

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond — Associé & CIO



A QUI APPARTIENNENT CES BANQUES CENTRALES DONT LES POLITIQUES MONETAIRES GUIDENT NOS ECONOMIES?

Fondements de la création des banques centrales. Le concept d'indépendance décisionnelle. Rôles, missions et objectifs. Nominations liées au pouvoir politique. Qui sont les actionnaires ? Qui profite des résultats financiers ? Indépendance réelle ?

Points clés



- A qui appartiennent ces banques centrales dont les politiques monétaires guident nos économies ?
- Rappel sur les fondements de la création des banques centrales et du concept d'indépendance
- Qui nomme les banquiers centraux ?
- Quelle indépendance réelle vis-à-vis des actionnaires ?
- Quels sont les rôles et objectifs principaux des banques centrales ?
- Qui profite des résultats financiers réalisés ?
- L'indépendance reste fragile en période de crise aiguë

A qui appartiennent ces banques centrales dont les politiques monétaires guident nos économies?

Il fut un temps où les banques centrales agissaient de manière particulièrement discrète et ne communiquaient pas ouvertement au public de manière détaillée le fondement de leurs analyses et de leurs anticipations. Leurs décisions de politiques monétaires étaient communiquées sans précaution spécifique, la doctrine étant qu'il fallait justement surprendre les observateurs pour que la politique menée ait le plus grand impact. Aujourd'hui, la situation est bien différente et les banquiers centraux ont changé d'approche pour privilégier le pilotage des anticipations des marchés. Ils communiquent ainsi beaucoup plus régulièrement leurs analyses, en particulier depuis les dernières crises financières, qui les ont obligés à agir de manière plus active et déterminante en développant notamment de nouvelles approches comme le « quantitative easing », mis en place après la crise de 2008. Dès lors, cela les oblige à une plus grande transparence afin de rassurer le public sur leur capacité à mettre en œuvre les politiques adéquates, qui leur permettent d'atteindre les objectifs fixés dans leurs mandats. On a donc de plus en plus l'occasion d'entendre les banquiers centraux s'exprimer sur les politiques à mener et ceux-ci ont donc logiquement une

influence croissante sur le sentiment des investisseurs. Le poids des banques centrales est devenu primordial dans la gestion des crises financières, comme on a pu le constater à nouveau en mars 2023 aux Etats-Unis, avec la crise de confiance provoquée par quelques faillites bancaires ayant nécessité l'injection de 500 milliards de dollars de la banque centrale américaine pour stabiliser le système financier, ou en Suisse, avec l'action décisive qui a dû être prise par la BNS dans l'organisation du rachat du CS par l'UBS. Depuis 2008, le bilan des banques centrales a été multiplié par dix en moyenne, soulignant de ce fait aussi leur rôle grandissant dans le pilotage des cycles conjoncturels et des crises financières. Il est désormais évident pour tous que leur rôle est devenu fondamental pour assurer la stabilité financière. Mais la question de leur indépendance du pouvoir politique, souvent mentionné comme une valeur cardinale de leur efficacité, ne semble pas clairement établie dans tous les cas.

Rappel sur les fondements de la création des banques centrales et du concept d'indépendance

L'indépendance des banques centrales trouve l'un de ses fondements dans la philosophie américaine qui considère l'indépendance comme l'une des conditions fondamentales du fonctionnement de la démocratie. L'histoire témoigne que le pouvoir exécutif peut parfois être tenté par des manipulations démagogiques aux conséquences sévères, tant sur le plan social que politique. L'exécutif peut donc, s'il n'est pas contrôlé, provoquer une instabilité dommageable et des crises difficiles à surmonter. Les constitutions américaine et suisse se sont fait l'écho de ces préoccupations à leur origine en organisant le contrôle de l'exécutif par le pouvoir législatif. En matière de politique monétaire, la crainte d'instabilité peut donc naître du déchaînement des passions et des intérêts particuliers de groupes politiques pouvant rechercher un intérêt spécifique au détriment de l'intérêt général du pays et de sa population. L'organisation des institutions devant assurer la politique monétaire doit donc prendre en compte les risques futurs de poussées démagogiques pour éviter les intérêts conflictuels et les réguler.

Mais si les Etats-Unis et la Suisse se dotent de banques centrales à peu près au même moment, les deux pays décideront d'assurer l'indépendance de leurs banques centrales du pouvoir politique de manières très différentes.

L'indépendance de la banque centrale est donc une nécessité pour contrer les risques d'instabilité qui pourraient être provoqués par des changements de politique constitutifs de fortes inégalités économiques et sociales. A l'origine de la formulation des principes de politique monétaire, on trouve donc naturellement la lutte contre les conséquences d'une inflation élevée et la redistribution des richesses dans la société. L'indépendance des banques centrales a notamment été renforcée pour rassurer la population et les marchés financiers inquiets des effets provoqués par les risques associés à la résurgence d'une inflation non contrôlée. L'apparition d'une inflation non maîtrisée par des gouvernements incapables de réagir efficacement avait en effet trop souvent engendré des dérives politiques, des troubles sociaux et parfois même provoqué une instabilité à l'origine de conflits importants. Aux Etats-Unis, les Pères fondateurs semblaient parfaitement conscients des effets redistributifs de l'inflation et ont très vite abordé ce point dans leur Constitution en définissant le principe de régulation de la valeur de la monnaie afin d'en maintenir le pouvoir d'achat.

Rappelons qu'à l'origine, les Etats de l'Union n'avaient pas le droit d'émettre de la monnaie, même s'il n'existait pas encore de banque centrale. Un signe de la méfiance à l'égard de l'exécutif confirmé par le fait que ce rôle ait été assuré à l'origine par le Parlement. A la création de la FED, suite aux paniques bancaires de 1907, il était primordial de protéger la nouvelle banque centrale des pressions politiques et de celles du monde bancaire en lui assurant l'indépendance la plus élevée. Ce principe d'indépendance prévaut toujours aujourd'hui et est souvent d'ailleurs avancé comme un gage de succès des politiques monétaires menées dès lors dans le seul intérêt de la population et du pays. Mais l'indépendance n'est pas toujours une évidence, tant sur le plan réglementaire national, que dans l'exercice quotidien de l'action des banques centrales en raison de pressions externes ou de collusions avec les gouvernements notamment. Les diverses crises financières de ces dernières années ont démontré, dans certains cas, une très nette relation d'interdépendance entre le pouvoir politique et l'action des banques centrales. On observe historiquement que cette notion d'indépendance a été renforcée à diverses périodes selon les pays concernés et que depuis la fin du XXème siècle il est devenu évident que celle-ci devait être garantie pour permettre une action efficace des banques centrales. Nous rappelons ci-dessous les périodes importantes de renforcement de l'indépendance de diverses institutions nationales.

FED (1913) : son indépendance est renforcée depuis 1978

Aux Etats-Unis, la banque centrale est officiellement créée par le Federal Reserve Act ou Owen-Glass Act du 23 décembre 1913, suite aux crises bancaires et notamment celle de 1907. Son indépendance fut renforcée lors de l'instabilité monétaire de la fin des années 70. Avant elle, la First Bank of United States avait été chargée dès 1791 d'émettre la nouvelle monnaie américaine et de réguler le crédit. Remplacée en 1816 par la Second Bank of the United States pour mettre un terme à l'hyperinflation issue de la deuxième guerre avec le Royaume-Uni, elle est dissoute en 1830 avant qu'une nouvelle instabilité financière, provoquée par la cohabitation difficile de systèmes monétaires régionaux, ne conduise à la création par le Congrès américain de la National Monetary Commission, qui aura comme charge historique la définition de la loi fondatrice de la FED actuelle. Dès 1913, le gouvernement américain place la FED sous son contrôle, grâce à la nomination du secrétaire au Trésor comme membre. Suite à la crise de 1929, l'adoption du Banking Act modifie les structures du pouvoir décisionnel et

créé notamment le Federal Open Market Committee, dont l'objectif est déjà de réglementer le crédit et de piloter les taux d'intérêt. Le secrétaire du Trésor ne faisant plus partie des membres de la FED, on admet depuis cette date que l'indépendance de la banque centrale est acquise. D'autant que celle-ci n'est pas détenue par le gouvernement et ne reçoit aucun financement de l'Etat contribuant à son budget. Elle subira encore un changement de définition de mandat en 1978 lors de l'adoption du Humphrey-Hawkins Full Employment Act. La Fed est indépendante, ses décisions ne sont pas sujettes à l'autorisation du président des Etats-Unis ou de tout autre entité du gouvernement fédéral. Le Congrès dispose toutefois d'un droit de surveillance.

BNS (1907) : indépendance inscrite dans la Constitution

La BNS a été fondée en 1907 en vertu de la loi fédérale sur la Banque nationale suisse. La BNS est une société anonyme cotée en bourse suisse dont l'activité est désormais régie par une nouvelle loi spéciale adoptée en 2002. Si la BNS est une SA depuis sa création en 1907, la Confédération ne possède aucune action, ce qui assure son indépendance, même si son capital est en partie détenu par les cantons suisses, les banques cantonales et pour un tiers environ par le public. La BNS est pilotée par sa direction générale, composée de trois membres nommés par le Conseil fédéral. L'article 99 de la Constitution assure l'indépendance de la BNS et l'oblige à constituer des réserves monétaires suffisantes, en partie en or, pour rassurer les investisseurs sur la stabilité et la valeur de la monnaie.

BoE (1694) : indépendance de la banque d'Angleterre renforcée en 1997

La banque d'Angleterre est certainement la plus ancienne des banques centrales frappant sa propre monnaie à ce jour. Fondée en 1694 par des parlementaires et des marchands, elle est ensuite une holding privée contrôlée par des intérêts financiers de la City, avant que son capital ne soit nationalisé en 1946. Son indépendance a été renforcée en 1997 par un vote du parlement, puis ultérieurement en 2013 par le Financial Services Act établissant un comité indépendant responsable de la politique monétaire (Financial Policy Committee). Depuis cette date, elle est donc théoriquement indépendante de toute pression politique.

La BCE (1998) : indépendance garantie par les statuts du Système monétaire européen de banques centrales

En Europe, le cas de la Banque centrale européenne est particulièrement intéressant. La Banque centrale de l'Union européenne est établie depuis 1998 à Francfort et succède à l'Institut monétaire européen (IME), qui avait été créé pour mettre sur pied la nouvelle banque centrale sur le modèle de la Bundesbank. Le modèle allemand de banque centrale, en quelque sorte imposé après la seconde guerre mondiale, était à son origine très influencé par l'expérience négative des années 1930, théâtre de l'hyperinflation provoquée par une création monétaire sans limite visant à financer les dépenses du gouvernement. La volonté d'indépendance absolue de la Bundesbank témoigne de la défiance envers le pouvoir politique, naturellement tenté de créer trop de monnaie et de crédit au risque de provoquer de l'inflation et par-là même, l'instabilité sociale. La BCE a donc été constituée à l'origine comme un organe indépendant des Etats membres de l'Union ou de toute institution européenne supranationale. Son indépendance est garantie par les statuts du Système

européen de banques centrales, qui prévoit notamment qu'un gouverneur ne puisse être révoqué qu'en cas de faute grave ou d'incapacité. La BCE rend toutefois des comptes au Parlement européen notamment.

BoJ (1882) : indépendance théorique depuis 1998

Au Japon, la banque du Japon émet la monnaie au nom du gouvernement depuis 1882, mais elle n'a acquis son indépendance théorique à l'égard du gouvernement seulement depuis une loi du 1er avril 1998 (Bank of Japan Act). Son indépendance à l'égard du pouvoir politique n'est, dans les faits, pas si grande. Depuis la nomination du premier ministre Abe en 2012, la politique monétaire menée par son Gouverneur M. Kuroda, nommé par M. Abe, a très nettement été influencée par la politique gouvernementale, ce qui est encore le cas à ce jour sous la présidence de M. K. Ueda.

PBoC (1948) : dépendance du pouvoir politique

La Banque populaire de Chine a été créée en 1948 et n'a jamais été indépendante du pouvoir politique. Elle est détenue par l'Etat chinois.

Qui nomme les banquiers centraux ?

Depuis l'émergence de la crise financière en 2007 et son éclatement médiatique avec la faillite de Lehman Brothers en 2008, les banques centrales sont à nouveau revenues au premier plan et font l'objet de l'attention toute particulière des médias et des investisseurs du monde entier. Il n'y a désormais plus un mot, une phrase, un lapsus ou un relèvement de sourcil d'un banquier central, qui ne soit décortiqué et analysé instantanément pour en tirer une information nouvelle et déterminante, permettant d'estimer plus finement l'évolution future de la politique et de la doctrine. Le salut de l'économie mondiale est désormais clairement placé entre leurs mains. Les noms des banquiers centraux influents sont désormais plus connus que jamais des investisseurs et des citoyens, même lorsque ces derniers n'ont qu'un intérêt limité pour l'économie ou la finance internationale. M. J. Powell (FED), Mme. C. Lagarde (BCE), M. Jordan (BNS), M. A. Bailey (BoE) ou M. K. Ueda (BoJ) font régulièrement la une des médias et leurs interventions sont relayées avec ferveur, tant leur rôle est devenu crucial pour la santé et le développement du système économique mondial.

L'élection des banquiers centraux est aujourd'hui une affaire publique, puisque dans le cas des six banques centrales citées plus-haut, le choix du président ou gouverneur de la banque centrale est en fait une décision politique.

En **Suisse**, c'est le Conseil fédéral, sur proposition du Conseil de banque (organe de surveillance de la banque centrale) qui élit le président (M. Jordan) et les deux autres membres de la direction générale (Directoire). La politique de la BNS est donc fixée par un Directoire de trois personnalités élues par le pouvoir politique.

Aux **Etats-Unis**, le bureau des gouverneurs est l'organe dirigeant de la Réserve fédérale (FED). Il est composé de sept membres nommés par la présidence américaine, un choix ensuite confirmé par le Sénat américain. Le président (M. J. Powell) est nommé pour quatre ans, son mandat est reconductible sans restriction, et les autres membres du bureau sont nommés pour une période de quatorze ans.

En **Europe**, le Directoire de la BCE est composé de six membres, dont la présidente Mme. C. Lagarde, élus d'un commun accord par les chefs d'Etat ou de gouvernement des pays de la zone euro sur recommandation du Conseil de l'Union européenne. Celle-ci fait suite à un processus consultatif mené auprès du Parlement européen et du Conseil des gouverneurs de la BCE. Ce dernier se compose du Directoire de la BCE et des gouverneurs des banques centrales nationales des pays de la zone euro.

En **Angleterre**, c'est le ministre des Finances britannique qui nomme le gouverneur de la banque centrale.

Au **Canada**, M. T. Macklem, a été nommé par le ministre des Finances, alors qu'au Japon, la nomination du gouverneur est approuvée par le Sénat sur proposition du gouvernement. En **Chine**, le président de la Banque populaire de Chine est nommé par le premier ministre et approuvé par l'Assemblée nationale populaire (ANP).

La nomination des présidents des banques centrales est donc exclusivement le fait des gouvernements.

Quelle indépendance réelle vis-à-vis des actionnaires ?

En **Suisse**, la banque centrale est détenue par les cantons, les banques cantonales et le public. L'Etat est indirectement présent dans le capital, la Confédération élit les membres du Directoire, le Conseil de banque chargé de la surveillance de la direction des affaires est composé de six membres nommés par le Conseil Fédéral et seulement cinq autres sont élus par l'Assemblée générale. L'indépendance n'est finalement pas totalement garantie sur le plan institutionnel.

En **Europe**, la BCE est clairement détenue par les banques centrales nationales, seules autorisées à détenir ses actions. Le capital fixé à 10.76 milliards d'euros initialement est détenu proportionnellement aux parts de chaque Etat membre de l'Union européenne, au PIB et à la population de l'Union. La Bundesbank en détient par exemple 18%, la Banque de France et la Bank of England toutes deux 14%. En théorie, la BCE est donc indépendante du pouvoir gouvernemental, mais les banques centrales de ces trois Etats sont elles-mêmes détenues par leurs gouvernements respectifs. L'indépendance n'est donc théoriquement pas assurée de ce point de vue.

Le cas des **Etats-Unis** est un peu plus complexe. La Banque centrale américaine est détenue par les douze banques « centrales » régionales, ce qui tend à lui conférer le statut d'institution fédérale, indépendante du pouvoir gouvernemental, puisque le gouvernement fédéral ne détient aucune action de la Réserve fédérale. Toutefois, chacune de ces douze « Regional Federal Reserve Banks » ont un actionariat composé de banques commerciales de leur district correspondant, qui élisent une partie des membres du bureau de chaque réserve régionale. La Federal Reserve Bank of New York est naturellement la plus importante et concentre environ 40% des actifs des banques régionales. C'est aussi elle qui exécute les opérations sur les marchés financiers décidées par la FED. La FED est donc composée d'organes dont la représentation est parfois publique ou mixte (le Bureau des gouverneurs présidé par M. J. Powell, le Federal Open Market Committee, les douze banques centrales, les banques membres des banques centrales régionales et plusieurs conseils consultatifs). Le FOMC en charge de la politique monétaire est ainsi constitué des sept membres du bureau des gouverneurs et de cinq représentants des douze banques centrales régionales.

La particularité du système américain réside dans le fait que la création de monnaie soit l'apanage du département du trésor et non pas celui de la FED. Le Congrès exerce son droit de contrôle et de surveillance.

En **Angleterre**, la BoE est un organisme public indépendant contrôlé par le Treasury Solicitor's Department. Son indépendance opérationnelle est toutefois liée aux objectifs d'inflation fixés par le ministère des finances et inscrit dans le budget de l'Etat.

Au **Japon**, la BoJ est possédée à 55% par le gouvernement japonais et à 45% par des actionnaires privés dont les actions n'ont pas de droit de vote mais sont cotées en bourse.

Quels sont les rôles et objectifs principaux des banques centrales ?

En **Suisse**, la BNS a une mission définie par la Constitution et la loi sur la Banque nationale. Elle est chargée de l'émission de la monnaie et de gérer la politique monétaire du pays. Elle veille à la stabilité du franc et à la stabilité des prix en tenant compte de la conjoncture.

Aux **Etats-Unis**, le Federal Reserve Act fixe la mission de la Fed comme étant de maintenir une croissance des agrégats monétaires et de la quantité de crédit compatible avec le potentiel de croissance de la production, de manière à tendre vers les objectifs de taux d'emploi maximum, de prix stables et de taux d'intérêt peu élevés.

En **Europe**, la BCE est chargée de mener la politique monétaire au sein de la zone euro, conjointement avec les banques centrales des Etats membres de la zone euro. Sa mission est de maintenir la stabilité des prix, de gérer les réserves et conduire les opérations de change.

En **Angleterre**, la BoE a comme mission de maintenir la stabilité monétaire et financière, de conduire la politique de change, d'assurer la distribution de la monnaie et d'être le « prêteur de dernier ressort » auprès des banques commerciales.

Au **Japon**, la BoJ est chargée d'émettre la monnaie, de diriger la politique monétaire et d'assurer la stabilité financière du système financier japonais.

En **Chine**, la PBoC est responsable de la politique monétaire et de la stabilité financière du pays. Elle régule les institutions financières et surveille le règlement fiscal.

Qui profite des résultats financiers réalisés ?

Aux **Etats-Unis**, les résultats financiers de la FED sont en partie versés aux actionnaires banques membres sous la forme d'un dividende garanti de 6% (583 millions de dollars en 2021), tandis que le gouvernement fédéral reçoit les profits restants, qui se montaient à 107.4 milliards de dollars, au Trésor américain.

En **Suisse**, la Loi sur la Banque nationale contient des dispositions spécifiques sur l'affectation de son bénéfice. Celle-ci prévoit qu'un dividende de 6% au maximum soit versé aux actionnaires et que la part de bénéfice qui excède le montant de dividende versé revienne pour un tiers à la Confédération et pour deux tiers aux cantons. En 2021, la BNS leur a versé un montant de 6 milliards de francs.

En **Europe**, la BCE bénéficie de sa propre indépendance budgétaire et peut aussi faire libre usage des profits générés par sa politique monétaire. En pratique, elle reverse une grande partie de ses profits à ses actionnaires.

L'indépendance reste fragile en période de crise aigüe

Depuis l'émergence de la crise financière de 2008, l'indépendance des banques centrales a clairement été malmenée. Dans la plupart des pays, l'indépendance des banquiers centraux a en effet été mise à mal par l'instabilité politique et financière et par l'interventionnisme grandissant des gouvernements. Le pouvoir politique s'est en effet immiscé dans la conduite des politiques monétaires dans des pays pourtant parfaitement démocratiques et respectueux de la notion d'indépendance, par ailleurs fixée par ces mêmes gouvernements. Les risques de troubles sociaux, qui devaient venir d'une inflation non maîtrisée, ont pris un autre chemin inattendu, mais tout autant dangereux pour la stabilité du système financier et pour l'ordre social, justifiant une collusion de plus en plus évidente entre les gouvernements et les banquiers centraux.

Finalement, ces événements mettent peut-être simplement en lumière une situation qui a toujours existé en pratique : l'indépendance des banques centrales est fragile et doit être protégée. La FED avait déjà mené une politique agressive sur le marché de la dette publique pour permettre au gouvernement de se refinancer à meilleur compte après la seconde guerre mondiale et s'est engagée dans une voie similaire indirectement depuis l'adoption de QE. Elle détient aujourd'hui une proportion élevée de toute la dette publique américaine, comme c'est aussi le cas au Japon et en zone euro.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modifications sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group
Place de Longemalle 1
1204 Genève - Suisse
T: +41225959611
reception@bbgi.ch
www.bbgi.ch