

LA BANQUE NATIONALE SUISSE
DANS LES TOURBILLONS
DES CRISES FINANCIERES

Conférence

de

Jean Zwahlen

Senior Advisor for Asia, Union Bancaire Privée, UBP SA

a. Ambassadeur

a. Membre du Directoire de la BNS

*Jean Zwahlen est membre fondateur de l'Association
« La Suisse en Europe », ASE (www.suisse-en-europe.ch)*

prononcée au Château de Penthes

le 19 septembre 2016

pour le **Forum Suisse de Politique Internationale (FSPI)**

* * *

Seul le texte prononcé fait foi

I - NOTIONS DE POLITIQUE MONETAIRE

1. LE SYSTÈME MONETAIRE INTERNATIONAL

1944 :

44 pays signent et ratifient les Accords de Bretton Woods qui établissent l'Ordre monétaire international de l'après-guerre sous l'égide du FMI et de la BIRD.

Caractéristiques du système : Il est construit sur le principe de l'étalon de change-or (Gold Exchange Standard), par lequel la parité de chaque monnaie est exprimée en termes d'or voire de dollars. Le FMI veille à ce que les pays membres respectent la parité de leur monnaie.

Fonctionnement du système : Dès 1947, l'or voit son rôle diminuer au profit du dollar qui devient progressivement la monnaie de réserve de change jusqu'à ce que, en 1971, Nixon abolisse définitivement sa convertibilité en or.

Cette décision scelle la fin des Accords de Bretton Woods et entérine la pratique des changes flottants.

1971 à 1976 :

Ces années consacrées à réformer le Système Monétaire International, aboutissent, en 1976, à l'Accord de la Jamaïque, qui innove sur deux points :

- Les pays membres doivent s'abstenir de manipuler leurs taux de change à des fins compétitives. C'est donc la consécration du flottement libre des monnaies.
- L'or est démonétisé. Il est éliminé des statuts du FMI et remplacé par le DTS ⁽¹⁾, dont la valeur sera basée, dès octobre 2016, sur un panier de 5 monnaies, puisque le renminbi s'ajoutera à cette date aux 4 monnaies qui le composaient jusqu'alors : Dollar, Euro, Yen, Livre Sterling.

1985 : Les Accords du Plaza

Ils ont été conclus par les 5 grands pays d'alors – USA, ROYAUME UNI, RFA, FRANCE, JAPON – pour mettre de l'ordre dans un monde secoué depuis les années 80 par des turbulences monétaires et une forte appréciation du dollar (+ 44 % en 5 ans).

En intervenant collectivement, ces 5 pays ont rétabli un peu d'ordre. Toutefois, au fil des ans, leurs interventions se sont raréfiées. Désormais ce sont les marchés qui mènent le bal.

⁽¹⁾ *Le DTS, créé en 1999 suite à une révision des statuts du FMI, est une réserve de change officielle complétant les réserves détenues en devises par les banques centrales.*

2. LA POLITIQUE MONETAIRE CONVENTIONNELLE

En politique monétaire conventionnelle, l'objectif assigné aux banques centrales est d'assurer la stabilité des prix, généralement définie comme un taux d'inflation égal ou légèrement inférieur à 2 % ⁽¹⁾.

Pour réaliser cet objectif, les banques centrales peuvent

- soit mener une politique monétaire autonome ou indépendante axée sur les besoins spécifiques de l'économie d'un pays ;
- soit reprendre la politique monétaire d'un autre pays, pour autant qu'il y ait étroite interdépendance entre les économies des deux entités.

Avec la récurrence et la violence croissantes des crises financières, les banques centrales ont été amenées à s'occuper de la stabilité financière. Il s'agit d'un nouveau quasi-mandat plus ou moins officiel, dicté par les circonstances, qui a élargi le rôle des banques centrales dans la crise actuelle.

3. LA POLITIQUE MONETAIRE NON CONVENTIONNELLE, AUSSI APPELEE POLITIQUE D'ASSOULISSEMENT QUANTITATIF OU QUANTITATIVE EASING (QE)

- La politique monétaire non conventionnelle est une politique par laquelle les banques centrales créent de la monnaie, au lieu d'utiliser l'instrument classique de la politique monétaire conventionnelle qui est le taux d'intérêt.

Pour y parvenir, elles font tourner la planche à billets en achetant de la dette publique ou privée (obligations notamment) auprès des banques, compagnies d'assurance, etc.

Pour payer les titres qu'elles achètent, les banques centrales mettent en circulation la monnaie qu'elles ont créée.

L'effet escompté est d'inciter les vendeurs de ces titres à utiliser l'argent reçu pour investir dans l'économie et relancer ainsi la croissance, voire l'inflation.

- Un autre objectif, moins avéré, est d'utiliser les QE pour faire baisser les taux d'intérêt en escomptant que la monnaie se dépréciera et que les exportations en profiteront.

⁽¹⁾ *Annexe N° 1 – LE LIBOR*

En se généralisant, cet objectif peut générer des guerres des monnaies. Il y a des limites à observer car les banques centrales qui ne les respectent pas exportent la crise vers leurs partenaires.

Cependant, faute de coopération internationale, cette pratique est plus répandue qu'il n'y paraît. En outre, le FMI ne vérifie pas suffisamment si les dépréciations des monnaies correspondent à un véritable problème de compétitivité.

- Le recours à la politique monétaire non-conventionnelle intervient quand la politique monétaire conventionnelle a perdu l'essentiel de son efficacité. C'est ce qui s'est produit avec la crise de 2008 alors que les taux d'intérêt, abaissés à des niveaux proches de 0 %, ne purent plus transmettre aux marchés les messages de la politique monétaire.

De nombreuses banques centrales ⁽¹⁾ recoururent alors aux QE.

II - POLITIQUE MONETAIRE SUISSE

1. PRINCIPES DE LA POLITIQUE MONETAIRE SUISSE

La BNS se range dans le camp des pays qui pratiquent une politique monétaire indépendante ou autonome, laquelle est axée sur les besoins de notre économie.

Si cette politique est relativement aisée à mener lorsque les marchés sont calmes, son fonctionnement devient plus aléatoire en périodes de turbulences.

Cela tient au fait que notre économie, largement ouverte, subit les contrecoups des événements internationaux, et en particulier ceux de l'UE, notre principal partenaire.

Ainsi, en 2011, suite à la crise de l'Euro qui avait provoqué d'importantes sorties de capitaux, le Franc Suisse s'est envolé car il avait retrouvé son statut de valeur refuge.

Cela démontre que les politiques monétaires autonomes des banques centrales de petites économies connaissent des limites que n'ont pas celles des grands ensembles.

⁽¹⁾ ***Bank of Japan (2000), FeD (2008), Bank of England (2009), BCE (2009), BANQUE DU DANEMARK (2015), BANQUE DE SUEDE (2015), BNS (2015), ...***

Cela ne signifie pas que la BNS doive pour autant renoncer à sa politique autonome car elle peut tout de même tenir compte, dans une certaine mesure, des besoins spécifiques de notre économie, dont le moteur de croissance se différencie de celui de nos voisins européens à deux titres :

- nous avons un secteur industriel plus important que celui de la moyenne européenne et
- une place financière qui reste largement internationale malgré les revers qu'elle a subis.

2. PARCOURS DE LA POLITIQUE MONETAIRE SUISSE DE 1975 A NOS JOURS

Je l'évoquerai en 4 séquences :

- 1975 à 2008
- 2008 à 2011
- 2011 à 2014
- 2015 à ce jour

Première séquence : 1975 à 2008

Pendant cette période assez calme, la BNS mène une politique autonome en utilisant son instrument classique : le taux d'intérêt à court terme.

C'est par ce canal qu'elle transmet sa politique et influence les conditions monétaires du marché.

Deuxième séquence : 2008 à 2011

La caractéristique de cette période est la faillite de Lehman Brothers et l'éclatement de la crise financière dont nous ne sommes toujours pas sortis.

Nous assistons alors à un effondrement mondial de la demande de biens et services :

- entre 2008 et 2009, les importations/exportations mondiales reculent de 25 % ;
- en Suisse, le PIB chute de 3,4 % et l'inflation devient négative : -1 %.

Pour contrer cette crise dévastatrice, la BNS utilise à fond l'instrument de la politique monétaire classique, soit la baisse du taux d'intérêt, qu'elle ramène progressivement à 0 %.

Grâce à sa réaction rapide et vigoureuse et à celle de ses consœurs, l'effondrement de la demande est amorti.

Troisième séquence : 06.09.2011 à 2014

La crise financière qui se déploie en Europe fait naître des craintes pour la survie de l'Euro.

Les marchés financiers cessent alors de considérer l'Eurozone comme une entité monolithique jouissant du bas niveau des taux d'intérêt des emprunts souverains allemands. La réapparition du risque-pays fait alors éclater le différentiel des taux d'intérêt entre les Etats membres de l'Eurozone.

Il en résulte des sorties de capitaux et une ruée sur le Franc Suisse :

- alors qu'en 2007, l'Euro valait CHF 1,65, il se traite quasiment à la parité en 2008 ;
- alors que 1 Dollar valait CHF 1,25 en 2011, il est parfois tombé à 0,75.

Pour faire face à l'appréciation fulgurante du CHF par rapport à toutes les grandes monnaies, la BNS instaure, le 6 septembre 2011, un cours-plancher de CHF 1,20 pour 1 Euro.

Cette décision radicale était la seule envisageable pour enrayer l'appréciation dévastatrice du CHF pour notre économie.

C'était la seule mesure possible en effet car, après avoir abaissé à 0 % son taux d'intérêt à 3 mois, la BNS avait épuisé les moyens de la politique monétaire conventionnelle.

Quatrième séquence : 15.01.2015 à ce jour

Cette époque est marquée par le lancement par la BCE d'un vaste programme d'assouplissement quantitatif pour faire remonter le taux de déflation tombé à -2 % en 2014. Ce programme est très ambitieux, tant par la durée que la BCE lui assigne que par le volume et la diversité des titres achetables.

Ce programme entraîne un affaiblissement de l'Euro et déclenche des sorties de fonds.

La situation devient alors rocambolesque car les détenteurs d'Euros qui veulent s'en délester pour se couvrir contre son éventuelle implosion bénéficient de la garantie de change que leur offre la BNS en intervenant pour défendre son cours-plancher !

Voyant alors son bilan exploser, la BNS abolit abruptement son cours plancher, le 15 janvier 2015, et adopte à son tour une politique monétaire non conventionnelle.

III - LES TAUX D'INTERET NEGATIFS

1. GENERALITES

Les taux d'intérêt négatifs constituent une nouveauté dont on mesure encore mal les conséquences.

En soi, ils sont révolutionnaires car ils contredisent les principes de l'économie de marché en favorisant la consommation au détriment de l'épargne. En profitent les Etats endettés, car ils atténuent le fardeau du remboursement de la dette, tandis que les épargnants en souffrent car ils mangent leur épargne.

2. LE TAUX D'INTERET NEGATIF DE LA BNS

En janvier 2015, en introduisant un taux d'intérêt négatif de -0,75 % ⁽¹⁾, qui est, avec celui du Danemark, le taux le plus bas de toutes les banques centrales, la BNS visait 3 objectifs :

Premier objectif

Avec un taux d'intérêt plus négatif que celui de la BCE ⁽²⁾, la BNS entendait rétablir le différentiel entre nos taux historiquement plus bas que ceux de l'Eurozone et contenir l'appréciation du CHF en diminuant son attrait.

Deuxième objectif

Enrayer la chute des prix qui aggravait le risque de déflation.

Troisième objectif

Inciter les clients des banques suisses et les investisseurs à recycler leurs fonds à l'étranger pour affaiblir le CHF.

⁽¹⁾ *Initialement, le taux avait été fixé à -0,25 % mais il a été renforcé par la suite*

⁽²⁾ *Le taux correspondant de la BCE est de -0,40 %.*

3. CRITIQUES DU TAUX NEGATIF DE LA BNS

Le taux négatif fait l'objet de critiques récurrentes.

En voici quelques-unes :

Premièrement

Le taux négatif introduit une distorsion de concurrence qui fausse le fonctionnement du système financier suisse, car les règles d'application de la BNS diffèrent selon qu'il s'agit de banques universelles, de banques régionales, de banques privées, voire de banques étrangères.

Deuxièmement

Les banques sont confrontées à la délicate question de savoir si elles peuvent répercuter le taux négatif sur les comptes de leurs clients. Ce dilemme croît avec la prolongation du maintien en force de ce taux.

Troisièmement

Le taux négatif pénalise la quête de fonds des banques. Comment peuvent-elles inciter quiconque à ouvrir un compte ou à l'alimenter alors qu'il risque d'être frappé d'un taux d'intérêt négatif ?

Quatrièmement

Le taux d'intérêt négatif incite les acteurs économiques à conserver leurs liquidités (coffres-forts, cash). L'augmentation du nombre de billets de Frs 1'000 en circulation en est un indice ⁽¹⁾. Conséquence : la vitesse de circulation de l'argent ralentit.

Cinquièmement

Ce taux entraîne des déficits de couverture pour les fonds de pension, déficits qui pèsent sur la rentabilité du capital. En outre, il accroît la charge des cotisants actifs, menace d'autant plus réelle qu'il paraît politiquement impossible de songer à réduire les rentes quand bien même le nombre de personnes actives diminue et la population vieillit.

⁽¹⁾ *Valeur en CHF en 2015 : 41'793'251'000, représentant 62 % de la valeur des billets en circulation.*

4. ABANDON DU TAUX D'INTERÊT NEGATIF DE LA BNS ?

Il serait souhaitable que la BNS puisse lever son taux négatif mais le contexte international ne s'y prêtera pas tant que perdurera la généralisation des taux bas. Or, elle n'est pas prête de s'inverser, notamment en Europe où la BCE annonce régulièrement qu'elle entend poursuivre et même amplifier son programme d'assouplissement quantitatif.

En bref, la BNS est prisonnière des décisions de la BCE.

IV - EVALUATIONS

1. LE SYSTÈME MONÉTAIRE INTERNATIONAL

Depuis 1971, il n'y a plus de véritable système monétaire. Comme l'a écrit Jacques de Larosière ⁽¹⁾, nous vivons dans « *un contexte de non-système international* » caractérisé par un flottement généralisé des monnaies et une liberté d'agir sans contrainte sur les changes.

Or, avec l'intégration des marchés financiers et l'explosion des liquidités mondiales due à la généralisation des politiques monétaires non conventionnelles, de vastes mouvements de capitaux, déconnectés de l'économie réelle, peuvent se mettre en mouvement soudainement et déstabiliser les cours de change.

Dans cet environnement précaire, le FMI, dans l'exercice de ses compétences, devrait être plus directif pour coordonner les politiques monétaires (à propos de la création de liquidités) et de change (dévaluations compétitives des monnaies).

Et il faudrait aussi que la volonté de coopération des Etats se réanime !

2. QUID DE LA POLITIQUE AUTONOME DE LA BNS ?

La BNS entend mener une politique monétaire autonome, politique qu'elle juge la mieux adaptée aux besoins de notre économie.

Sans remettre en question la valeur de ce jugement, j'ai constaté que la BNS n'a vraiment pu mener cette politique que pendant une séquence sur les quatre que j'ai mentionnées, soit de 1975 à 2008.

(1) **Jacques de Larosière « 50 ans de crises financières » (Odile Jacob)**

Cela montre combien le monde change, secoué par la répétition de crises financières toujours plus fréquentes et violentes.

Nous ne pouvons que le déplorer et souhaiter le retour de temps plus cléments ! Mais, est-ce réaliste ? J'en doute aux deux motifs suivants :

a) Déficiences de la coopération monétaire internationale

Dans notre monde intégré et interconnecté économiquement et financièrement, les grands pays prennent trop souvent leurs décisions de politique économique et monétaire sans consulter leurs partenaires qui en subissent pourtant les contrecoups.

En constatant cela, j'ai naturellement la Suisse en point de mire car, pour une petite économie ouverte, avec une monnaie très internationale ⁽¹⁾ due à son statut de valeur refuge, nous sommes particulièrement exposés aux retombées des politiques de nos partenaires. C'est pourquoi la BNS peine à mener la politique autonome de son choix.

Donc, la marge d'autonomie de la BNS s'est réduite sous les coups de boutoir des turbulences mondiales et des décisions de la BCE auxquelles nous ne pouvons pas nous soustraire.

b) Les crises financières

La fréquence et la violence des crises financières croissent dangereusement :

1995 : Crise mexicaine
 1997 : Crise des pays du Sud-Est asiatique
 1998 : Crise russe
 2000 : Bulle internet
 2008 : Crise des *subprimes*
 2009 : Crise de l'UE.

Quand bien même nous ne sommes toujours pas sortis de la crise de 2008/09, les signes avant-coureurs d'une nouvelle bulle financière se profilent déjà à l'horizon.

Suite à la généralisation des politiques d'assouplissement quantitatif menées depuis 2008, les banques centrales ont inondé le marché de liquidités. Elles se montent aujourd'hui à plus de 20'000 milliards de USD, soit 3 fois plus qu'en 2008 et 10 fois plus qu'en 2000.

Une bonne partie de ces liquidités a été investie dans des actifs plus risqués, notamment dans les pays émergents, car les rendements des obligations des Etats développés sont très faibles.

(1) *Le CHF est la 7^{ème} monnaie la plus traitée dans le monde. Avant la crise et les mesures de la BNS, le CHF occupait même le 6^{ème} rang.*

Or, comme la situation des pays émergents est peu stable, il suffit que la FED évoque la possibilité de relever ses taux pour que ces liquidités refluent massivement vers les Etats-Unis. En 2015, les reflux ont atteint 300 à 400 milliards de USD pendant quelques mois.

Ces mouvements alimentent la spéculation et renforcent la nervosité et la volatilité des marchés.

Cela étant, je doute que la BNS puisse regagner l'autonomie dont elle a besoin pour défendre notre économie.

Il ne s'agit pas d'une critique envers la BNS, car elle fait tout ce qu'elle peut, mais d'un constat d'inquiétude face au désarroi de notre monde.

3. TAUX NEGATIFS

Quelques remarques à leur sujet :

- En introduisant des taux négatifs, la plupart des banques centrales – la BNS fait exception – voulaient décourager les banques à déposer leur argent auprès d'elles et les inciter à prêter aux entreprises et aux privés à des conditions avantageuses.

Elles espéraient ainsi relancer la demande, les investissements et la croissance.

Cette politique a été positive dans un premier temps mais elle s'est ensuite essoufflée.

Ce n'est guère étonnant car :

- d'une part, la morosité de la situation économique et la stagnation des salaires incitent à l'épargne plutôt qu'à la dépense.

Chiffres à l'appui, l'OCDE a montré que l'épargne n'a jamais été aussi abondante dans les pays qui ont des taux négatifs depuis qu'elle a commencé à collecter ces données en 1995.

- d'autre part, pour inciter les entreprises à investir, il faut que les perspectives économiques soient stables et prévisibles à cause des implications financières à long terme des décisions d'investissements. Or, en l'état, ces conditions ne sont pas remplies.
- Autre inconvénient des taux négatifs. Ils sont préjudiciables pour les établissements de crédit car ils érodent leur rentabilité.

Je m'explique. La rentabilité de ces établissements découle de ce qu'on appelle en jargon technique les « gains de transformation ». Ils résultent de la différence entre les taux bas, versés aux déposants, et les taux plus élevés auxquels prêtent ces établissements.

Dès lors si, à cause des intérêts négatifs les taux prêteurs tombent au niveau des taux de dépôts, la rentabilité de ces établissements disparaît.

Les taux négatifs introduits en 2014 dans l'Eurozone ont rapporté 2.64 milliards d'Euros à la BCE !

Il n'est donc pas étonnant que les banques s'en plaignent et essaient de les contourner.

4. QUID DES POLITIQUES MONÉTAIRES NON CONVENTIONNELLES ?

Les banques centrales ont-elles raison de persister à poursuivre des politiques monétaires non conventionnelles, dont les effets deviennent moins évidents avec le temps ?

La réponse est malaisée car, comme les cycles conjoncturels ne sont pas synchronisés entre les Etats Unis, l'UE et le Japon, des remous risquent de se produire quand une des grandes banques centrales relèvera ses taux alors que les autres ne bougeront pas.

Personnellement, je ne suis pas très partisan de ces politiques, tout en reconnaissant les effets bénéfiques qu'elles ont eues au début de la crise.

Toutefois, par la suite, ces effets se sont estompés et je crains qu'en prolongeant encore ces politiques, les effets négatifs l'emportent.

* * *

J'énumérerai quelques effets positifs et négatifs des QE.

En voici deux qui sont positifs :

- Les politiques monétaires ultra-accommodantes, lancées au tout début de la crise, ont eu le mérite de l'enrayer et, peut-être, d'avoir évité l'implosion de l'Euro. Ces politiques ont donc été efficaces à court terme.
- Les QE étaient censées offrir un répit aux responsables de la politique budgétaire pour mettre en place des mesures structurelles. Malheureusement, ne l'ayant pas ou trop peu fait, ils ont contraint les banques centrales à poursuivre le cours de ces politiques.

Or, la politique monétaire est inapte à résoudre des problèmes structurels tels les rigidités des marchés du travail, les déficiences des systèmes éducatifs, voire les pertes de compétitivité.

Voici maintenant quelques effets négatifs des QE :

- Leur lancement s'est fait sans coordination. Ce fut une erreur compte tenu de l'étroite interdépendance de notre monde.

J'ose espérer, au moment où il s'agira de sortir de ces politiques, que les banques centrales ressentiront la nécessité de coopérer pour prévenir la volatilité que provoquerait la mise en mouvement de ces masses de liquidités.

En réalisant ces dangers, on comprend mieux la valse hésitation de la FED quand il est question de relever son taux directeur.

Je me demande aussi si ce n'est pas la crainte de ne plus pouvoir mettre fin aux QE qui donne tant d'actualité à « *Bitcoin* » (*voir Annexe N° 2*) et à « *L'hélicoptère monétaire* » (*voir Annexe N° 3*).

En continuant d'inonder le marché de liquidités, les politiques monétaires expansionnistes, assorties de taux bas, ne contraignent pas les gouvernements à assainir leurs budgets ni à réduire leur endettement.

- Les QE n'ont pas fait revenir l'inflation ni repartir le crédit mais elles sont en train de créer une inflation des prix des actifs car, en les achetant, les banques centrales en font monter le cours.
- L'abondance des liquidités générée par les QE accroît la taille des capitaux susceptibles de déstabiliser les marchés financiers quand ils se mettent soudainement en mouvement.

5. TAUX NEGATIF DE LA BNS

Le taux négatif de la BNS a été introduit en 2011. Les raisons de son introduction diffèrent de celles de la plupart de ses consœurs ⁽¹⁾.

Tout d'abord, son objectif ne vise pas à dynamiser le crédit bancaire car il fonctionne à satisfaction en Suisse.

Ensuite, la BNS n'achète pas d'obligations de la Confédération car notre endettement public est faible en comparaison internationale.

Le but du taux négatif de la BNS a été de réduire l'attrait du CHF pour en contrer l'appréciation.

Annexes N°2 et N°3

⁽¹⁾ *Le Danemark et la Suède sont sur la même ligne que la BNS*

Le taux négatif n'est pas populaire auprès des agents économiques concernés car il entame leur profitabilité. C'est pourquoi, ils cherchent à en atténuer les effets.

Les banques par exemple recourent à des stratagèmes tels cash, coffres-forts voire arbitrages qui fonctionnent comme suit :

Les instituts dont les dépôts sont inférieurs aux montants exonérés par la BNS prêtent le solde aux instituts dont les dépôts excèdent le montant exonéré.

C'est une situation *win-win*, les deux parties étant gagnantes :

- le créancier, par l'intérêt qu'il perçoit sur son débiteur ;
- le débiteur, parce qu'il paie un intérêt négatif moins élevé que celui qu'il devrait verser à la BNS.

Si le taux négatif devait être maintenu longtemps encore, les banques pourraient devoir le répercuter sur l'ensemble des comptes de leur clientèle alors qu'elles agissent sélectivement pour le moment.

La somme sur laquelle la BNS prélève le taux négatif porte sur 170 milliards de CHF qui lui ont rapporté plus de 1 milliard de CHF en 2015 et près de 700 millions de CHF pour le premier semestre de cette année.

6. LE COURS PLANCHER DE LA BNS

Ce sont les bouleversements internationaux qui ont imposé l'introduction et la suppression du cours-plancher de la BNS.

En 2011, lors de son introduction, l'appréciation fulgurante du CHF constituait une grave menace pour notre économie. Le cours-plancher a eu le mérite de l'enrayer.

Quant à sa suppression, le 6 janvier 2015, c'est la BCE qui l'a provoquée en annonçant son intention d'introduire un nouveau programme d'assouplissement quantitatif, dont on pressentait à juste titre qu'il affaiblirait l'Euro, soumettrait le CHF à de nouvelles poussées haussières et obligerait la BNS à intervenir encore davantage pour défendre le taux plancher.

Face à cette perspective, la BNS abandonna abruptement le cours-plancher, en pleine crise, et adopta une politique monétaire non conventionnelle, axée sur deux piliers :

- introduction d'un taux d'intérêt négatif de -0,75 % ⁽¹⁾ sur les avoirs à vue détenus à la BNS par les banques et autres intervenants financiers (assurances notamment) ;
- détermination déclarée publiquement d'intervenir au besoin sur le marché des changes.

⁽¹⁾ *Initialement, ce taux avait été fixé à 0,25 %*

L'abolition du cours plancher provoqua une forte appréciation du CHF, appréciation qui s'est légèrement atténuée par la suite.

Malgré cela, le CHF continue d'être surévalué et le bilan de la BNS de se gonfler. En juin dernier, il a dépassé le PIB de la Suisse avec CHF 690 milliards, soit CHF 50 milliards de plus qu'en décembre 2015.

Bilan de la politique du cours plancher

a) Que penser de cette politique ?

Le cours-plancher a offert à notre économie un répit relatif bienvenu, quand bien même le CHF a continué d'être surévalué.

Envers l'étranger, la BNS a manifesté sa résolution de défendre le cours-plancher en annonçant qu'elle interviendrait au besoin.

Techniquement, le recours au taux plancher s'expliquait par le fait que la BNS avait épuisé les moyens de la politique monétaire conventionnelle.

Je m'explique.

Traditionnellement, nos taux d'intérêt sont plus bas que ceux de nos voisins. Ce différentiel est la consécration de notre stabilité légendaire.

Pour bénéficier de la sécurité qu'offre cette stabilité, les investisseurs étrangers sont prêts à accepter des rendements inférieurs sur leurs placements en Suisse.

Mais la crise financière de 2008 a bouleversé cet état de fait. Pour l'enrayer, toutes les banques centrales abaissèrent leurs taux, éliminant ainsi l'écart entre nos taux et ceux de nos voisins.

L'introduction du taux négatif a rétabli ce différentiel.

b) Voyons maintenant la question de l'abandon du cours-plancher.

Dans l'esprit de la BNS, le cours plancher était destiné à faire face à une situation exceptionnelle. Il devait donc être temporaire.

Sa levée abrupte, le 6 janvier 2015, en pleine tourmente, n'a pas laissé l'impression d'une décision mûrement réfléchie.

Toutefois, on peut comprendre la BNS qui a vraisemblablement estimé que les turbulences s'aggravaient et que le gonflement de son bilan – quand bien même il n'y a pas de limite technique au bilan d'une banque centrale – l'empêcherait à terme de conduire une politique monétaire dans l'intérêt du pays.

Il est vrai que la menace d'implosion de l'Euro était alors si forte que même des banques centrales s'en délestaient.

Il est vrai aussi que le cours-plancher incitait ceux qui voulaient s'en débarrasser, à le faire, car, en défendant le cours-plancher, la BNS assumait le risque de change.

Il n'empêche que certaines voix autorisées ont fait valoir qu'il eût été plus judicieux de lever le cours-plancher en période d'accalmie (en 2013 par exemple).

D'autres commentateurs ont estimé que l'arrimage du CHF à un panier de monnaies, avec l'USD notamment, aurait été préférable à l'abandon pur et simple du cours-plancher.

Ces points de vue sont pertinents, mais il est naturellement plus aisé d'être judicieux a posteriori.

Dans un monde où le risque de déflation s'est généralisé ⁽¹⁾, l'abandon du cours plancher a eu un effet déflationniste sur notre économie car il y a eu

- Pression sur les salaires
 - Allongement du temps de travail sans compensation salariale
 - Stagnation des investissements
 - Développement du tourisme d'achat transfrontalier
 - Chute du tourisme
 - Pression sur les coûts
- etc.

La BNS relativise, avec raison, la gravité de cet effet déflationniste en arguant que la déflation n'est pas trop inquiétante en Suisse, car elle est attribuable avant tout au recul des cours du pétrole et des matières premières.

La BNS relève aussi que malgré l'abandon du cours-plancher, l'économie suisse s'est montrée assez résiliente puisqu'elle a tout de même crû de 0,9 % en 2015.

V - MESSAGES

Ce tour d'horizon de quelques problèmes monétaires et financiers n'est pas rassurant. Mais je le tiens pour réaliste.

Au-delà des problèmes évoqués, des changements profonds sont en train de se produire.

⁽¹⁾ *Annexe No 4*

J'en mentionnerai 3 :

a) L'INFLATION

Après les ravages qu'elle a causés dans les années 70, sa faiblesse d'aujourd'hui déconcerte les banquiers centraux qui, depuis des années, inondent, sans succès, le marché de liquidités pour la faire revenir.

A quoi cela tient-il ?

Tout d'abord à la disparition de la composante salariale de l'inflation. Est-ce dû à la globalisation qui, en mettant en concurrence les marchés du travail, les a flexibilisés ? C'est probable car les délocalisations des centres de production vers les pays à bas salaires sont fréquentes aujourd'hui. Ou bien est-ce la crise qui cause la stagnation des salaires ?

Le fait est que cette stagnation est générale et qu'on la constate même dans les pays proches du plein emploi.

Une autre composante de l'inflation s'est également estompée, celle des prix du pétrole et des matières premières. Ils baissent, au grand dam des producteurs qui s'efforcent de les faire rebondir en réduisant la production (OPEP).

Dès lors la question : la disparition de l'inflation est-elle cyclique ou structurelle ? Selon la réponse, les choses changent.

b) LA CROISSANCE

Son comportement déconcerte également. Depuis des années, elle régresse régulièrement, surtout si on la corrige des chiffres artificiellement gonflés fournis par certains pays (Chine en particulier).

Le phénomène est-il dû au vieillissement de la population ? à l'augmentation de l'épargne ? à des excédents de capacités ?

Selon la réponse donnée à ces questions, la nature de la croissance sera aussi cyclique ou structurelle.

c) LE MANDAT DES BANQUES CENTRALES

Patrick Artus et Marie-Paule Virard, dans leur livre « *La folie des banques centrales* » (Fayard), se demandent s'il est encore approprié d'assigner aux banques centrales un mandat de stabilité des prix défini par un taux d'inflation avoisinant 2 % alors que l'inflation a disparu.

La question est pertinente et doit titiller la perplexité des banquiers centraux qui n'arrivent pas à faire revenir l'inflation, malgré des années de politiques ultra-accommodantes.

Que penser aussi de la conformité du mandat des banques centrales avec leurs achats d'obligations étatiques qui les ont fait investir le domaine de la politique budgétaire qui ne relève pas de leur mandat ?

Selon les réponses données à ces interrogations, il se pourrait qu'il faille revisiter les mandats traditionnels des banques centrales.

Mais peut-être, je l'espère, n'en arrivera-t-on pas là, notamment :

- si l'on peut mettre fin aux QE, avant qu'elles ne deviennent irréversibles
- et
- si l'on parvient à conduire des politiques plus équilibrées en appuyant la politique monétaire, tout en la délestant quelque peu, par des politiques structurelles, fiscales et budgétaires plus favorables à la croissance.

Voici deux indices appuyant ce que je viens d'écrire :

- la Commission Européenne n'a pas sanctionné le Portugal et l'Espagne pour n'avoir pas rempli leurs obligations budgétaires ;
- dans le nouveau plan financier japonais, la part des dépenses allouées à des projets d'infrastructures a beaucoup augmenté.

VI - CONCLUSION

Nous traversons une période secouée par des crises violentes qui ébranlent ce qui restait de l'Ordre monétaire d'après-guerre, sans que de nouvelles normes soient établies pour gérer un monde globalisé.

Dans cet environnement précaire, j'ai fait état des difficultés de la BNS dans l'exercice de son mandat.

Sa tâche est dichotomique car le statut de valeur refuge confère à notre monnaie un rôle disproportionné par rapport à la taille de notre économie qui est, de ce fait, particulièrement exposée aux bouleversements extérieurs.

S'il y avait moins de secousses, la BNS pourrait mener la politique autonome de son choix et concilier les volets monétaire et économique. Malheureusement, les circonstances s'y prêtent moins, obligeant la BNS à faire face au plus pressé en recourant à des outils non conventionnels, tels le cours-plancher et l'intérêt négatif.

Ce n'est pas la panacée.

Malgré cela, elle s'en tire bien et les critiques qui lui sont adressées prennent insuffisamment en compte l'ensemble des équations en jeu.

En outre, la BNS ne peut pas modifier fréquemment les paramètres de sa politique car elle mettrait en jeu sa crédibilité.

Enfin, sur la scène internationale, la BNS reste certes un acteur important mais elle ne bénéficie plus des conditions exceptionnellement favorables de l'après-guerre.

* * *

Je ne reviendrai pas sur les mérites et démérites du cours-plancher. J'en ai parlé. La page est tournée.

Par contre, j'espère que la BNS saura trouver une solution pour atténuer les effets délétères du taux négatif sur les acteurs économiques suisses.

Je ne conteste pas le bien-fondé de cette mesure. Elle nous a été imposée par les décisions de la BCE.

Cependant, comme je crois que nous allons devoir vivre longtemps encore avec des taux négatifs, je me demande si l'on ne pourrait pas atténuer les effets néfastes de cette mesure en la limitant aux seuls capitaux entrant en Suisse.

* * *

Je terminerai cet exposé en formulant une hypothèse qui m'attirera moult critiques quand bien même elle est irréaliste en l'état.

Elle consisterait à adhérer à l'UE et adopter l'Euro. La réaction de tout un chacun sera de la rejeter du revers de la main. Toutefois, si les crises financières continuent de déstabiliser et d'affaiblir notre économie, sans que la BNS puisse y remédier, cette option deviendrait moins irréaliste.

Ce n'est pas le scénario que je souhaite. Mais constatons sans a priori que certains pays de l'UE, qui ont comme nous des fondamentaux solides, s'en tirent mieux avec l'Euro que nous avec une monnaie qui, à cause de son statut de valeur refuge, nous expose à des pressions haussières dévastatrices.

LE LIBOR

En temps normal, c'est-à-dire quand les marchés ne subissent pas de turbulences importantes, le taux d'intérêt est l'instrument que les banques centrales utilisent pour conduire leur politique monétaire.

Leur taux de référence est le LIBOR (London InterBank Offered Rates). Ce taux, déterminé quotidiennement à Londres entre 16 grandes banques internationales, sert de référence pour conduire de multiples opérations.

En Suisse, le taux directeur de la BNS est le LIBOR pour les placements à 3 mois en francs suisses. Il est utilisé pour une grande partie des crédits accordés à l'économie (taux d'épargne, hypothèques, prêts de tous genres, etc.). Ce taux joue donc un rôle décisif pour doser la liquidité dans les marchés.

Il est le mécanisme par lequel la BNS transmet sa politique monétaire.

BITCOIN

Succinctement : qu'est-ce ?

Le bitcoin est une monnaie électronique développée en 2008 par un programmeur japonais, Satoshi Nakamoto (pseudonyme).

Cette monnaie s'échange librement depuis 2009 sur Internet, de personne à personne.

Sa particularité est de permettre de faire des paiements en ligne, en dehors des réseaux bancaires. Le bitcoin peut être converti en Euros et en Dollars.

Le bitcoin est une crypto-monnaie qui n'est soumise à aucune autorité de contrôle.

Pour diminuer les risques d'inflation, le stock initial des bitcoins avait été plafonné à 21 millions d'unités. Cependant, ce stock initial semble être manipulé par des internautes de mauvais aloi, de sorte qu'il doit être plus élevé.

Le cours du bitcoin est très volatil. On peut s'en procurer semble-t-il en recourant à des plates-formes en ligne ou en les achetant contre Dollars et Euros.

Certains émettent des doutes sur la fiabilité de cette monnaie, qui est apparue au moment où le système financier mondial s'effondrait suite à la faillite de Lehman Brothers et où la méfiance envers l'argent se généralisait.

Certains se demandent aussi si le bitcoin est utilisé comme monnaie d'échange sans valeur intrinsèque pour couvrir des transactions douteuses (blanchiment d'argent, trafic d'armes et de drogues).

Malgré les doutes qu'on peut avoir, le bitcoin se répand. Ainsi, la ville de Zoug, entité étatique, l'accepte comme moyen de paiement depuis le 1^{er} juillet 2016.

Enfin, bitcoin fait des émules :

- UBS vient d'annoncer qu'elle travaille en collaboration avec d'autres instituts sur un projet destiné à faciliter et accélérer les transactions dans les titres ;
- La Banque du Canada a lancé un programme de recherche pour étudier et surveiller les monnaies électroniques.

L'HELICOPTERE MONETAIRE

Succinctement

C'est à Hamilton Friedman, Prix Nobel d'Economie, que l'on doit l'expression « *Helicopter Money* ».

L'idée a fait son chemin.

En mars 2016, Mario Draghi l'a jugée intéressante en précisant toutefois que la BCE ne l'avait pas encore étudiée.

Mais cette idée a aussi ses adversaires. Ainsi, le Gouverneur de la Banque Centrale Indienne s'est demandé si la politique monétaire ultra-accommodante – donc aussi l'hélicoptère monétaire – ne faisait pas partie du problème plutôt que de sa solution.

En quoi consiste l'hélicoptère monétaire ?

La banque centrale distribue directement l'argent qu'elle a créé sans obtenir d'actifs en contrepartie. Deux idées sous-tendent le concept :

- dissocier la monnaie du crédit ;
- mettre la création monétaire directement à la disposition des ménages ou des dépenses publiques.

Le débat sur l'hélicoptère monétaire n'en est qu'à ses débuts, car sa mise en œuvre impliquerait probablement des révisions législatives.

En Suisse, les adeptes de ce concept font valoir notamment que

- la force du CHF amplifie les risques de déflation et de récession ;
- l'hélicoptère permettrait de distribuer une « ration de monnaie », sans passer par l'entremise du crédit bancaire.

Quant aux adversaires du concept, ils font remarquer que

- la gratuité de l'hélicoptère monétaire est une illusion, car elle présuppose que les banques centrales ne devraient pas se recapitaliser ;
- cette solution magique est suicidaire, car elle évite aux politiciens de prendre leurs responsabilités économiques.

Enfin, on a pu lire récemment que le Japon allait pratiquer une politique assimilable à l'hélicoptère monétaire. L'Etat s'apprête en effet à augmenter ses émissions d'obligations à très long terme. Les investisseurs qui participeront aux adjudications ne les achèteront que pour les revendre immédiatement à la banque centrale. Il s'agit donc d'une forme de monétisation de la dette.

GENERALISATION DU RISQUE DEFLATIONNISTE

Le risque de déflation s'est généralisé dans le monde développé aux motifs suivants :

- chute des prix du pétrole et des matières premières
- surcapacités dans certains secteurs industriels (acier par exemple) qui entraînent des baisses de prix
- baisse de la demande due au désendettement
- vieillissement de la population, conjugué avec des craintes sur la fiabilité du service des rentes et prestations sociales, constituent des incitations à épargner
- stagnation des salaires.