

# L'expérience du taux plancher

La politique du taux plancher a fortement gonflé le bilan de la BNS. Réduire la somme du bilan est une nécessité, mais cette démarche se heurte à des résistances au niveau politique.

*Niklaus Blattner*

**Abrégé** On peut comprendre que la Banque nationale suisse (BNS) ait décidé le 6 septembre 2011 d'introduire un taux plancher temporaire pour l'euro en raison de la surévaluation du franc à cette époque. On peut aussi concevoir que la BNS ait interrompu cette expérience le 15 janvier 2015, un peu plus de trois ans après. L'expérience renferme des risques et des effets secondaires considérables. Une somme excessive au bilan restreint notamment la marge de manœuvre économique et monétaire de la banque centrale dans le cas d'une nouvelle crise. À cela s'ajoute une remise en question sociale du mandat de la BNS de la part du public. Il est encore trop tôt pour évaluer l'expérience du taux plancher de manière définitive. Il est toutefois évident que le redimensionnement indispensable du bilan de la BNS, en accord avec le mandat qui lui est conféré par la loi, suppose une formation de l'opinion publique cohérente sur les forces politiques, économiques et sociales.

Conformément à la Constitution et à la législation, la Banque nationale suisse (BNS) doit assurer la stabilité des prix en tenant compte de l'évolution de la conjoncture. La stabilité des prix a la priorité en cas de conflit d'objectifs. Dans les cas normaux, c'est d'abord la gestion des taux à court terme, en tant qu'instrument de politique monétaire, qui est concernée. Le taux de change évolue librement. Plus les exportations suisses de biens et de prestations sont florissantes, plus la demande du franc comme moyen de paiement augmente et plus le taux de change est élevé. Le franc est, en outre, recherché pour sa propriété d'instrument de réserve, ce qui fait aussi monter son cours. Si celui-ci augmente plutôt lentement comme par le passé, le niveau de compétitivité de la Suisse reste élevé grâce à l'innovation, à la rationalisation et à la promotion économique, malgré une tendance persistante à s'apprécier. Si cette dernière est massive, elle peut menacer la compétitivité de notre économie.

Compte tenu de cette pression à la hausse qui a augmenté dans le sillage de la crise financière d'après 2007, la BNS a décidé, le 6 septembre 2011, de modifier considérablement sa politique monétaire. Le taux plancher de 1,20 franc pour un euro a été mis en place immédiatement. Par rapport à décembre 2010, la hausse était de 19 % face à l'euro et de 25 % face au dollar. Cette évolution allait bien au-delà de ce que la Suisse avait l'habitude d'absorber. Au vu des conséquences de la crise financière d'après 2007, le franc est devenu une valeur refuge pour les investisseurs.

Pour imposer son objectif en matière de taux de change, la BNS a été obligée d'acquiescer d'importantes réserves de devises. Par conséquent, le total de son bilan, qui avait déjà plus que doublé entre la fin de 2007 et 2011, a augmenté encore plus rapidement : il a été multiplié par six entre 2007 et 2017 pour atteindre 843 milliards de francs ; les placements de devises, quant à eux, ont été multipliés par quinze pendant cette même période pour s'élever à 790 milliards de francs<sup>1</sup>.

Une comparaison avec le produit intérieur brut (PIB) suisse donne de précieuses informations : en 2007, le total du bilan de la BNS représentait quelque 20 % de celui-ci. Dix ans plus tard, il le dépassait d'un cinquième<sup>2</sup>. Sur le long terme, la Suisse n'a pas besoin d'autant de BNS.

## Les risques économiques du bilan

Un retour à la normale du bilan de la BNS est nécessaire. Ernst Baltensperger, professeur émérite d'économie bernois, s'exprimait dans ce sens dans la *NZZ* en février : « De la même manière que s'est instauré le processus de gonflement des bilans des banques centrales, celles-ci doivent maintenant amorcer conjointement le mouvement inverse. »<sup>3</sup>.

Tout bilan surdimensionné limite fortement la marge de manœuvre des banques centrales en matière de politique économique en cas de nouvelle crise. C'est seulement après un redimensionnement que les

banques centrales, par la remise de liquidités, pourraient faire en sorte que les intérêts baissent à nouveau. Une réduction préalable du bilan est aussi indispensable si une surchauffe conjoncturelle commence à se dessiner. Dans le cas contraire, les avoirs en compte de virement des banques commerciales encore bien fournis aujourd'hui auprès des banques centrales entraînent une expansion des crédits susceptible de compromettre fortement la garantie de stabilité des prix.

Il est vrai que le redimensionnement des bilans se heurte à des résistances. Les États fortement endettés s'y opposeront, parce qu'ils s'attendent à une hausse des taux. La crainte d'une déstabilisation des systèmes bancaires, fragilisés par l'évolution des taux d'intérêt, fait obstacle à la normalisation.

## Les intérêts nationaux sont souvent au premier plan

La pression exercée par la politique place les banques centrales devant un conflit d'objectifs : la collaboration internationale avec d'autres institutions est-elle plus importante que l'intérêt national ?

Les intérêts politiques sont souvent prépondérants. Ainsi, la politique monétaire expansive de la Réserve fédérale des États-Unis (FED) et de la Banque centrale européenne (BCE) a continué à renforcer la surévaluation du franc. Dans ce contexte, la BNS a introduit des intérêts négatifs sur les avoirs en compte de virement des banques.

En d'autres termes : si la Réserve fédérale des États-Unis et la BCE avaient commencé plus tôt à augmenter leurs taux, la BNS n'aurait pas eu besoin d'introduire un taux négatif. Le fait que la BNS l'ait maintenu jusqu'à aujourd'hui montre qu'il ne semble pas toujours opportun de se fier aux hausses des taux rapides et suffisantes des banques centrales partenaires. Ainsi, le taux négatif reste efficace même s'il comporte des risques tout comme le taux plancher.

Les risques existent, puisque la BNS intervient dans les opérations de crédit des banques. Ces opérations sont devenues plus intéressantes pour les banques : au lieu de détenir des avoirs en compte de virement et de

<sup>1</sup> Calculs de l'auteur à l'aide des données de la BNS.

<sup>2</sup> Données sur le PIB de l'OFSE et du Seco.

<sup>3</sup> Baltensperger (2018).

payer des taux négatifs, les banques continuent d'offrir des intérêts bas aux emprunteurs. Les conditions très avantageuses des crédits hypothécaires constituent notamment un motif d'inquiétude.

La BNS avait constaté des signes de surchauffe sur les marchés immobiliers avant même l'introduction du taux d'intérêt négatif. Désormais, de nombreux observateurs se demandent ce qu'il se passera si les taux commencent à remonter significativement – par exemple parce que la BNS doit diminuer son bilan pour les raisons invoquées.

Les hausses de taux d'intérêt après des bulles immobilières augmentent les risques de contrepartie des prêteurs et peuvent déstabiliser le système financier. Il est réjouissant de constater que la BNS et l'Autorité de surveillance des marchés financiers (Finma) avaient l'œil depuis longtemps sur les risques découlant des bulles immobilières. Depuis la mi-2012, il est possible d'imposer aux banques des réserves de fonds propres supérieures pour les affaires hypothécaires et les opérations de crédit immobilier. Le Conseil fédéral a fait entrer en vigueur le volant de fonds propres anticyclique en février 2013. Il a été augmenté une année plus tard.

Il convient d'insister sur l'expérience qu'a été la suppression du taux plancher le 15 janvier 2015. L'atténuation de la pression à la hausse que l'on avait constatée depuis son instauration justifiait la mesure. En même temps, la BCE n'a laissé entrevoir aucun espoir de simplification de sa politique monétaire. La dépendance de la BNS par rapport à la BCE devenait de plus en plus dérangeante. Au vu de cette perspective peu réjouissante, la BNS a décidé de suivre la voie qui lui permettrait de retrouver son autonomie monétaire. Elle s'est, toutefois, réservé le droit de continuer à acheter des devises sans limitation et de prendre d'autres mesures si l'évolution des taux de change l'exige. La suppression surprenante du taux plancher a causé des pertes considérables à de nombreux acteurs financiers sur les marchés des changes, ce qu'ils ont ressenti comme une rupture de confiance.

Il n'est pas étonnant que la croissance des placements de devises et du bilan de la BNS a eu besoin de temps jusqu'à ce qu'elle commence à se tasser après l'interruption de l'expérience. Premièrement, les marchés et la BNS ont dû se ressaisir après la « rupture de confiance » qu'ils avaient ressentie. Deuxièmement, la BNS devait corriger immédiatement les écarts extrêmes du cours de l'euro vers le bas afin de devancer les faux espoirs du marché. Après la suppression du taux

plancher, les réserves de devises de la BNS ont encore augmenté de 50 % au cours des trois années qui ont suivi<sup>4</sup>. En mars dernier, la BNS estimait que le franc se trouvait encore à « un niveau élevé » et que la situation sur le marché des changes était « fragile »<sup>5</sup>.

## Le mandat de la BNS prend un tour politique

Indépendamment des risques économiques, l'expérience de politique monétaire menée par la BNS a entraîné une série d'effets secondaires considérables pour la société. L'image que l'on avait des tâches de la BNS s'est ainsi modifiée. Je défends personnellement la thèse selon laquelle le mandat de la BNS est beaucoup plus sujet à controverse maintenant qu'il y a encore quelques années. Plusieurs expériences en sont la cause : la crise financière mondiale, qui a même mis en difficulté la grande banque UBS, la réévaluation massive du franc, qui a été ressentie comme un danger pour la prospérité de cette nation exportatrice qu'est la Suisse, l'importance soudaine et inattendue de la BNS, qui est apparue comme un sauveur et un pouvoir, et la politique qui, en comparaison, semblait dépassée par la situation.

Pour tester la thèse selon laquelle la représentation que la société se fait du mandat de la BNS a changé ces dernières années, il convient de se rappeler le mandat, les tâches fondamentales, l'indépendance et la légitimité démocratique de la BNS qui sont contenues dans la loi fédérale sur la Banque nationale suisse (LBN) en vigueur depuis 2004<sup>6</sup>.

La BNS a été critiquée par les exportateurs suisses et les syndicats lors de l'introduction du taux plancher, car ceux-ci estimaient que le cours de 1,20 franc pour un euro était trop bas. Plus tard, les mêmes ont déclaré que sa suppression était irresponsable. La tâche de la BNS consisterait à maintenir le cours du franc à un niveau bas dans l'intérêt des exportations suisses, ce qui revient à dire que la BNS devrait promouvoir la compétitivité de la Suisse et le plein emploi avec davantage de détermination. Assurer la stabilité du pouvoir d'achat de la monnaie aurait un poids trop élevé.

En introduisant le taux plancher, la BNS a assumé sa coresponsabilité légale dans l'évolution de l'économie réelle. Elle a donc consciemment accepté les risques pour la stabilité du pouvoir d'achat de la monnaie qui y sont liés. Cependant, ni au début ni lors de l'interruption de l'expérience, les critiques ont accepté que

la responsabilité de la compétitivité suisse ne puisse être mise sur le dos de la BNS et que, au lieu de cela, la stabilité du pouvoir d'achat de la monnaie devait être prioritaire à long terme pour la banque centrale. Cette revendication n'est pas seulement contraire au droit, elle est aussi contreproductive. En effet, si la Suisse tentait de maintenir sa compétitivité en stabilisant durablement les taux de change, elle affaiblirait les forces réelles de la productivité et menacerait sa prospérité.

## Pas de poule aux œufs d'or

D'autres voix refusent le redimensionnement du bilan, parce que son ampleur a rapporté de gros bénéfices à la Confédération et aux cantons ces dernières années. Ce faisant, ils ignorent les risques forcément supérieurs inhérents à la croissance des rendements ; par ailleurs, les conséquences pour la politique monétaire sont encore plus graves. Plus les exigences du public sont élevées face aux bénéfices de la BNS, plus cette dernière devrait prendre en considération, pour ses décisions en matière de politique monétaire, les effets que produisent les rendements des placements qui y sont liés. Certes, la BNS a le droit de faire des bénéfices et la loi règle leur répartition entre les actionnaires – la Confédération et les cantons. Réaliser des bénéfices n'est toutefois pas au cœur de son mandat. Le conflit d'objectifs entre la fonction de banque centrale en tant que « machine à faire de l'argent » et celle d'instance chargée d'assurer la stabilité du pouvoir d'achat de la monnaie est indissoluble.

Quand, pour des raisons de politique monétaire, la BNS doit réduire les avoirs en compte de virement des banques et d'autres investisseurs, cela s'accompagne obligatoirement d'une diminution de l'actif du bilan<sup>7</sup>. En revanche, si la politique veut un fonds public en Suisse, celui-ci doit d'abord être financé. Pour des raisons légales, la planche à billets n'entre pas en ligne de compte, et nous n'avons pas de pétrole en mer du Nord comme la Norvège. Il faudrait donc percevoir des contributions publiques pour financer le fonds, réaffecter les revenus de biens publics existants ou vendre une partie de ces derniers pour assurer le financement du fonds<sup>8</sup>.

## Sauveur ou acteur superpuissant ?

Alors que certains apprécient la banque centrale pour son rôle de sauveur, d'autres

<sup>4</sup> Calculs de l'auteur.

<sup>5</sup> BNS (2018).

<sup>6</sup> Conseil fédéral (2002).

<sup>7</sup> Baltensperger (2018).

<sup>8</sup> Blattner (2011).

craignent son pouvoir politique excessif. On peut affirmer a posteriori qu'avec leur politique, les banques centrales ont contribué à la stabilisation des systèmes financiers, de la conjoncture et du marché de l'emploi lors de la crise financière. Dans le même temps, elles ont réussi à éviter la déflation. Le succès des banques centrales paraît d'autant plus grand que les autres instances de la politique économique n'ont guère fourni de prestations comparables. Elles ne se sont pas investies dans les réformes nécessaires, conditions d'une reprise rapide après la crise et n'ont pas stabilisé les systèmes financiers ni donné des impulsions majeures à la formation et aux infrastructures. La plupart des gouvernements se sont montrés totalement impuissants<sup>9</sup>. Par conséquent, les banques centrales se sont vu attribuer un pouvoir qu'elles n'avaient pas cherché à obtenir.

En Suisse aussi, on critique le pouvoir de la BNS. Certains affirment qu'elle a plus d'influence que le gouvernement et le Parlement. Selon la formule «La politique monétaire est trop importante pour la laisser à la BNS», les politiciens et les experts mettent continuellement des propositions de réforme sur la table. Quelques-uns exigent que la Direction générale formée de trois membres s'ouvre de toute urgence, afin d'accueillir des membres supplémentaires et ancrer ainsi davantage dans l'économie et la société.

D'autres souhaitent la suppression de l'argent liquide et son remplacement par des supports numériques. Il ne s'agit pas tant de compliquer la vie des criminels que de faciliter la mise en application des intérêts négatifs par les banques centrales. S'il n'y a plus d'argent liquide, les intérêts négatifs ne pourront plus être évités par la thésaurisation des billets de banque.

Les propositions qui visent à modifier le régime monétaire sont plus fondamentales. Elles obéissent à des logiques complètement différentes. Ceux qui critiquent la BNS

estiment par exemple qu'on ferait mieux de remplacer le franc par l'euro au lieu de livrer constamment une bataille contre la réévaluation de notre monnaie nationale. Dans le secteur financier, des voix s'élèvent pour dire qu'il serait mieux d'avoir non pas moins, mais plus de devises. Cela étant, les cryptomonnaies, si elles étaient en concurrence avec les devises actuelles, contribueraient à améliorer la qualité de celles-ci. Si les agents économiques pouvaient choisir leur devise librement, ils choisiraient avant tout celle qui procure les plus gros avantages aux utilisateurs. Les auteurs de l'initiative «Monnaie pleine» souhaitent au contraire donner davantage de pouvoir à la BNS. Tout cela démontre qu'un changement fondamental des valeurs semble se produire depuis la révision de la loi sur la Banque nationale il y a 14 ans.

### Quel avenir ?

La mise en place d'un taux plancher n'est pas un fait nouveau dans l'histoire de la BNS. En effet, il y a 40 ans, elle appliquait déjà avec succès un taux plancher de plus de 80 francs pour 100 marks allemands<sup>10</sup>. Cette expérience somme toute positive en matière de fixation d'un objectif de taux de change a peut-être facilité la décision de la BNS en automne 2011.

Alors que la première expérience de la BNS avec le taux plancher a une valeur anecdotique dans l'histoire de la politique monétaire suisse, l'introduction du taux plancher de l'euro constitue une étape marquante comme le montre à elle seule l'augmentation du bilan total de notre banque centrale mentionnée au début du présent article. Il y a plus important encore : l'expérience de jadis a éliminé durablement quelques années plus tard la surévaluation du franc par rapport au mark allemand, alors que personne ne peut savoir aujourd'hui si, dans le cadre de la vaste expérience menée actuellement, la correction du taux de change entre l'euro et le franc sera durable.

La BNS s'est lancée dans l'expérience du taux plancher conformément à son mandat public. Elle a ainsi contribué de manière signi-

ficative au non-avènement de la crise économique tant redoutée en raison de la surévaluation initiale du franc. Le jugement qui sera porté ultérieurement sur l'ensemble de cette expérience ne dépendra pas seulement du contrôle réel des risques économiques ; il sera tout aussi déterminant de voir comment les effets secondaires sociaux – la remise en question actuelle du mandat de la banque nationale – pourront être assumés. Le franchissement de cet obstacle ne dépend pas seulement de la BNS. Il a surtout besoin du soutien des forces politiques, économiques et sociales.

Il apparaît toutefois que les plus grandes incertitudes découlent des risques géopolitiques et économiques actuels. Deux problématiques suscitent des inquiétudes dans la perspective suisse : d'une part, la remise en question de la liberté du commerce international et, d'autre part, l'avenir incertain de l'Union européenne. Ce dernier point a déjà mené à une surévaluation considérable et soudaine du franc au début de la crise financière de 2007. Une nouvelle flambée financière et économique en lien avec une fuite vers cette valeur refuge que représente le franc viendrait pour ainsi dire à point nommé pour bloquer le retour de la Suisse dans la normalité de sa politique monétaire.



**Niklaus Blattner**

Professeur émérite d'économie nationale à l'université de Bâle, ancien vice-président de la Banque nationale suisse (BNS)

### Bibliographie

- Baltensperger Ernst, «Die Zentralbanken müssen zusammenarbeiten», *NZZ*, 22 février 2018.  
 Blattner Niklaus, «Der Franken ist kein Nordseeöl», *NZZ*, 18 octobre 2011, p. 26.  
 Conseil fédéral, «Message concernant la révision de la loi sur la Banque nationale du 26 juin 2002», *Feuille fédérale*, 2002, p. 5645.  
 BNS, *La Banque nationale suisse, 1907–2007*, Zurich, 2007.  
 BNS, *Examen du 15 mars 2018 de la situation économique et monétaire*, communiqué de presse, 2018.

<sup>9</sup> La Suisse et les États-Unis constituaient des exceptions pour ce qui est de l'investissement pour le rétablissement de la stabilité financière. La collaboration entre la banque centrale et le ministère des Finances s'est déroulée de manière exemplaire dans ces pays.

<sup>10</sup> BNS (2007), p. 190–193.