique N16, 31.10.2011.

<sup>68</sup> Avis du Conseil fédéral du 23.11.2011 sur l'interpellation 11.4005 du 30.09.2011.

<sup>69</sup> « L'UDC lance sa campagne pour sauver l'or de la Suisse » ATS, Le Temps, 23.10.2014 ; « SVP lanciert neue goldinitiative » ATS, NZZ, 21.09.2011 ; Message du Conseil fédéral FF 2013 8365

et l'obliger à détenir 20% de réserves en or entièrement entreposées en suisse<sup>70</sup>. Il est finalement balayé par le peuple en novembre 2014<sup>71</sup>.

Déjà à la fin des années 90, l'UDC avait lancé une initiative pour limiter la vente de l'or de la BNS (Swissinfo, 2004). Cette droite nationaliste considère l'or de la BNS comme une forme de trésor national. Ainsi, un conseiller national MCG qui siège dans le groupe UDC, déclare durant les débats au Conseil national : « La réserve d'or fait partie du patrimoine collectif du peuple Suisse »<sup>72</sup>. Selon ce groupe, c'est l'or qui a rendu le franc stable, sûr et indépendant<sup>73</sup>. Cette indépendance serait mise en danger face aux politiques monétaires des pays développés. Un conseiller national UDC dénonce ainsi « La Banque Nationale danse au rythme des États-Unis et de la BCE »<sup>74</sup>. La politique de rachat de dette publique par la BCE est particulièrement critiquée et considérée comme dangereuse<sup>75</sup>. « Un crash bancaire hante l'Europe » écrit ainsi un autre conseiller national UDC<sup>76</sup>. La crainte d'un conflit ou d'un effondrement sont des arguments avancés pour demander un rapatriement de l'or et une augmentation du taux de couverture, car l'or serait utile en cas de reconstruction<sup>77</sup>. Le but de l'initiative est également d'éviter que la BNS puisse activer trop facilement la planche à billets<sup>78</sup>.

Pour le PLR, cette initiative fait fausse route, car « L'or n'a aujourd'hui plus aucune importance – ou très peu- en matière de politique monétaire »<sup>79</sup>. De plus, les rendements de l'or sont insuffisants, mais ceux des actifs sont importants pour la viabilité de la BNS<sup>80</sup>. De plus, elle entrerait en contradiction avec l'objectif de la BNS de la stabilité des prix si la banque ne peut plus jouer sur ses réserves pour influencer le cours de la monnaie étant donné le taux minimum d'or et l'interdiction de sa vente<sup>81</sup>. Le centre (PBD, PDC) et les verts libéraux rejoignent ces

---

<sup>70</sup> Message du Conseil fédéral FF 2013 8365

<sup>71</sup> Conseil fédéral, résultats des votations du 30.11.2014, <https://www.bk.admin.ch/ch/f/pore/va/20141130/index.html>

<sup>72</sup> Objet 13.093, Conseil national, intervention R. Golay (MCG) 05.05.2014

<sup>73</sup> Objet 13.093 Conseil national, intervention L. Reimann (UDC) 05.05.2014

<sup>74</sup> Citation complète en allemand «Ohne die Nationalbank in irgendeiner Form zu kritisieren und ohne die Integrität ihrer Führungsspitze infrage stellen zu wollen, ist es ganz offensichtlich, dass die Nationalbank nach dem Takt tanzt, den die USA und die Europäische Zentralbank vorgebend » intervention de L. Stamm (UDC) « 13.093, Berne le 05.05.2014,

<sup>75</sup>Objet 13.093 Conseil national, intervention H. Fehr (UDC) 05.05.2014

<sup>76</sup> « Sauvez l'or de la Suisse » Y. Nidegger, Groupement Suiss des Conseils en Gestion Indépendants

<sup>77</sup>Objet 13.093 Conseil national, intervention L. Reimann (UDC) 05.05.2014 ; interpellation 12.3200 « économie réelle et économie fictive » L. Reimann (UDC) 15.03.2012.

<sup>78</sup> 13.093 cahier de délibération page VI. services du parlement, Berne, 30.11.2014

<sup>79</sup>Objet 13.093, Conseil national, intervention J-R. Germanier (PLR) 05.05.2014

<sup>80</sup>Objet 13.093, Conseil national, intervention D. de Buman (PLR), 05.05.2014

<sup>81</sup>Objet 13.093 Conseil national, intervention J-R. Germanier (PLR) 05.05.2014

remarques et craignent également que cette initiative compromette la confiance dans la monnaie<sup>82</sup>.

La gauche dénonce la « relation fétiche avec le métal jaune » de la part de la droite nationaliste<sup>83</sup>. L'initiative empêcherait la BNS de mener une lutte contre le franc fort en la forçant à acheter de l'or. Ainsi, le taux de couverture de 20% en or serait incompatible avec le taux plancher et irait donc contre les intérêts des travailleurs du secteur de l'exportation<sup>84</sup>. Dans la gauche radicale (SolidaritéS), Sébastien Guex soutient que l'objectif de la droite nationaliste est aussi de réduire les bénéfices de la BNS pour limiter, voir supprimer, le versement à la Confédération et aux cantons, « Le but final étant, par cette politique des caisses vides, de démanteler l'État social » (Guex, 2014).

Enfin, du côté des partenaires sociaux, la faitière de l'économie s'oppose à cette initiative, car elle interdit la vente de l'or, ce qui limiterait les marges de manœuvre de la BNS. Elle craint également une perte d'indépendance de la BNS<sup>85</sup>. Les syndicats s'opposent également à ce projet, car ils considèrent que la BNS a besoin de capacité d'action pour lutter contre la valorisation du franc.

Au final, le parlement rejette largement l'initiative et seule une moitié du groupe UDC tente de soutenir le projet<sup>86</sup>. Lors de la campagne de votation, l'UDC est divisée. La section du canton de Zurich s'y oppose largement tandis que la section valaisanne la soutient. Les instances nationales finissent par s'opposer, considérant notamment que la parité-or n'existe plus et que l'augmentation du bilan de la BNS remet en question la pertinence de l'initiative. Si la BNS doit maintenir la stabilité des prix, il faut lui laisser son indépendance<sup>87</sup>. Ainsi, le bloc social de départ de la proposition se fracture et l'initiative est refusée à plus de 72%<sup>88</sup>.

Toutefois, si la proposition est un échec, elle met une pression sur la BNS qui jusque-là refusait de déclarer les pays dans lesquelles son or se trouvait. Il en ressort que 70% de l'or se trouve

---

<sup>82</sup> Objet 13.093, intervention Conseil National R. Fischer (GL) 05.05.2014 ; intervention H. Hassler Conseil national (BD) 05.05.2014.

<sup>83</sup> Objet 13.093, Conseil national, intervention U. Leuenberger (VERT-E-S) 05.05.2014

<sup>84</sup> « Sauvez l'or de la Suisse (Initiative sur l'or). Initiative populaire » speech 13.093, J-A. Maire (PS) 05.05.2014

<sup>85</sup> « Tout ce qui brille n'est pas or » communiqué economiesuisse 04.04.2014 ; Pas de « chaînes en or » pour notre Banque nationale » Dossier politique, numéro 5, economiesuisse 29.08.2014

<sup>86</sup> 13.093 Cahier de délibération, procès-verbal des votes. Services du parlement, Berne, 30.11.2014

<sup>87</sup> « Une décision difficile » C. Mörgele, communiqué de presse, 10.11.2014

<sup>88</sup> Conseil fédéral, résultats des votations du 30.11.2014, <https://www.bk.admin.ch/ch/f/pore/va/20141130/index.html>

en suisse, 20% en au Royaume-Uni et 10% au Canada<sup>89</sup>. De plus, selon le PS, c'est en raison de cette pression que la BNS a finalement abandonné le taux plancher.<sup>90</sup>

Pour un fonds souverain avec les fonds de la BNS

Un autre débat occupe la scène politique suite à l'abandon du taux plancher et à la baisse des taux d'intérêt, c'est la proposition de la création d'un fonds souverain issu de la BNS. Si dans un premier temps, des personnalités du centre et de droite soutiennent cette proposition<sup>91</sup>, dans un second temps, la gauche se trouve en minorité pour défendre ce principe.

En effet, un premier postulat déposé par le Groupe du Centre passe la rampe au Conseil des États et demande au Conseil fédéral d'étudier la mise en place d'un fonds souverain, mais aussi d'exploiter les taux d'intérêt négatifs pour financer gratuitement la dette et pour investir dans les transports, la formation et des baisses d'impôts<sup>92</sup>. Le Conseil fédéral publie en décembre 2016 un rapport sur les possibilités offertes par le franc fort et les taux d'intérêt bas. Il analyse les différentes possibilités de création d'un tel fonds ainsi que les opportunités qu'offrent les taux d'intérêt bas au travers des différentes politiques d'investissements et de l'aubaine d'un refinancement de la dette de la Confédération. Le rapport rejette toutes ces propositions et appuie l'importance de l'indépendance de la BNS, car «la remise en question de l'indépendance de la BNS nuirait à l'excellente réputation dont jouit le franc suisse» (Conseil fédéral, 2016a)<sup>93</sup>.

D'autres postulats pour la création d'un fonds souverain sont débattus au Conseil national puis refusés par une majorité issue de la droite (PLR), de l'UDC et d'une partie du centre (PDC). En 2016, une autre partie du centre (PBD-Vert'libéraux) soutient ces demandes, mais change de position en 2018, c'est notamment le cas des Vert'libéraux qui finissent par s'opposer à la constitution d'un fonds souverain<sup>94</sup>. Pour le Conseil des États, des restrictions d'accès au procès-verbal des votes empêchent une analyse des différents soutiens<sup>95</sup>. Bien que le bloc de gauche, Socialistes et Vert-e-s continue à demander la création d'un fonds souverain, il ne constitue pas un bloc majoritaire à lui seul et se trouve minorisé<sup>96</sup>.

---

<sup>89</sup> « Initiative sur l'or – Questions et réponses » Communiqué BNS, 07.10.2014.

<sup>90</sup> Voir la partie sur le taux plancher, p 61.

<sup>91</sup> « BNS : il est encore temps d'ouvrir le débat sur un fonds souverain » Le Temps, 06.02.2015 ; « Vincenz fordert wiederbelebung der Idee eines Staatsfonds » M. Rasch, NZZ, 29.06.2015

<sup>92</sup> Postulat 15.3017 de G. Konrad du Groupe du Centre « Perspectives d'avenir de la Suisse », 02.03.2015

<sup>93</sup> « SNB Weckt begehlichkeiten » T. Fuster, NZZ, 12.06.2017

<sup>94</sup> Procès-verbe de vote du Conseil national du 08.03.2016 sur le postulat 15.3581, ref 13069 ; Procès-verbal de vote du Conseil national du 06.03.2018 du postulat 17.3614, ref 16617.

<sup>95</sup> Voir règlement du Conseil des États, art. 44a, al 7 du 07.11.2014.

<sup>96</sup> Interpellation 17.3840 « Pour une juste utilisation des réserves superfétatoires de la BNS » C. Sommaruga (PS) 28.09.2017

En dehors du parlement, les syndicats se focalisent sur des revendications autour d'investissements possibles pour l'État, grâce aux taux d'intérêt négatifs et pour un financement des retraites par les bénéfices des placements de la BNS. Les milieux patronaux craignent qu'un fonds souverain amène à une politisation de la BNS et une perte d'indépendance de celle-ci. Aussi, ils considèrent qu'un tel fonds ne reposerait pas sur de la « valeur réelle », mais sur de l'argent issu de la planche à billets<sup>97</sup>. Le *think tank* libéral Avenir Suisse mène également une campagne au travers d'articles et de conférences contre les projets de fonds souverain, car ils pourraient mener à des « querelles politiques et des rivalités revendicatrices permanentes » sur la politique monétaire<sup>98</sup>.

Enfin, des études d'économistes ont porté sur la création d'un fonds souverain. On peut noter Senner et Sornette qui proposent de « miner du franc » afin de constituer le fonds souverain. C'est-à-dire qu'ils font une analogie entre le franc et des matières premières. La Suisse disposerait donc du franc comme matière première qu'elle pourrait librement utiliser ou "miner". Cette matière serait issue de la bonne performance économique et politique du pays, mais aussi, et surtout, de la confiance internationale dans la monnaie. En conséquence, selon ces économistes, ce bien collectif doit être mis dans un fonds souverain pour bénéficier à tous les habitants, car chacun participe, par son travail, à la force du franc. Aussi, il est avancé que ce fonds pourrait aussi être constitué à partir d'actions qui seraient vendues et qui permettraient ainsi à des investisseurs d'effectuer des placements sûrs à l'étranger, notamment par des caisses de pensions, ce qui réduirait la surévaluation du FS (Senner & Sornette, 2017, 2021; Sornette, 2015).

À l'opposé, d'autres économistes critiquent la perte d'indépendance de la BNS avec une politisation de la politique monétaire, mais aussi la réduction de la marge de manœuvre de la BNS. Si une partie des avoirs de la BNS partent dans un fonds indépendant, alors la celle-ci ne pourrait pas utiliser ces avoirs pour sa politique monétaire, ce qui l'entraverait dans ses objectifs et mettrait en danger sa crédibilité. De plus, la structure légale et constitutionnelle ne permet pas la création d'un tel fonds (Baltensperger & Richli, 2021). Il est également souligné qu'un tel fonds serait dépendant de la bonne réussite des cours boursiers et des cours de change de l'étranger, ainsi que des taux d'intérêt des obligations d'États étrangers (Ramsden et al., 2021).

---

<sup>97</sup> « Pas touche à un fonds souverain » rapport d'Economiesuisse 20.07.2020 ; « Ein Staatsfond schafft vor allem eins : Probleme » R. Minsch, NZZ, 27.08.2012 ;

<sup>98</sup> « Cinq arguments en défaveur des fonds souverains », R. Walser, Avenir Suisse, 29.06.2016 ; « Faut-il créer un fonds souverain suisse ? » Carrefour des idées, débat du 08.12.2016 ; « L'État n'est pas meilleur investisseur » J. Schaad et D. Kalt, Avenir Suisse, 07.09.2017 ; « La BNS est déjà un fonds souverain » Carrefour des idées, conférence débat du 19.10.2016 ;

Finalement, les plus critiques envers l'État considèrent que le privé serait le plus compétent pour investir et, donc, la puissance publique ne devrait pas gérer un tel fonds. Ils résument ainsi « les fonds souverains sont finalement basés sur une philosophie d'économie planifiée » (Brunetti, 2015).

#### Pour une redistribution des bénéfices de la BNS

En parallèle au débat sur la constitution d'un fonds souverain, la gauche demande d'augmenter la part des bénéfices redistribués aux cantons et à la Confédération. Ainsi, les Vert-e-s se questionnent « Pourquoi la Confédération (et les cantons) se contentent-ils d'une petite part du bénéfice tiré de la création de monnaie ? »<sup>99</sup> quant au PS, il déclare que « Ces bénéfices peuvent servir à renflouer les caisses, à réduire les impôts ou à financer d'autres investissements nécessaires ou souhaitables »<sup>100</sup>. Ils sont rejoints par une partie de l'UDC qui « s'étonne quand même du montant extrêmement faible de la redistribution. »<sup>101</sup>. du fait de l'augmentation des fonds propres de la BNS depuis 2015 (voir figure 17). Pour le PLR, si les bénéfices versés par la BNS augmentent, ils doivent être ensuite utilisés au remboursement de la dette<sup>102</sup>. Cependant, ce n'est pas le parlement qui définit le montant de la redistribution des bénéfices de la BNS. Ce dernier dépend d'une convention entre le département des finances de la Confédération et la BNS.

De 2002 à 2011, le montant redistribué est de 2500 millions par années<sup>103</sup>. Puis en 2011, une nouvelle convention est adoptée, mais fait débat, car elle réduit le montant que les cantons peuvent espérer jusqu'en 2015 en raison de la réserve pour distribution future qui affiche un solde négatif fin 2010<sup>104</sup>. Une minorité de cantons tente de s'y opposer en vain et déplore des pertes de revenus<sup>105</sup>. Pour la période 2016-2020, une nouvelle convention est signée et offre la possibilité de passer d'un à deux milliards le montant redistribué si la réserve pour distribution

---

<sup>99</sup> Interpellation 12.3306 « création de monnaie en suisse ». G. Müller (VERT-E-S) 16.03.2012.

<sup>100</sup> Postulat 15.2183 « Bénéfices de la Banque nationale suisse. Utilisation et répercussions » P. Hadorn (PS) 18.03.2015 ; Question 16.1066 « Monnaie pleine et bénéfices de la Banque nationale suisse » J. Badran (PS) 29.09.2016

<sup>101</sup> Interpellation 18.3339 « Bénéfice de la Banque nationale suisse. Répartition conforme à la Constitution ? » J-L. Addor (UDC) 16.03.2018 ; Postulat 19.3163 « BNS. Revoir la répartition des bénéfices selon la réalité des chiffres » J-L. Addor (UDC) 20.03.2019

<sup>102</sup> Motion 14.3148 « Distribution du bénéfice de la Banque nationale suisse. Réduire les dettes au lieu d'augmenter les dépenses » A. Vitali, 19.03.2014

<sup>103</sup> Rapport de gestion de la BNS de 2006 et 2011.

<sup>104</sup> «Convention entre le Département fédéral des finances et la Banque nationale suisse concernant la distribution du bénéfice de la Banque nationale suisse » Berne, 21.12.2011 : « Nouvelle convention concernant la distribution du bénéfice de la BNS » communiqué, BNS, 21.12.2011

<sup>105</sup> « Parscl Broulis et le bénéfice de la BNS : « j'ai voté contre » » Y. Roulet, Le Temps, 21.12.2011 ; « Les cantons critiquent la BNS » ATS, Arcinfo, 08.01.2011.

future dépassée un 20 milliards<sup>106</sup>. Puis une convention additionnelle est signée pour les années 2019 et 2020. Elle augmente à trois voire quatre milliards la redistribution possible si certains seuils sont atteints par la réserve pour distribution future<sup>107</sup>.

En conséquence, jusqu'en 2011, il y a une constance dans les bénéfices redistribués. Puis, à partir de 2012, les montants sont plus volatiles et dépendent de la réserve pour distribution future et donc des résultats de la BNS, lesquels dépendent surtout des placements<sup>108</sup>. De plus, ils sont en moyenne moins élevés<sup>109</sup> même s'ils sont en augmentation depuis 2016. Cette augmentation peut être vue comme issue des revendications du monde politique, mais également comme une réponse aux pressions pour la constitution d'un fonds souverain<sup>110</sup>.

Pour une politique des placements de la BNS écologique et pacifique.

La question des placements des actifs de la BNS est également présente dans le débat, mais prend une place nettement plus petite au vu du nombre d'interventions dans le parlement et dans les médias à sujet. Les Vert-e-s sont le fer de lance pour réclamer une modification de la politique des placements afin que la BNS retire ses placements dans les énergies fossiles<sup>111</sup>. Les placements dans le secteur de l'armement sont également dénoncés, mais le gouvernement oppose que la BNS répond au « principe de primauté de la politique monétaire et ne doit pas refléter des considérations politiques »<sup>112</sup>. Toutefois, le débat sur ces placements continue en 2020 à l'occasion de la campagne de l'initiative « pour une interdiction du financement des producteurs de matériel de guerre. ». Cette initiative est combattue par l'ensemble des partis de droite, le Conseil fédéral et la BNS (BNS, 2020), mais la temporalité de ces débats est en dehors de la période étudiée.

---

<sup>106</sup> « Convention entre le Département fédéral des finances et la Banque nationale suisse concernant la distribution du bénéfice de la Banque nationale suisse » BNS, 06.12.2016

<sup>107</sup> « Convention additionnelle entre le Département fédéral des finances et la Banque nationale suisse concernant la distribution du bénéfice de la Banque nationale suisse au titre des exercices 2019 et 2020 » BNS 28.02.2020

<sup>108</sup> « BNS: les cantons se réjouissent, mais se disent prudents » ATS, RFJ, 09.01.2015

<sup>109</sup> Moyenne 2002-2011 : 2500 Mio / 2012-2019 : 1730 Mio.

<sup>110</sup> Voir la partie sur le fonds souverain

<sup>111</sup> « Banque nationale : mettre fin aux placements néfastes pour le climat » communiqué, Les Vert-e-s, 17.02.2017 ; Interpellation 18.4324 « La BNS pourrait-elle et ne devrait-elle pas prendre en compte les risques climatiques ? » A. Thorens Goumaz (VERT-E-S) 14.12.2018

<sup>112</sup> Interpellation 15.4128 « investissements de la Banque nationale dans les entreprises d'armement, les mines terrestres et les armes à sous-munitions » M. Sreiff-Feller (Centre) 15.12.2015 ; Interpellation 19.3647 « les limites aux achats d'actifs par la Banque nationale ? » D. Brelaz (VERT-E-S) 18.06.2019 ;

## 5.4 Cartographie des coalitions

En analysant les controverses autour de la mise en place du taux plancher puis des taux négatifs, ainsi qu'en étudiant cinq positions par rapport à la BNS, plusieurs coalitions politiques différentes peuvent être reconstruites. Ces coalitions sont cartographiées en s'inspirant de la « smartmap » établie par « smartvote »<sup>113</sup> à l'occasion des élections de 2015 (Gaillet, 2015). Cette cartographie, bien que limitée par deux dimensions (Libéral - Conservateur et Gauche - Droite)<sup>114</sup>, permet de visualiser les coalitions.

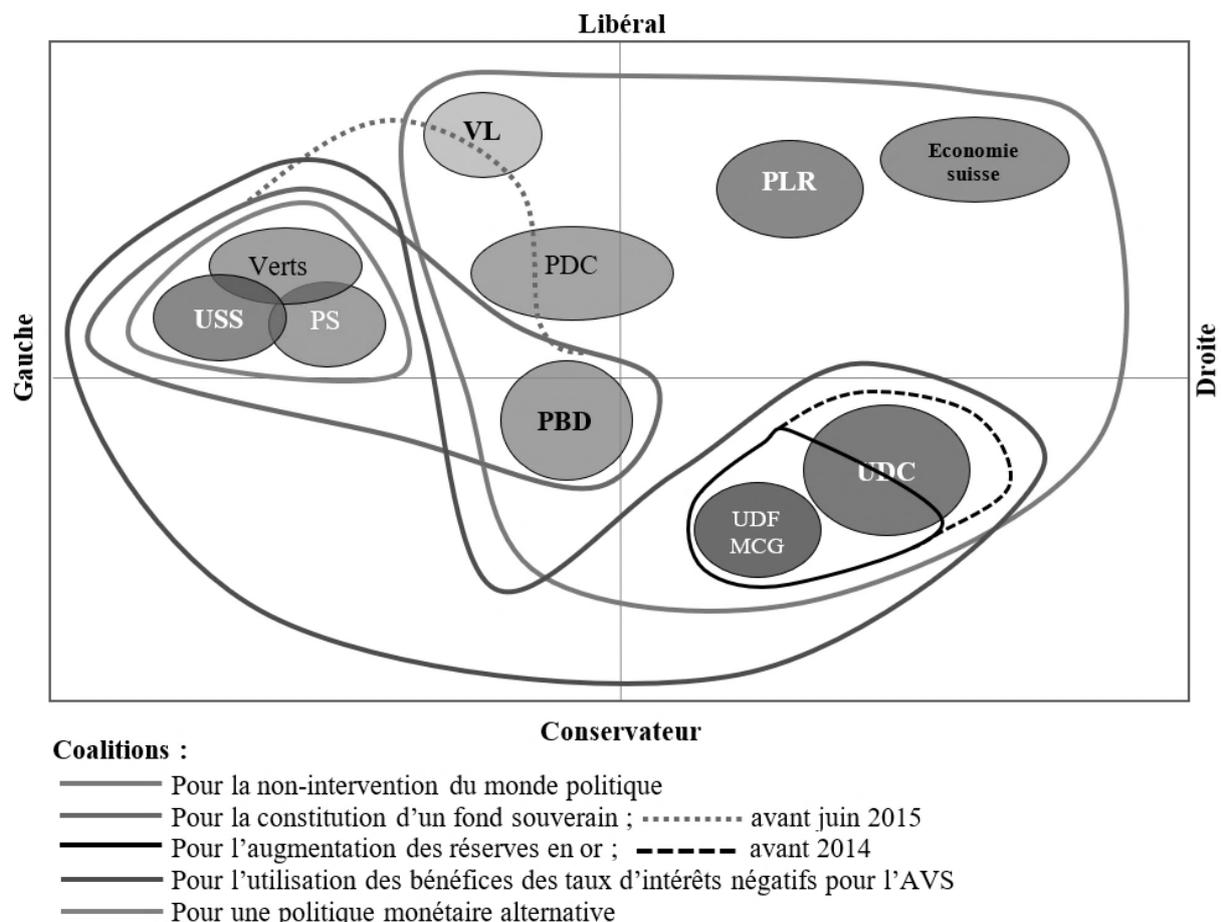


Figure 25 cartographie des coalitions

La première des coalitions est en bleue et correspond à celle dont le discours porte sur une non-intervention politique auprès de la BNS avec un fort accent mis sur l'indépendance de la

<sup>113</sup> Smartvote est la plateforme de vote la plus utilisée en suisse, développé par des étudiants en sciences. À l'aide de divers questionnaires, elle classe les partis et candidats et émet des recommandations de vote pour les électeurs qui remplissent lesdits questionnaires. En 2015, elle fournit plusieurs smartmap basées sur les positions des candidats aux élections fédérales.

<sup>114</sup> Des critiques quant à ces deux dimensions pourraient être faites, mais cela n'est pas l'objet de ce travail.

banque. Elle réunit les partis de droite, du centre et les milieux patronaux (VL, PDC, PBD, PLR, UDC, UDF, Economiesuisse). Elle est la coalition hégémonique et domine le parlement.

La deuxième coalition en rouge, fait face à la bleue et réunit la gauche et les syndicats (PS, Verts, USS). Elle réunit plusieurs propositions : une plus grande intervention de la banque face au franc fort, une politique de placement de la BNS écologique et pacifique et l'utilisation des fonds propres de la BNS pour financer les retraites et/ou la transition écologique. Cette coalition est minoritaire dans le parlement.

La troisième, en violet, porte sur la constitution d'un fonds souverain avec la gauche et le PBD (PS, Verts, USS, PBD). En 2015, une partie des Vert'libéraux et du PDC soutiennent les résolutions sur le sujet, mais s'y oppose par la suite. Cette coalition est minoritaire dans le parlement.

La quatrième, en noir, concerne l'initiative pour augmenter la réserve en or de la BNS, qui est soutenue par l'UDC et diverses organisations nationalistes (UDC, UDF, MCG). La coalition évolue dans le temps. L'UDC est au lancement de l'initiative puis une majorité de la direction de l'UDC s'y oppose lors de la votation. Cette coalition est minoritaire dans le parlement et perd devant le peuple.

La cinquième en brun demande la distribution des bénéfices issus des taux d'intérêt négatifs pour financer l'AVS. L'idée est proposée par la droite nationaliste et soutenue par la gauche (PS, Verts, USS, UDC, UDF, MCG). D'un côté, l'UDC considère que ces bénéfices sont issus de l'épargne des Suisses et repose sur des valeurs concrètes (l'épargne) et non fictives. C'est à dire, qu'il ne s'agit pas des bénéfices réalisés par les placements de la BNS acquit par la création monétaire. D'un autre côté, la gauche cherche des ressources pour éviter une péjoration des retraites, notamment une augmentation de l'âge de l'AVS. Cette coalition n'est pour le moment pas majoritaire, mais le débat au parlement est prévu après 2019, soit après la fin de la période analysée.

## 5.5 Analyse et conclusion

Les controverses de 2009 à 2019 ont été exposées avec les positions des différents groupes et l'identification de plusieurs coalitions. L'objectif est de comprendre les conflits à l'œuvre afin d'étudier l'évolution du régime monétaire. Pour ce faire, la grille d'analyse de la TR est complétée ci-dessous.

Tout d'abord, le bloc hégémonique est une coalition de la droite, de la droite nationaliste et du centre, qui tient un discours pour une non-intervention du monde politique envers la BNS. Cette non-intervention est régulièrement utilisée pour contrer les propositions envers la politique monétaire. Face au franc fort, cette coalition propose plutôt de modifier d'autres institutions comme la dérèglementation du rapport salariale ou des baisses de fiscalité. À l'opposé se trouve la coalition de gauche qui demande une politique monétaire alternative avec une plus grande intervention face au franc fort, une politique de placement selon des critères écologiques et pacifiques, la constitution d'un fonds souverain pour financer des politiques publiques ou encore l'utilisation des bénéfices de la BNS pour l'AVS.

Ensuite, la mise en place d'un taux plancher de change avec l'euro est décidée par la BNS quelques jours après que la fédération patronale économiesuisse ait exigé une plus forte intervention de la banque face au franc fort. Ainsi, cette nouvelle politique monétaire est une réponse à la fois aux pressions sur le franc issu de l'étranger et des revendications à l'intérieur du pays. À contrario, la décision d'abaisser le taux directeur en dessous de zéro fait suite à l'abaissement des taux directeurs d'autres banques centrales et semble ainsi poussée avant tout par ces changements de régime monétaires à l'étranger plutôt que par des pressions internes.

L'introduction des taux d'intérêt négatifs relance les débats sur la politique monétaire avec l'apparition de nouvelles propositions (fonds souverain, programme d'investissement avec les taux bas), mais la coalition pour une non-intervention du monde politique réussit à maintenir son hégémonie alors que certaines de ces composantes étaient tentées par certaines propositions, notamment celle d'un fonds souverain. Par ailleurs, les taux d'intérêt négatifs ont modifié le conflit débiteur-créditeur. Le gouvernement et la BNS ont analysé ce conflit : premièrement, la baisse du taux complète la politique d'achat de devises pour éviter un renchérissement de la devise, deuxièmement, le risque principal est celui d'une bulle immobilière, mais ce risque est mitigé par des garanties supplémentaires imposées aux banques ; troisièmement, les principaux créditeurs, c'est-à-dire les banques et les assurances, doivent assumer ces taux négatifs ; quatrièmement l'enjeu se situe surtout pour les caisses de pensions qui voient leur rendement diminuer. L'impact sur le rendement des caisses de pensions devient un sujet politique avec l'émergence d'une possible coalition autour de l'UDC et de la gauche qui réclame le versement des bénéfices issus des taux négatifs à l'AVS.

Par ailleurs, les versements du bénéfice de la BNS aux cantons et à la Confédération se sont en moyenne réduits en raison de la volatilité des bénéfices qui sont de plus en plus liés aux placements en devises étrangères. Ces placements en obligations et titres sont débattus

concernant leurs impacts écologiques et humains pour les entreprises de pétrole ou d'armement. Par ailleurs, ces placements en devises étrangères mettent en circulation une part grandissante de franc à l'étranger. Cette internationalisation rend inopérant un possible *Gentlemen's agreement* entre la BNS et les milieux financiers suisses pour limiter la force du franc.

Enfin, la crainte de voir le franc s'internationaliser mobilise la droite nationaliste au travers de l'initiative « pour sauver l'or de la Suisse ». Pour la gauche, le discours de l'UDC connote un rapport mythique à l'or et au franc suisse. La droite, elle, considère que l'or ne joue plus un rôle important pour la politique monétaire et que l'initiative remettrait en question la confiance dans la monnaie entraînant ainsi une limitation des marges de manœuvre de la BNS. Finalement, l'initiative sera refusée par la population.

Construction historique	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Continuation d'une coalition hégémonique des milieux bourgeois.</li> <li>• Rôle de la BNS comme sujet de débats publics.</li> <li>• Pas des <i>gentelman's agreement</i> en raison de l'internationalisation du FS.</li> </ul>
Confiance en la monnaie	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Refus d'une augmentation du taux de réserve en or.</li> <li>• Le FS comme valeur refuge et essentiellement échangé à l'étranger.</li> </ul>
Souveraineté et dette publique	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Réduction de la distribution des bénéfices de la BNS.</li> <li>• Non recours à la politique monétaire pour faire des investissements.</li> <li>• Baisse des coûts des intérêts des dettes publiques.</li> </ul>
Conflit débiteurs VS créditeurs	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Réduction du taux d'intérêt en raison des régimes monétaires d'autres pays.</li> <li>• Fort impact des taux négatifs sur les institutions de prévoyance.</li> <li>• Les banques et des assurances doivent assumer les taux négatifs.</li> </ul>
Cohérence entre le capital industriel, financier et fictif	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Pas d'achat de capital fictif en Suisse.</li> <li>• Risque de bulles immobilières.</li> <li>• Débat public sur les placements en devises étrangères de la BNS.</li> </ul>

Figure 26 Grille d'analyse IV, Controverses actuelles

## 6. Conclusion

Ce travail a analysé les conflits autour de la politique monétaire de la BNS en s'appuyant sur la théorie de la régulation. La structure en trois parties a permis d'étudier la dimension historique du régime monétaire, les fondements juridiques de la politique monétaire, l'évolution de son bilan de la BNS et les controverses politiques actuelles. Pour clore chaque partie, une analyse est proposée. Il s'agit maintenant de conclure par la mise en relation ces différentes analyses.

La première partie nous a permis d'identifier trois dimensions du FS : une symbiose avec la finance, un franc fort et un compromis particulier. Les deux parties suivantes mettent en lumière ces trois dimensions. La mise ne place du taux plancher n'empêche pas la symbiose entre la BNS et la finance. Au contrat, elle le met en exergue. Cependant, elle n'est plus en mesure de conclure des *gentlemen's agreement* avec les milieux financiers en raison de l'internationalisation du franc, en ce qui concerne la force du FS.

Le franc fort repose encore sur des éléments historiques (stabilité du régime politique, place financière forte, valeur refuge, etc.), mais il est aussi dû à l'évolution de la position extérieure de la Suisse dont les investissements suisses à l'étranger diminuent proportionnellement par rapport aux investissements étrangers en Suisse. Ainsi, par sa politique de placement, la BNS est devenue la détentrice d'actif à l'étranger en dernier ressort, ce qui maintient une position positive.

Concernant le compromis social, le bloc bourgeois demeure hégémonique et impose une indépendance de la BNS vis-à-vis du monde politique. Les tentatives de constituer d'autres coalitions, réunissant la gauche et certains secteurs de la droite se sont pour le moment soldées par un échec. L'initiative pour « sauvez l'or de la Suisse » est également une défaite devant les urnes. Cette défaite rappelle la dimension fétiche du FS d'une part au travers des discours de la droite nationaliste, d'autre part dans la bouche des opposants à l'initiative qui font craindre un danger d'affaiblissement de la BNS. Ces discours continuent à exister et semblent porteurs auprès de la population.

La deuxième partie a porté sur une présentation du cadre juridique de la BNS et sur l'évolution de son bilan. Le cadre légal permet d'identifier le socle sur lequel repose une partie de la confiance hiérarchique et éthique. Un élément de la confiance éthique concerne la distribution des bénéfices de la BNS aux cantons et la Confédération. Si la distribution a été en moyenne moins élevée, la BNS a enregistré une forte augmentation de ses fonds propres depuis 2015 disposant de plus de 150 milliards fin 2019. Si aucun parti du parlement ne critique l'origine de

ces bénéfiques, plusieurs proposent de les utiliser pour des politiques publiques. Ainsi, une coalition réunissant la droite nationaliste et la gauche pourrait obtenir une majorité et exiger que la banque finance les retraites. De même, les syndicats espèrent, à travers une initiative, obtenir un renforcement des retraites par l'argent de la BNS. Si une nouvelle coalition réussit à obtenir une forme de financement des retraites par la BNS, cela modifierait le niveau de confiance éthique et donc pourrait amener à un régime monétaire. C'est-à-dire que le régime monétaire jouerait un nouveau rôle dans le partage des richesses avec une nouvelle forme de dividendes sociopolitiques issu du franc fort.

Concernant l'évolution du bilan, l'augmentation des réserves en placement en devises étrangères est conséquente et questionne le rapport entre la BNS et le capital fictif à l'étranger. On observe une augmentation de la part d'action et une baisse des notes de ces placements. La banque réalise également d'importants bénéfices issus des dividendes, des intérêts et des gains de cours. Le recours au capital fictif est critiqué par une partie de la droite nationaliste dans le cadre de l'initiative sur l'or de la BNS. Pour la gauche, ce n'est pas la nature du capital fictif qui est critiquée, mais l'achat d'action d'entreprises avec un fort impacts écologiques ou humain.

La troisième partie a étudié les controverses politiques actuelles. Il en ressort que la BNS a décidé d'un taux plancher peu de temps après la demande de la part des milieux patronaux pour une plus forte intervention face au renchérissement du franc. À contrario, l'abaissement des taux d'intérêt en dessous de zéro a été poussé avant tout par des changements de politique monétaire à l'étranger. Par ailleurs, ce taux d'intérêt négatif modifie le conflit entre débiteurs et créiteurs et impacte en particulier les caisses de pensions. Mais le gouvernement et la BNS considèrent que les créanciers (banques, assurances) doivent assumer leur position. Tout au plus, ils assurent avoir pris les mesures nécessaires pour éviter une bulle immobilière et maintenir une stabilité du système financier.

La coalition dominante réunit la droite, la droite nationaliste et le centre face au bloc de gauche qui réunit le PS et les Vert-e-s. Ces derniers proposent plusieurs mesures alternatives (fonds souverain, programme d'investissement par les taux négatifs, politique de placement écologique, etc.) sans succès. En outre, la coalition dominante tente d'utiliser le franc fort pour exiger une dérèglementation du marché du travail, des baisses fiscales ou de limiter la taille de l'État afin d'améliorer les conditions-cadres. Autrement dit, l'évolution du régime monétaire est mobilisée pour modifier d'autres institutions de la théorie de la régulation comme le rapport salarial, la forme de la concurrence et la forme de l'État.

Ce rapport du régime monétaire aux autres institutions de la TR mériterait d'être approfondi. En effet, pour la période étudiée le régime monétaire est fortement influencé par le régime international. La politique d'achat de devises est en réaction au rôle de valeur refuge du franc. On observe également que la BNS est devenue la détentrice d'actifs en dernier ressort dans les relations économiques entre la Suisse et l'étranger. Par ailleurs, la fluctuation des bénéfices de la BNS est essentiellement due à l'évolution des cours boursiers d'autres pays, c'est-à-dire dus à l'évolution du capital fictif étranger. Ces éléments amènent à questionner plus généralement le rapport entre le capitalisme suisse et le capitalisme mondialisés.

Le régime monétaire influence également les autres institutions de la TR. Il serait intéressant d'étudier les impacts du régime monétaire sur le rapport salarial, par exemple les relations entre le faible coût en capital et les salaires. Le régime monétaire doit aussi toucher la forme de concurrence. Par exemple, il s'agirait d'identifier en quoi le franc fort oblige les firmes à innover pour rester concurrentes. Plus globalement, la compréhension du régime monétaire, puis des différentes institutions de la TR, pourrait permettre de décrire l'architecture institutionnelle du régime d'accumulation helvétique.

## 7. Bibliographie

Aglietta, M., Ahmed, P. O., & Ponsot, J.-F. (2016). *La monnaie entre dettes et souveraineté*. Odile Jacob.

Aglietta, M., & Orléan, A. (1998). *Monnaie souveraine (La)*. Odile Jacob.

Aglietta, M., & Orléan, A. (2002). *La monnaie : Entre violence et confiance*. Odile Jacob.

Aglietta, M., & Orléan, A. (2016). 2. La violence de la monnaie (extrait) : Les crises monétaires. In *Théories françaises de la monnaie* (p. 67-115). Presses Universitaires de France. <https://doi.org/10.3917/puf.there.2016.03.0067>

Aldcroft, D. H. (1978). *The European economy, 1914-1970*. St. Martin's Press.

Amable, B., & Palombarini, S. (2009). A neorealist approach to institutional change and the diversity of capitalism. *Socio-Economic Review*, 7(1), 123-143. <https://doi.org/10.1093/ser/mwn018>

Amable, B., Palombarini, S., & Alary, P. (2017). « Le néoréalisme, ou comment alliances sociales et politiques publiques se déterminent mutuellement ». *Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs*, 22, Article 22. <https://doi.org/10.4000/regulation.12491>

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

Auer, R. (2015). *Valeur refuge : La demande internationale de francs suisses durant la crise de la zone euro* (Bulletin trimestriel 2 / 2015). Banque Nationale Suisse.

Baltensperger, E. (2015). *Le franc suisse : L'histoire d'un succès*. Presses polytechniques et universitaires romandes.

Baltensperger, E., & Kugler, P. (2016). The historical origins of the safe haven status of the Swiss franc: *Aussenwirtschaft*, 67(02), 1-30.

Baltensperger, E., & Richli, P. (2021, novembre 29). *Nationalbank-Gewinne und ihre Verwendung – was sagen Ökonomie und die Verfassung? – Die Volkswirtschaft*. <https://dievolkswirtschaft.ch/de/2021/11/nationalbank-gewinne-und-ihre-verwendung-was-sagen-oekonomie-und-die-verfassung/>

Banque Nationale Suisse. (2022a). *Banque nationale suisse (BNS)—Conseil de banque*. [https://www.snb.ch/fr/i/about/snb/bodies/id/snb\\_bodies\\_council#t5](https://www.snb.ch/fr/i/about/snb/bodies/id/snb_bodies_council#t5)

Banque Nationale Suisse. (2022b). *Banque nationale suisse (BNS)—Ouvrages commémoratifs*.  
[https://www.snb.ch/fr/i/about/snb/hist/histpub/id/hist\\_fest\\_over](https://www.snb.ch/fr/i/about/snb/hist/histpub/id/hist_fest_over)

Banque Nationale Suisse. (2022c). *Postes du Bilan de la BNS*.  
[https://data.snb.ch/fr/topics/snb/cube/snbbipo?fromDate=2019-05&toDate=2022-05&dimSel=D0\(GFG,D,RIWF,IZ,W,FRGSF,FRGUSD,GSGSF,IG,GD,FI,WSF,DS,UA,T0,N,GB,VB,GBI,US,VRGSF,ES,UT,VF,AIWFS,SP,RE,T1\)](https://data.snb.ch/fr/topics/snb/cube/snbbipo?fromDate=2019-05&toDate=2022-05&dimSel=D0(GFG,D,RIWF,IZ,W,FRGSF,FRGUSD,GSGSF,IG,GD,FI,WSF,DS,UA,T0,N,GB,VB,GBI,US,VRGSF,ES,UT,VF,AIWFS,SP,RE,T1))

Baronian, L. (2011). La monnaie dans les Grundrisse. *Cahiers d'économie Politique / Papers in Political Economy*, n° 60(1), 67-86.

Baumann, D. (2020). *La Banque nationale suisse pendant la Grande Guerre*.

Benetti, C. (1987). La théorie de la monnaie- marchandise chez Marx. *Cahiers d'Économie Politique*, 13(1), 19-46. <https://doi.org/10.3406/cep.1987.1041>

Bergier, J.-F., Anderson, A., & Unabhängige Expertenkommission Schweiz - Zweiter Weltkrieg (Éds.). (1998). *La Suisse et les transactions sur l'or pendant la Seconde Guerre mondiale : Rapport intermédiaire*. Commission indépendante d'experts Suisse - Seconde Guerre mondiale.

Blot, C., & Hubert, P. (2016). Causes et conséquences des taux d'intérêt négatifs. *Revue de l'OFCE*, 148(4), 219-245. <https://doi.org/10.3917/reof.148.0219>

BNS. (2003). *Banque nationale Suisse, 95<sup>e</sup> Rapport de gestion 2002* (N° 95).

BNS. (2007). *Banque nationale Suisse, 99<sup>e</sup> Rapport de gestion 2006* (N° 99).

BNS. (2010). *Banque nationale Suisse, 102<sup>e</sup> Rapport de gestion 2009* (N° 102).

BNS. (2011a). *Banque nationale Suisse, 103<sup>e</sup> Rapport de gestion 2010* (N° 103).

BNS. (2011b). *Memorandum of Understanding entre les Département fédéral des finances (DFF) et la Banque nationale suisse (BNS) concernant les principes régissant la composition du Conseil de banque de la BNS*.

BNS. (2012). *Banque nationale Suisse, 104<sup>e</sup> Rapport de gestion 2011* (N° 104).

BNS. (2013). *105<sup>e</sup> Rapport de gestion Banque nationale suisse 2012* (N° 105).

BNS. (2014, décembre 18). *La Banque nationale introduit un taux d'intérêt négatif* [Communiqué de presse].

BNS. (2015). *107è Rapport de gestion Banque nationale suisse 2014* (N° 107).

BNS. (2016). *108è Rapport de gestion Banque nationale suisse 2015* (N° 108).

BNS. (2018). *110è Rapport de gestion Banque nationale suisse 2017* (N° 110).

BNS. (2019). *111è Rapport de gestion Banque nationale suisse 2018* (N° 111).

BNS. (2020). *Banque nationale suisse (BNS)—Initiative contre le commerce de guerre.*  
[https://www.snb.ch/fr/ifor/media/dossiers/id/media\\_dossiers\\_financingban](https://www.snb.ch/fr/ifor/media/dossiers/id/media_dossiers_financingban)

Bourdieu, P. (1997). *Méditations pascaliennes.* Editions du Seuil.  
<http://banq.prenumerique.ca/accueil/isbn/9782021069259>

Boyer, R. (2002). *Variété du capitalisme et théorie de la régulation.* Presses de Sciences Po.  
<https://www.cairn.info/l-annee-de-la-regulation-n-6-2002-2003--9782724608925-page-125.htm>

Boyer, R. (2003a). Les analyses historiques comparatives du changement institutionnel : Quels enseignements pour la théorie de la régulation ? In *L'Année de la régulation n° 7 (2003-2004)* (p. 167-203). Presses de Sciences Po. <https://doi.org/10.3917/scpo.colle.2003.01.0167>

Boyer, R. (2003b). Les institutions dans la théorie de la régulation. *Cahiers d'économie Politique*, n° 44(1), 79-101.

Boyer, R. (2015). *Économie politique des capitalismes : Théorie de la régulation et des crises.*

Bridel, P. (1988). Banque centrale, systèmes de taux de change et relations économiques extérieures : Quelques réflexions sur le cas de la Banque nationale suisse depuis la seconde guerre mondiale. *Relations internationales*, 56, 487-512.

Brunetti, A. (2015, juin 5). Schälmeienklänge für Staatsfonds. *Finanz und Wirtschaft.*  
<https://www.fuw.ch/article/schalmeienklange-fur-staatsfonds>

Brunhoff, S. de. (1967). *La Monnaie chez Marx.* Editions Sociales.

Cartelier, J. (2016). Monnaie et société : Une théorie économique en perspective ?. À propos de La monnaie entre dettes et souveraineté. *Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs*, 19. <http://journals.openedition.org/regulation/11884>

Conseil Fédéral. (1879). *Rapport du Conseil fédéral à la haute Assemblée fédérale concernant la pétition du Comité central, au nom du Volksverein Suiss, de la réunion des délégués de cette société.*

Conseil Fédéral. (1880). *Message du conseil fédéral à la haute assemblée fédérale concernant la proposition de révision de la constitution fédérale, soulevée par l'initiative populaire en date du 3 aout 1880.* (III 36).

Conseil Fédéral. (1894). *Message du Conseil Fédéral concernant la loi relative à l'exécution de l'article 39 de la constitution fédérale (monopole des billets de banque)* (IV 113).

Conseil Fédéral. (1904). *Message du Conseil fédéral à l'Assemblée fédérale à l'appui d'un projet de loi créant une banque centrale d'émission, en exécution de l'article 39 de la constitution fédérale.* (IV 433).

Conseil Fédéral. (2002). *Rapport concernant les résultats de la consultation au sujet d la révision de la loi sur la Banque nationale.*

Conseil Fédéral. (2016a). *Franc fort et taux d'intérêt bas : Possibilités s'offrant à la Suisse* [Réponse à un postulat].

Conseil Fédéral. (2016b). *Rapport du Conseil fédéral sur la politique monétaire* [Réponse à un postulat].

Crettol, V., & Halbeisen, P. (1999). *Les motivations monétaires des opérations sur or de la Banque nationale suisse pendant la Seconde Guerre mondiale.* Banque Nationale Suisse.

David, T., Degen, B., Mach, A., & Studer, B. (2021). La Suisse dans la perspective des variétés du capitalisme. In *Histoire économique de la Suisse au XXe siècle* (p. 870-1934). Éditions Livreo-Alphil.

David, T., Mach, A., Lüpfold, M., & Schnyder, G. (2015). *De la « forteresse des Alpes » à la valeur actionnariale : Histoire de la gouvernance d'entreprise suisse (1880-2010).* Seismo.

Degen, B., Müller, M., Veyrassat, B., & Halbeisen, P. (2021). Travail et capital. In *Histoire économique de la Suisse au XXe siècle.* Éditions Livreo-Alphil.

Dewet, M., & Stucki, T. (Éds.). (2007). La politique de placement. In *Banque nationale suisse, 1907-2007.* NZZ Libro : Banque nationale suisse.

Durand, C. (2014). *Le capital fictif: Comment la finance s'approprie notre avenir*. les Prairies ordinaires.

Economiesuisse. (2011a). *Le cours du franc pès sur l'export et le marché intérieur*.

Economiesuisse. (2011b). *L'économie salue la fixation, par la Banque national, d'un objectif de cours temporaire*. economiesuisse.

Fior, M. (2002). *Les banques suisses, le franc et l'Allemagne: Contribution à une histoire de la place financière suisse (1924-1945)*. Librairie Droz.

Gaillet, C.-A. (2015, octobre 7). Beat Vonlanthen, un radical qui s'ignore. *La Liberté*. <https://www.laliberte.ch/news/suisse/beat-vonlanthen-un-radical-qui-s-ignore-301728>

Genier, Y. (2018). *Le franc suisse: La fragilité d'une monnaie forte* (Première édition). Presses polytechniques et universitaires romandes.

Giddey, T. (2019). Chapitre VII. La surveillance bancaire, un long fleuve tranquille (1945-1961). *Publications d'histoire économique et sociale internationale*, 329-382.

Giddey, T. (2020). The institutionalization of the fight against white-collar crime in Switzerland, 1970-1990. *Business History*, 0(0), 1-26. <https://doi.org/10.1080/00076791.2020.1856077>

Guex, S. (1993). *La politique monétaire et financière de la Confédération suisse 1900—1920*. Payot.

Guex, S. (2007). » *L'impérialisme suisse ou les secrets d'une puissance invisible* «. solidaritéS. <http://www.solidarites.ch/journal/emancipations/119.pdf>

Guex, S. (2014, 09). «Sauvez l'or de la Suisse»: Une initiative chauvine et anti-État social. *solidaritéS*. <https://solidarites.ch/journal/254-2/sauvez-lor-de-la-suisse-une-initiative-chauvine-et-anti-etat-social/>

Guex, S. (2021). *Du pouvoir et du profit: Contributions de S??bastien Guex ?? l'histoire ??conomique et sociale*.

Guex, S., & Mazbouri, M. (s. d.). *L'historiographie des banques et de la place financière suisses*.

Guillaumin, C., & Vallet, G. (2012). La Suisse et la zone euro: Votre monnaie, notre problème? La possibilité d'un ancrage de jure. *Revue d'économie politique*, 122(5), 629-655.

- Guttman, R. (1994). *How credit-money shapes the economy : The United States in a global system*. M.E. Sharpe.
- Halbeisen, P., Müller, M., & Veyrassat, B. (2021). *Histoire économique de la Suisse au XXe siècle*. Éditions Livreo-Alphil.
- Harribey, J.-M. (2017a). *Du travail à la monnaie, essai de perspective sociale de la valeur*.
- Harribey, J.-M. (2017b). Du travail à la monnaie, essai de perspective sociale de la valeur. *Économie et institutions*, 26, Article 26. <https://doi.org/10.4000/ei.5906>
- Heimberg, C. (2008). Les allers et retours de la mémoire en Suisse. *Revue française de pédagogie. Recherches en éducation*, 165, 55-63. <https://doi.org/10.4000/rfp.1074>
- Humair, C. (2021). Politique monétaire et financière : Au coeur du pouvoir suisse. In *Du pouvoir et du profit* (Antipode).
- Jost, H.-U. (2005). Banques et culture politique. Histoire d'une inféodation. *Hans-Ulrich JOST. À tire d'ailes: contributions de Hans-Ulrich Jost à une histoire critique de la Suisse*. Lausanne: Antipodes, 467-478.
- Kugler, P. (2012). Une monnaie si forte pour un si petit pays : Chance ou malchance? *La vie économique, revue de politique économique*, 1, 27-30.
- Lordon, F. (2010). La monnaie rapport, l'argent désir. In *Capitalisme, désir et servitude* (p. 27-29). La Fabrique Éditions. <https://www.cairn.info/capitalisme-desir-et-servitude--9782358720137-p-27.htm>
- Maechler, A. (2015, novembre 19). *Premier bilan de la politique monétaire en 2015*.
- Marx, K. (1976). *Le capital, critique de l'économie politique, livre III, le procès d'ensemble de la production capitaliste: Vol. III* (Editions sociales).
- Marx, K., & Lefebvre, J.-P. (2014). *Le capital : Critique de l'économie politique. Livre premier, Livre premier*,. PUF.
- Masnata, F., & Rubattel, C. (1995). *Le pouvoir suisse : Séduction démocratique et répression suave*. Editions de l'Aire.
- Mazbouri, M. (2007, juin 18). La banque «d'Etat» s'est muée en banque «indépendante» entre 1891 et 1907. *Le Temps*. <https://www.letemps.ch/economie/banque-detat-sest-muee-banque-independante-entre-1891-1907>

Mazbouri, M. (2013). La Première Guerre mondiale et l'essor de la place bancaire helvétique. L'exemple de la Société de Banque Suisse. *Histoire, économie société*, 32(1), 73-94.

Mazbouri, M., & Giddey, T. (2020). « L'ombre du veau d'or ». Crises et scandales financiers en Suisse au XXe siècle. *Entreprises et histoire*, 101(4), 100-116.

Mazzotta, V. (2019). Vers une caractérisation synthétique des régimes monétaires en économie capitaliste : Conceptualisation et jalons pour une application au cas du régime monétaire européen. *Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs*, 26, Article 26. <https://doi.org/10.4000/regulation.15565>

Montalban, M. (2012). De la place de la théorie de la valeur et de la monnaie dans la théorie de la régulation : Critique et synthèse. *Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs*, 12. <https://doi.org/10.4000/regulation.9797>

Müller, P., Paccaud, I., & Schaufelbuehl, J. M. (2003). *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)*. Editions Antipodes.

Parti Socialiste. (2015, juin 18). La Banque nationale et l'UDC entraînent la Suisse dans la récession. *PS Suisse*. <https://www.sp-ps.ch/fr/publications/communiqués-de-presse/la-banque-nationale-et-ludc-entraiment-la-suisse-dans-la>

Perrenoud, M. (2005). La place financière suisse en tant qu'instrument de la politique étrangère helvétique. *Relations internationales*, 121(1), 25-42.

Perrenoud, M. (2007). Les spoliations, la Suisse et les Suisses (1933-1946). *Revue d'Histoire de la Shoah*, 186(1), 411-437.

Perrenoud, M. (2009). L'économie suisse et la neutralité à géométrie variable. *Matériaux pour l'histoire de notre temps*, 93(1), 77-86.

Peytrignet, M. (2000). Politique monétaire suisse en changes flexibles : La pratique des objectifs monétaires. *Working paper*, 223-265.

Piluso, N. (2014). Postulat de la monnaie et théorie de la valeur chez Marx. *Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs*, 15. <https://doi.org/10.4000/regulation.10721>

Ponsot, J. F., & Vallet, G. (2012). L'énigme du franc suisse ou comment concilier intégration à l'euro et souveraineté monétaire. *Cahier de recherche du CREG*, 2012.05.

Ponsot, J.-F., & Vallet, G. (2013a). Small is beautiful? *Revue française de socio-économie*, 2, 27-50.

Ponsot, J.-F., & Vallet, G. (2013b). Small is beautiful ? *Revue Française de Socio-Economie*, n° 12(2), 27-50.

Porcherot, R. (2019). Les origines marxiennes de l'institutionnalisme monétaire. *Revue de la régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs*, 26, Article 26. <https://doi.org/10.4000/regulation.15996>

Pordenone, G.-F. (1995). Pour une lecture politique de la création de la Banque nationale suisse. *Les Annuelles, « Comptes Rendus-Nouvelles Études En Histoire Suisse »*. [https://www.academia.edu/38514645/Pour\\_une\\_lecture\\_politique\\_de\\_la\\_cr%C3%A9ation\\_de\\_la\\_Banque\\_nationale\\_suisse](https://www.academia.edu/38514645/Pour_une_lecture_politique_de_la_cr%C3%A9ation_de_la_Banque_nationale_suisse)

Ramsden, A., Schuler, C., Zehnder, J., & Ponta, O. (2021). Devisenreserven der SNB zur Finanzierung der AHV? *Swiss Yearbook of Administrative Sciences*, 12(1), 31-44. <https://doi.org/10.5334/ssas.155>

Rossy, P. (1921). LA BANQUE NATIONALE SUISSE PENDANT LA GUERRE. *Revue d'économie politique*, 35(1), 26-49.

Sancey, Y. (2015). *Quand les banquiers font la loi : Aux sources de l'autorégulations bancaire en Suisse et en Angleterre, de 1914 aux années 1950*. Éditions Antipodes.

Schiffers, R. (1995). Sébastien Guex, La politique monétaire et financière de la Confédération suisse 1900–1920, 1993. *Francia*, 22(3), 245-246.

Senner, R., & Sornette, D. (2017). *The « New Normal » of the Swiss Balance of Payments in a Global Perspective : Central Bank Intervention, Global Imbalances and the Rise of Sovereign Wealth Funds* (SSRN Scholarly Paper N° 2990512). <https://doi.org/10.2139/ssrn.2990512>

Senner, R., & Sornette, D. (2021). Explaining global imbalances : The role of central-bank intervention and the rise of sovereign wealth funds\*. *Review of Keynesian Economics*, 9(1), 61-82. <https://doi.org/10.4337/roke.2021.01.04>

Sornette, D. (2015, octobre 1). *Ein Schweizer Souveränitätsfonds*. Schweizer Monat. <https://schweizermonat.ch/ein-schweizer-souveraenitaetsfonds/>

Stoffels, N., & Tille, C. (2018). Do Swiss foreign assets hedge the business cycle? *Aussenwirtschaft*, 69(1), 1-40.

Straumann, T. (2020). *Le fruit d'une époque*. La Vie économique.

Swissinfo. (2004). *Sept ans pour une décision sur l'or de la BNS*. Swissinfo.ch. <https://www.swissinfo.ch/fre/sept-ans-pour-une-d%C3%A9cision-sur-l-or-de-la-bns/4257106>

Théret, B. (2007). *La monnaie dévoilée par ses crises. Crises monétaires d'hier et d'aujourd'hui*. Editions de l'EHESS. <https://hal.archives-ouvertes.fr/hal-02140397>

Théret, B. (2008). Les trois états de la monnaie. Approche interdisciplinaire du fait monétaire. *Revue économique*, 59(4), 813-841. <https://doi.org/10.3917/reco.594.0813>

Théret, B. (2013). Dettes et crise de confiance dans l'euro : Analyse et voies possibles de sortie par le haut. *Revue française de socio-économie*, 2(12), 91-124.

Vallet, G. (2013). *Dans l'ombre de l'euro, le franc suisse : L'autonomie monétaire d'un petit pays en question*.

Vallet, G. (2014). *Le changement, c'est maintenant? La politique monétaire de la Banque nationale suisse depuis la crise de 2007*.

Vallet, G. (2016). The role of the Swiss franc in Switzerland's European stance. *Research in International Business and Finance*, 38, 35-44.

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