

# LE TEMPS

---

L'invité Mardi 20 janvier 2015

## BNS: la grande désillusion

Par Philippe Bacchetta\*

**Si la Suisse veut continuer à avoir sa propre monnaie, elle doit donc accepter de vivre dans cette situation d'impuissance et d'être à la merci des turbulences sur les marchés internationaux**

L'abandon du taux plancher a choqué la Suisse et les marchés financiers internationaux. Il faut bien sûr éviter de céder à la panique et d'en dramatiser les conséquences pour l'économie suisse. Mais on ne peut cacher une grande désillusion. Le rôle de la Banque nationale suisse (BNS) est de contrôler les prix et de promouvoir la croissance et la stabilité. Pourtant, son annonce du 15 janvier implique une baisse des prix, une augmentation du chômage et de l'instabilité financière, ainsi qu'une perte considérable pour la BNS elle-même. Ceci est d'autant plus décevant que la BNS nous a donné l'impression (l'illusion?) de contrôler la situation avec le taux plancher. Comment justifier la décision de la BNS? Avait-elle de meilleures options? Et que va-t-il se passer maintenant?

En fait, l'abandon soudain du taux plancher n'est que la suite logique de son adoption en septembre 2011. C'était une stratégie risquée qui pouvait mal se terminer. Elle pouvait fonctionner dans un environnement relativement calme, ce qui a été le cas de 2013 à mi-2014. Mais les choses se sont gâtées ces derniers mois, avec la détérioration économique dans la zone euro, la crise financière russe et les élections en Grèce. Dans ce contexte, la BNS devait intervenir de manière massive et son bilan pouvait exploser. Fin 2014, il représentait 80% du PIB, ce qui était déjà un record mondial. Même s'il n'y a pas de limite claire à la taille du bilan d'une banque centrale, il est évident que les résistances politiques ne peuvent qu'augmenter avec cette taille. La BNS a jugé que l'augmentation de son bilan ne serait pas supportable et qu'il valait mieux abandonner le taux plancher.

Il serait intéressant de connaître les nouvelles informations qui ont conduit la BNS à changer d'avis entre mi-décembre et mi-janvier. Toutefois, il est possible d'avoir une lecture positive sur l'abandon du taux plancher: cette décision était inexorable et il était préférable de la prendre au plus tôt. De plus, la BNS l'a fait de manière «propre», dans le sens que la surprise fut totale et que la décision n'a pas été précédée par des attaques spéculatives qui s'observent typiquement dans un tel contexte. Il y avait des solutions plus graduelles, comme le relèvement du taux plancher à 1,10 ou le remplacement de l'euro par un panier de monnaies. Ces solutions auraient été préférables pour la majorité des agents, mais elles n'auraient pas forcément stoppé les interventions massives et le développement d'attaques spéculatives.

En revanche, on peut se demander si le taux plancher était la bonne stratégie. La période de stabilité du franc de septembre 2011 à fin 2014 compense-t-elle les coûts de l'ajustement brutal en 2015? Le taux plancher a permis de décourager de nombreux investisseurs, dont certains hedge funds, à spéculer sur le franc suisse, ce qui a permis à la BNS de limiter le volume de ses interventions. Mais ces investisseurs semblent de retour et l'appréciation du franc est pour l'instant substantielle. Il est bien probable que le taux plancher ait diminué la motivation des entreprises à se préparer à une telle appréciation; surtout si elles ont eu une grande confiance dans leur banque centrale qui leur promettait de maintenir le taux plancher avec toute la détermination requise.

Mais la désillusion vient du constat d'impuissance de la BNS. Ces deux dernières années, celle-ci

donnait l'impression d'être capable de se confronter au marché des changes: le franc restait stable sans que la BNS n'ait besoin d'intervenir. Malheureusement, ces derniers mois, la BNS n'est devenue que l'ombre d'une banque centrale et fonctionnait comme un «currency board» (caisse d'émission): la base monétaire était totalement déterminée par les entrées de capitaux sans possibilité d'influencer la politique monétaire. Ensuite, l'abandon du taux plancher illustre bien que la BNS ne peut pas lutter durablement contre les marchés financiers et ne peut éviter une forte appréciation du franc.

En théorie, la BNS a retrouvé sa liberté d'action pour sa politique monétaire. Sa stratégie future n'est pas claire pour l'instant, mais cette liberté semble illusoire. Tout d'abord, il n'y a pratiquement pas de marge de manœuvre sur les taux d'intérêt. Ensuite la politique monétaire est fortement conditionnée par l'appréciation du franc suisse et la BNS ne peut pas s'éloigner de la politique de la Banque centrale européenne. Les interventions sur le marché de changes ou les taux négatifs ne peuvent avoir que des effets marginaux et à très court terme. On se rappelle des interventions massives en 2010 qui n'ont pas empêché l'appréciation du franc et ont conduit à des pertes considérables. Si la Suisse veut continuer à avoir sa propre monnaie, elle doit donc accepter de vivre dans cette situation d'impuissance et d'être à la merci des turbulences sur les marchés internationaux. C'est une grande désillusion.

\* Professeur à HEC Lausanne et au Swiss Finance Institute

**LE TEMPS** © 2015 Le Temps SA