

[Gérer votre abonnement en ligne](#)

[Se connecter](#)

# Pourquoi la BNS va gagner son pari sur l'euro

16 Septembre 2012

PAR [MYRET ZAKI \(/AUTHOR-IMPORT/MYRET-ZAKI\)](#) **Le gonflement des réserves de la Banque nationale suisse, accusée de devenir «un gros hedge fund», inquiète de nombreux acteurs. Des scénarios catastrophe sont élaborés. Mais les critiques s'avèrent peu fondées.**



([http://www.bilan.ch/sites/default/files/styles/photoswipe/public/bilan\\_franc-euro\\_v4\\_o.gif?itok=CD65ywx2](http://www.bilan.ch/sites/default/files/styles/photoswipe/public/bilan_franc-euro_v4_o.gif?itok=CD65ywx2))

---

**FINANCE** Ces dernières semaines, que n'a-t-on lu ou entendu sur la Banque nationale suisse (BNS) et ses 450 milliards de réserves, annoncées à fin juillet. «Il semble que la BNS soit en train de devenir un gros hedge fund, avec un

petit pays attaché. A présent, la banque nationale a le plus gros bilan comparé au PIB suisse. Cela ne va pas bien finir», écrivait mi-août Urs Marti, un gérant de hedge fund zurichois, ancien de chez Zulauf. «La Suisse est devenue la nouvelle Chine, commentait au même moment le blog Alphaville du Financial Times. Ce sont des manipulateurs de devises, et cela va déplaire à leurs voisins.» – «En fixant un cours plancher contre «une devise de transfert artificielle», la Suisse endosse les risques qui planent sur la zone euro en raison de l'endettement exagéré de certains pays», s'est inquiété Oswald Grübel, l'ex-patron d'UBS. Ces critiques sont courantes dans la sphère financière. Cela fait tout juste un an que la BNS a instauré un taux plancher de 1,20 franc face à l'euro, après le sommet de 1,04 touché par le franc le 10 août 2011. Pour défendre ce cours fixe, l'institution a accumulé cette année des réserves qui équivaldront probablement, à fin 2012, à 100% du PIB suisse. Outre la taille des réserves, qui classent la BNS cinquième position derrière la Chine, le Japon, l'Arabie saoudite et la Russie, c'est la concentration d'euros qui donne des vapeurs aux nombreux euro-sceptiques qu'a fait naître la crise de la zone euro. Le gonflement du bilan de la BNS doit en effet l'essentiel à des achats d'euros et d'obligations souveraines en euros. La

monnaie unique représente désormais 60% des réserves helvétiques, soit près de 250 milliards de francs à fin juillet. Avec une telle quantité d'euros, la BNS fait clairement, même si ce n'est pas son but, un pari massif – digne d'un hedge fund? – sur la monnaie unique. Une monnaie que les experts perçoivent comme foncièrement instable, source de déstabilisation pour l'économie suisse. Les analystes Forex des grandes banques (Citi et Nomura, notamment), qui scrutent de très près le bilan de la BNS, devenue un acteur central du marché des changes, reprochent à l'institution de ne pas avoir cherché activement à diversifier ses euros en faveur d'autres devises au cours du dernier semestre.

De nombreuses craintes

En réalité, l'exposition de la BNS à l'euro reste raisonnablement sûre, puisqu'il s'agit pour une grande part d'obligations souveraines allemandes AAA, et pour une petite part d'emprunts d'Etat français (Moody's et Fitch continuent de les noter AAA). La BNS a choisi de ne pas s'exposer à des emprunts d'Etat italiens ou espagnols. La politique du taux plancher (ou «peg», en anglais) est aussi source de nervosité pour la Confédération et les Cantons, qui récupèrent chaque année

une partie des bénéficiaires de la BNS. Les critiques se portent également sur l'effet boomerang potentiel que peut avoir cette opération. «La BNS ne pourra continuer à imprimer des francs pour acheter des euros indéfiniment, écrit le blog Zerohedge. Il viendra un moment où elle devra cesser cette intervention. Que se passera-t-il alors? Le franc s'appréciera jusqu'à atteindre à nouveau la parité contre l'euro. Et c'est alors que la BNS essuiera des milliards de pertes.» Autre spectre agité par les économistes: le risque d'«euro-isation» de la Suisse. C'est la crainte ultime. «Le jour où les réserves totales de la BNS seront en euros, et que l'euro devient la deuxième monnaie de la Suisse, l'étape suivante sera l'adhésion», estime l'économiste et gestionnaire de fortune Pierre Leconte. Pour l'heure, le cours plancher tient bon, ce qui démontre la crédibilité de la BNS. Aucune conséquence négative n'est à relever sur l'économie suisse, qui reste robuste avec une industrie d'exportation qui résiste mieux que prévu. En juin, le Seco a relevé ses attentes de croissance du PIB à 1,4% pour 2012, alors qu'il l'estimait à 0,8% en mars. L'inflation, qu'on craignait de voir progresser rapidement sous l'effet de ces francs suisses imprimés, ne s'est pas manifestée. Bien au contraire, les prix à la consommation sont négatifs depuis le début de l'année (-1,1% en juin sur un an).

Et depuis septembre, la masse monétaire M3 a progressé de 4,6 %, soit un rythme comparable à celui de l'année précédente. Bref, la BNS peut encore largement justifier sa politique actuelle face à ses détracteurs.

La BNS avait failli opter pour le panier euro-dollar

Au demeurant, y avait-il vraiment des alternatives? Hans Geiger, professeur de finance émérite à l'Université de Zurich, défendait récemment l'idée d'amarrer le franc au dollar plutôt qu'à l'euro. Il s'en explique: «Le dollar, je sais qu'il existera dans cinq ans; l'euro, en revanche, repose sur une construction instable et j'ignore sous quelle forme il survivra dans cinq ans.» A fin juin, la BNS détenait trois fois moins de dollars que d'euros: le billet vert ne représentait plus que 22% de ses réserves, contre 80% en 1997. D'autres observateurs préféreraient voir la BNS amarrer le franc à un panier euro-dollar, ou même un panier de cinq ou six devises, afin que l'institut puisse gagner sur une devise ce qu'il perd sur l'autre. «La Russie, par exemple, gère son taux de change par rapport à un panier de devises et plus personne ne joue avec sa monnaie», estime un gérant de hedge fund sous couvert d'anonymat. Selon les sources de

Bilan, la BNS a très sérieusement envisagé l'option d'un panier euro-dollar, à savoir un ancrage à 50% en euros, et à 50% en dollars. Cette solution, d'un point de vue économique, avait tout son sens.

Toutefois, d'un point de vue opérationnel, elle s'est avérée plus complexe à communiquer à la population. «Au final, la vertu de simplicité de l'ancrage à l'euro l'a emporté», nous confie notre source informée. Pourtant, l'idée d'ancrer le franc sur un panier aurait été plus sûre pour l'économie helvétique, car cela aurait permis à la BNS de garder le contrôle de ses taux d'intérêt. Le principal risque que court à présent l'économie suisse, c'est celui d'une hausse des taux d'intérêt sur la dette allemande. Car, dans ce cas, la BNS devrait aussi relever ses taux, si elle veut éviter que les investisseurs privés du monde entier ne viennent emprunter en francs suisses, pour investir dans des monnaies à plus haut rendement, ou dans des hypothèques en Pologne ou en Hongrie. Si la BNS devait donc relever ses taux pour s'aligner sur les taux allemands, elle perdrait le contrôle de sa politique de taux. Et une remontée des taux en Suisse exposerait le marché hypothécaire à un gros risque, sachant le gonflement de l'endettement hypothécaire ces dernières années.

## Peu de risques même si l'euro s'effondre

Le peg sur l'euro a néanmoins ses défenseurs. «Il était logique d'ancrer le franc à la monnaie qui représente le premier marché d'exportation de la Suisse», réplique Jan Poser, chef économiste à la Banque Sarasin. Quant au risque que court la Banque centrale sur la valeur de l'euro, il est limité, selon l'expert de la banque bâloise: si, dans un cas extrême, l'euro s'effondrait, ou même disparaissait, ces emprunts seraient convertis dans une autre monnaie, comme le Deutsche Mark. Et le gouvernement allemand continuerait à payer sa dette. Autre argument rassurant: si l'euro s'effondre, le dollar, qui pèse 22% des réserves de la BNS, aura des chances de s'apprécier fortement, compensant une partie des pertes. Plus généralement, le chef économiste de Sarasin estime que «si la crise européenne se poursuit durant des années et que l'environnement reste déflationniste, le taux plancher de 1,20 deviendra alors le juste prix (fair value) du franc, ce qui veut dire que l'économie suisse se sera adaptée à ce taux». Rares sont les voix qui s'élèvent pour défendre la politique de la BNS, qui a pourtant atteint ses objectifs, en une année: «La BNS a chassé les spéculateurs et les fonds spéculatifs dits «de momentum», à savoir

qui travaillent avec les grandes tendances. Elle en est d'autant plus crédible», rappelle Jan Poser. Mais la partie n'est pas gagnée pour autant, car les investisseurs privés continuent de chercher refuge dans le franc, et certains institutionnels dont le mandat prévoit la détention d'obligations AAA n'ont que très peu de choix et sont littéralement forcés à acheter des titres libellés en francs suisses. Dès lors, la BNS encaisse cette pression à travers l'absorption des euros ainsi vendus sur le marché.

#### Taux d'intérêt négatifs: une solution à tester

La solution des taux d'intérêt négatifs sur les dépôts en francs suisses des non résidents, souvent évoquée, aurait des effets moins brutaux que le contrôle des changes (lire en page 38), estime Michel Juvet, associé de Bordier & Cie. Cependant, le procédé a ses limites. La solution a été tentée au Brésil et en partie au Danemark. «Au Brésil, il a fallu plusieurs mois d'intervention pour que le real se stabilise», rappelle Michel Juvet. Selon lui, la BNS aurait des chances de réussite en fixant des



taux inférieurs à zéro sur les dépôts à vue que les banques détiennent auprès d'elle, solution qui n'a encore pas été testée. Il anticipe que les banques pourraient alors répercuter ces taux négatifs sur leurs clients, y compris ceux désireux d'ouvrir des comptes en francs hors de Suisse. A moins que les banques ne retirent leurs dépôts de la BNS et placent leur trésorerie dans des coffres. Mais dans ce dernier cas, la liquidité à disposition des marchés en serait fortement réduite.

Le dollar devrait poursuivre sa dévaluation

Et si, au final, cette surexposition à l'euro avait du bon pour la BNS? Ces dernières semaines, la monnaie unique s'est raffermie à plus de 1,25 dollar suite à la confirmation, le 30 août, que la Fed continuait d'envisager un troisième assouplissement monétaire («QE3») aux Etats-Unis, signal clairement baissier sur le dollar en raison des effets inflationnistes de cette politique de monétisation. Sachant, par ailleurs, que la demande internationale pour les bons du

Trésor américain tend à se réduire (la Fed devant désormais se substituer à une partie des achats étrangers et administrer activement le marché des treasuries), le scénario d'une poursuite de la dévaluation du dollar à l'aube d'un nouveau cycle de monétisation reste le plus probable. D'autres développements laissent penser que le dollar se dévaluera plus vite que l'euro et que la BNS n'aurait pas davantage intérêt à ancrer le franc sur le billet vert. «Il a échappé à la plupart des observateurs des marchés des changes que la Chine a, dès avril 2012, autorisé ses banques et ses entreprises à vendre (short) sans limitation le dollar, ce qui auparavant ne pouvait être effectué qu'au compte-gouttes par la Banque centrale et le Trésor chinois uniquement, indique Pierre Leconte. Il en est résulté la constitution d'une importante position short sur le dollar tant de la part des banques que des entreprises chinoises.» Un développement qui présage une évolution baissière du dollar contre le franc suisse, mais aussi contre l'euro. Reste à savoir s'il y a lieu d'espérer qu'une amélioration de la situation en zone euro soutienne une remontée de l'euro également face au franc suisse. Pour Pierre Leconte, il n'y a plus de danger d'effondrement de l'euro car Mario Draghi, président de la Banque centrale européenne, a obtenu le feu vert de Berlin

pour acheter de façon directe ou indirecte et quasi illimitée les obligations d'Etat des pays périphériques. «Le pire est donc passé pour la zone euro.» Si l'euro devait opérer une solide remontée, au-dessus de 1,20, voire de 1,40, la BNS afficherait des gains de change considérables. Ce scénario n'est pas impossible pour Jan Poser: «Si la crise européenne se calme, les investisseurs jugeront le franc suisse surévalué et reviendront à l'euro. La BNS pourra alors réaliser des profits élevés en revendant ses euros.» Une hausse de la monnaie européenne diminuerait la pression sur la BNS, mais si le dollar devait se déprécier, des investisseurs iraient à nouveau se réfugier dans le franc.

Contrôle des changes: une solution  
«inconcevable»

Espérer une remontée de l'euro reste aléatoire. Qu'en est-il des alternatives au taux plancher? Pour dissuader les achats de francs suisses, l'idée d'instaurer un contrôle des changes a été régulièrement évoquée. Ce type de contrôle peut en théorie prendre la forme de restrictions imposées à tous les achats de francs, qui seraient soumis à l'approbation des autorités, ou d'un régime de taux de

change fixe, ou d'une limitation des transactions en francs sur les marchés à terme. Il est toutefois loin de recueillir le soutien de la plupart des spécialistes. «Le contrôle des changes serait une moins bonne idée que le pari sur l'euro, car il pénaliserait notre secteur financier et nuirait à l'image de marque de la Suisse en la transformant en une sorte de marché émergent», estime Jan Poser. Ce serait donc clairement un retour en arrière. D'autre part, l'efficacité des contrôles des capitaux reste à démontrer. Les experts conviennent que la solution ne fonctionne que pour un temps limité. Instaurer un contrôle des changes serait même «inconcevable» pour Hans Geiger: «La Suisse a tenté l'expérience dans les années 1970, lorsque c'était beaucoup plus facile qu'aujourd'hui, car il y avait tout au plus quatre banquiers centraux de poids: la Fed, la Banque d'Angleterre, la Bundesbank et la BNS. Et ces institutions étaient disposées à se coordonner. Malgré cela, cette solution n'avait déjà pas fonctionné à l'époque.» Depuis, les marchés financiers se sont globalisés, avec une démultiplication des instruments financiers et des participants actifs sur le marché des changes, au point qu'il serait impossible de contrôler les transactions en francs suisses. Les volumes de francs sont traités sur les bourses et hors bourses, sur le marché interbancaire, sur

celui des dépôts, sur celui des options et des dérivés. C'est sur ce dernier marché, celui des contrats à terme (forward), que le prix du franc suisse se détermine, en fonction de la demande des opérateurs.

Difficile de revenir en arrière

En outre, en matière monétaire, les banques centrales sont clairement dans un rapport de concurrence, préférant faire cavalier seul. Si bien que la BNS a peu d'influence sur le prix du franc suisse et sur son marché international, qui lui échappe. Elle a seulement prise sur son émission, sur l'approvisionnement en numéraire et la liquidité du marché monétaire; elle ne pourrait, par exemple, décider d'interdire tous les contrats forward en francs suisses. «En cas de contrôle des changes, l'afflux de capitaux étrangers va s'assécher, explique Michel Juvet, associé de Bordier & Cie. Il y aura beaucoup moins de liquidités à disposition, et les taux d'intérêt en Suisse vont se mettre à grimper.» L'économie helvétique, qui bénéficiait jusqu'ici de taux bas, pourrait alors ralentir, selon l'économiste genevois, car son coût de financement deviendrait plus élevé. Au final, les experts s'attendent à ce que la BNS poursuive sa politique d'achat d'obligations européennes de qualité. «Il

n'y a pas d'alternative à cette politique. La BNS ne peut plus revenir en arrière», conclut Jan Poser. La BNS gagnera-t-elle son audacieux pari? C'est fort probable.

La BNS peut-elle vraiment faire faillite?

La Banque nationale ne risque ni recapitalisation ni mise en faillite, même en cas de fonds propres négatifs. Seul risque: l'inflation.

Entre 2010 et le premier semestre 2011, la BNS a enregistré de lourdes pertes sur ses réserves de devises en raison de la fermeté du franc. L'institut avait acheté d'importantes quantités d'euros lorsqu'il était à 1,40 franc. Les pertes de change ont entraîné une diminution considérable des fonds propres. Depuis lors, la fixation du cours plancher vis-à-vis de l'euro a permis de stabiliser ces fluctuations de valeur, et même de compenser une partie des pertes de change. Toutefois, si l'on imagine le pire, à savoir un effondrement de l'euro, qu'advierait-il des réserves de la BNS? Le taux plancher volerait en éclats, et l'institut

enregistrerait des pertes d'autant plus élevées que ses positions en euros étaient importantes. Les fonds propres de la BNS diminueraient, voire deviendraient cette fois négatifs. En cas de fonds propres négatifs, faudrait-il procéder à une recapitalisation, voire à une mise en faillite, de la Banque nationale?

Ce risque a été analysé en détail par Thomas Jordan, l'actuel président de la BNS. «Non, répond-il lors d'un discours en septembre 2011. Une banque centrale ne peut être comparée à une entreprise privée et n'est jamais confrontée à un manque de liquidités, car elle peut créer elle-même ces liquidités.» Même avec des fonds propres négatifs, la BNS n'aurait aucune obligation légale d'assainissement ou de liquidation et conserverait donc sa capacité d'action sans qu'il soit nécessaire d'engager des démarches juridiques en vue de la recapitaliser. D'autre part, une banque centrale génère toujours des bénéfices à moyen et long terme. Grâce à ces derniers, elle peut reconstituer, au fil du temps, des fonds propres suffisants après avoir essuyé des pertes. Les banques centrales génèrent toujours des bénéfices, sur la longue durée, car

elles se financent quasi gratuitement. Cela dit, admet Thomas Jordan, «un niveau de fonds propres négatif, s'il persiste sur la durée, peut devenir problématique, même pour une banque centrale, car la BNS serait forcée de créer de l'argent, ce qui est générateur d'inflation». Les fonds propres négatifs empêcheraient donc la BNS d'assurer sa première mission, celle de la stabilité des prix. En résumé, la BNS ne peut pas faire faillite, mais sa politique, à terme, aura des conséquences sur le pouvoir d'achat, à travers l'inflation. En outre, la BNS ne serait plus en mesure de distribuer des bénéfices à la Confédération et aux Cantons, ce qui se traduirait, au final, par une ponction fiscale au citoyen.

Crédits photos: Elias Amari, Keystone

---