

# LE TEMPS

## Le mystère du franc

Le Temps, Charles Wyplosz, 27 janvier 2022

---

Tranquillement, mine de rien, sans susciter de réactions, depuis mars 2021, le franc s'est apprécié de 6% par rapport à l'euro, ce n'est pas rien. Ceci n'est possible que si la Banque nationale suisse le veut bien, et c'est probablement une bonne stratégie.

La BNS explique cette appréciation par le fait que l'inflation est plus faible en Suisse qu'à l'étranger. C'est vrai que l'inflation dans la zone euro aura été de 5% en 2021 contre 0,6% en Suisse. Comme l'appréciation excède un peu l'avantage en termes d'inflation, la compétitivité de l'économie suisse est à peu près préservée. Mieux, même: vis-à-vis du dollar, le cours du franc n'a presque pas changé alors que l'inflation aux Etats-Unis aura été de 7%, c'est un gain de compétitivité non négligeable, même si le poids des Etats-Unis dans le commerce suisse est bien plus faible que celui de la zone euro.



**CHARLES WYPLOSZ**

Cette évolution du cours du franc n'est pas le fruit du hasard. Contrairement aux années précédentes, durant lesquelles la BNS intervenait massivement sur les marchés des changes pour garder le taux de change aux alentours de 1,10 franc pour 1 euro, depuis plusieurs mois elle laisse le franc s'apprécier tout doucement sans vraiment intervenir. Autrement dit, le franc n'a pas bougé tout seul, la BNS a laissé faire, volontairement.

Jusque très récemment, les grandes banques centrales, la Réserve fédérale des Etats-Unis et la Banque centrale européenne, répétaient en boucle que la remontée de l'inflation serait modérée et temporaire, repoussant ainsi le moment où elles allaient devoir augmenter les taux d'intérêt. L'action de la BNS pourrait suggérer qu'elle raisonnait différemment. En laissant la devise s'apprécier, elle a fait baisser les coûts en francs des produits importés, ce qui modère l'inflation. Alors que la Réserve fédérale se prépare maintenant à faire remonter ses taux d'intérêt, et la BCE va suivre en dépit de ses dénégations, la BNS peut éviter d'en faire autant. C'est bon pour la croissance et ça évite d'attirer des capitaux qui poussent à plus d'appréciation ou à plus d'interventions sur les marchés des changes.

Comme les autres banques centrales, depuis le début de 2021, la BNS n'a cessé de relever ses prévisions d'inflation. Contrairement aux autres, cependant, le résultat final n'est pas largement supérieur à ses prévisions, il est même légèrement inférieur, peut-être grâce à l'appréciation du franc. Il y a donc un mystère: l'appréciation du franc a permis de garder l'inflation faible, mais ce n'était pas nécessaire au vu des prévisions de la BNS.

Comment la BNS a-t-elle fait pour trouver la bonne approche? Faute d'explication de sa part, on ne peut qu'essayer d'imaginer la réponse, au risque de se tromper. Une histoire plausible est la suivante: quand elle fait ses prévisions sur la croissance et l'inflation, la BNS suppose qu'elle ne touche pas à son taux d'intérêt, qui est bloqué à -0,75% depuis des années. Mais elle ne nous dit rien sur ce qu'elle a pensé qui allait arriver au taux de change, qui joue un rôle important. On peut imaginer qu'elle a sciemment prévu de laisser le franc s'apprécier en cessant d'intervenir sur les marchés des changes, sans toucher au taux d'intérêt. Autrement dit, dès le début, elle aurait vu venir les pressions inflationnistes, que les autres banques centrales n'ont pas prévues, et décidé de les contrer par une appréciation du franc.

Si cette interprétation est la bonne, pourquoi aurait-elle gardé tout ceci secret? Une possibilité est qu'elle redoute de se voir accusée à nouveau par les Etats-Unis de manipuler le taux de change. Une autre possibilité est qu'elle ne veut pas déclencher, encore une fois, l'accusation rituelle de décourager les exportations avec sa politique du franc fort. Elle aurait alors choisi de passer sous les radars, au prix d'être trop modeste. Au fond, peu importe, tout se passe bien, peut-être grâce à une politique monétaire judicieuse, ou peut-être par pur coup de chance. La curiosité est, dit-on, un vilain défaut.