

## *La lettre mensuelle*

NOVEMBRE 2011

### **L'Euro à CHF 1.20 – Quelles conséquences ?**

La Banque Nationale Suisse a pris, depuis quelques semaines, une série de mesures qui peuvent être qualifiées d'exceptionnelles, afin de stopper la hausse du franc suisse sur le marché des changes et enrayer une spéculation qui s'était autoalimentée. Ces décisions de politique monétaire entérinées dans l'urgence et, il faut bien le dire, sous une forte pression des milieux économiques, financiers et politiques, auront des conséquences pour la Suisse qui sont encore aujourd'hui difficilement quantifiables tant la sortie de crise et ses modalités paraissent éloignées.

### **Le franc suisse est-il surévalué ?**

Il nous paraît important de prendre un peu de recul sur les événements et de revenir, en premier lieu, sur une affirmation largement répandue avant l'annonce des décisions prises par nos instances monétaires. Nous avons lu et entendu, à de nombreuses reprises depuis le printemps, que le franc suisse était surévalué, particulièrement face à la devise utilisée par nos voisins immédiats : l'euro. Il faut se souvenir que la parité initiale de l'euro contre le franc suisse s'était établie autour des CHF 1.60 aux premiers jours de cotation de la monnaie unique en 1999. Cette parité est restée stable pendant des années, reculant brièvement vers les niveaux des CHF 1.45 avant de remonter fortement, jusqu'à atteindre CHF 1.68 à la fin de l'année 2007. A partir de cette date, la baisse de l'euro a été inexorable et s'est accélérée depuis le début de l'année 2010 pour s'effondrer et toucher quasiment la parité au mois d'août 2011, forçant notre Banque Nationale à adopter des mesures de politique monétaire rarement employées dans le passé. Historiquement, la valeur dite réelle du franc suisse s'apprécie d'environ 2 à 2.5% par an contre un panier de grandes devises, entérinant la qualité des fondamentaux de l'économie suisse : faible inflation, excédent récurrent de la balance des paiements, saine gestion des finances publiques, productivité élevée, etc. Depuis l'introduction de l'euro, cette appréciation naturelle du franc suisse ne s'est pas concrétisée contre la monnaie européenne. On peut s'interroger sur les raisons pour lesquelles le franc suisse n'a pas poursuivi sa tendance historique durant cette période, même si aujourd'hui, elles paraissent quelques peu anachroniques.

L'importance de la zone euro couvrant un bassin de population de plus de trois cents millions d'habitants ainsi que la crédibilité attribuée à la nouvelle Banque Centrale Européenne, issue de la rigueur qui avait fait la réputation de la Bundesbank, sont quelques-uns des facteurs explicatifs qui ont relégué de facto le franc suisse à jouer le rôle d'une monnaie périphérique. On citera encore le rééquilibrage des pondérations monétaires au sein des portefeuilles des grands investisseurs internationaux y compris au niveau des réserves en devises des banques centrales. Contrairement à une idée véhiculée ces derniers mois, nous prétendons que l'économie suisse a bénéficié à la fin de la dernière décennie d'une prime à l'exportation grâce à un franc suisse sous-évalué qui a dopé les marges et la compétitivité de nos entreprises sur les marchés extérieurs. Dans la logique financière, le franc suisse aurait dû s'apprécier régulièrement de 2 à 2.5% par an, ce qui aurait ramené le taux de change du franc suisse contre l'euro au niveau plancher récemment fixé par la Banque Nationale Suisse de CHF 1.20. La logique des marchés étant différente, le réajustement s'est fait de manière brutale sur une période courte, mettant à mal nos industries d'exportation mais aussi le tourisme. Cette affirmation concernant la sous-évaluation du franc suisse est corroborée de manière empirique par le comportement des ménagères qui, en l'espace de peu d'années, ne trouvaient plus guère d'intérêt à aller faire leurs courses dans les zones d'achat limitrophes de la Suisse. Ce comportement rationnel d'agents économiques qui comparent les prix des produits et procèdent à un arbitrage d'opportunité en fonction des taux de change s'explique économiquement par un taux d'inflation qui a littéralement explosé dans la zone euro alors que les prix sont restés remarquablement stables en Suisse durant cette période. Le taux de change aurait dû refléter ce différentiel d'inflation, cela n'a pas été le cas comme nous l'avons mentionné en introduction. Il est courant d'entendre aujourd'hui en France que les prix d'un certain nombre de biens et services sont passés, en l'espace de douze ans, d'un franc français à un euro ; le prix de la baguette de pain, aliment de base par excellence, en est un bon exemple. Cette conversion « à la parité » représente sur la période une inflation annualisée de 17%, alors que l'indice européen des prix à la consommation est annoncé avec une régularité de métronome autour de 2% par an. On nous rétorquera que les prix des biens manufacturés tels que les téléviseurs, appareils ménagers, ordinateurs, voire les voitures ont plutôt baissé de prix, alors que les performances de ces appareils ont été décuplées. On se doit de remercier l'innovation technologique et le « lumpenprolétariat » chinois, mais pour paraphraser un économiste américain, nous ne mangeons pas tous les jours des produits électroniques.

### **Le retour de l'inflation par la perte de valeur de la monnaie**

L'inflation ou la perte de valeur de la monnaie, soit sa capacité à acheter des biens et services, constitue l'un des problèmes de fond de l'euro. Vanté par les hommes politiques afin d'aplanir les frontières et servir de ciment à l'unification économique et sociale, l'euro devait permettre de niveler vers le bas les prix et stimuler la concurrence.

En définitive, les prix des biens et services se sont ajustés à la hausse alors que les rémunérations et salaires des travailleurs ont été tirés vers le bas par l'ouverture des frontières à une main d'œuvre bon marché en provenance des régions périphériques de la zone monétaire.

Ce phénomène, dit de convergence des économies européennes, souvent cité par les concepteurs de l'unification monétaire sur notre continent, a provoqué un effet de ciseau inattendu à travers une hausse simultanée des prix des biens et services et une pression salariale mettant à mal le pouvoir d'achat des consommateurs. C'est l'un des risques majeurs que nous développerons dans cette étude suite à la décision prise par la Banque Nationale Suisse de fixer un cours plancher à CHF 1.20 contre euro. Notre Banque Centrale a explicitement déclaré qu'elle emploierait tous les moyens afin de défendre ce niveau. Les commentateurs financiers ont, avec raison, stigmatisé le risque d'une inflation immaîtrisable risquant de déferler sur notre économie en faisant marcher la planche à billets. En fixant de facto un taux de change fixe, notre institut d'émission s'engage à acheter chaque euro qui se présente à la conversion au cours de CHF 1.20 en émettant ex nihilo du franc suisse. Cette politique de création monétaire illimitée, sans aucun rapport avec l'évolution de l'économie helvétique, aura effectivement pour conséquence de démonétiser notre devise et de lui faire perdre de la valeur, c'est-à-dire de créer de l'inflation. En prenant cette décision historique, la Banque Nationale Suisse risque de conduire une politique monétaire aux conséquences similaires de celles menées par la Federal Reserve Board et la Banque Centrale Européenne qui ont fait de l'assouplissement quantitatif le fondement de leur politique de relance en rachetant des dettes étatiques, dont la finalité est une dépréciation de la valeur intrinsèque de leur monnaie. En poursuivant un objectif de change, alors que le mandat principal dévolu à nos autorités monétaires consiste à assurer la stabilité des prix, notre Banque Centrale prend le risque de remettre en question les bases sur lesquelles la prospérité de notre pays a été édifiée, à savoir un pouvoir d'achat et un niveau de vie élevé pour ses habitants. En faisant entrer la Suisse de facto dans la zone monétaire européenne au plus mauvais moment, à travers un niveau de conversion défini des parités monétaires, la Banque Nationale Suisse a pris un grand risque dont seul l'avenir nous dira s'il était justifié ou pas.

### **Que représente un taux de change ?**

Afin de bien comprendre le risque auquel notre pays est exposé, il nous paraît important d'ouvrir une parenthèse sur les mécanismes qui président à la formation d'un taux de change. La monnaie, à travers le taux de change, reflète la force ou la faiblesse d'un pays par rapport à ses partenaires économiques, Nous rappellerons afin de simplifier l'analyse que le principal agrégat macroéconomique à la base de la formation d'une parité de change entre deux pays est constitué par le solde de la balance des paiements. Un pays qui enregistre systématiquement une balance positive accumule des créances sur l'étranger

et voit sa monnaie se revaloriser. Dans la situation inverse, et c'est le cas pour les Etats-Unis qui accumulent des dettes envers l'étranger, l'ajustement se fait par une dépréciation régulière du billet vert. Le risque auquel s'expose la Banque Nationale Suisse en fixant un niveau plancher du franc suisse contre l'euro à CHF 1.20 sera de défendre une parité de change qui ne reflétera plus les fondamentaux financiers des deux monnaies. Notre institut d'émission risque de s'épuiser à devoir acheter des euros à un cours surfait ne reflétant plus les véritables termes de l'échange.

L'histoire financière fourmille de nombreux exemples où des pays ont tenté d'arrimer leur monnaie à une autre, ces tentatives ont rarement été couronnées de succès. Généralement, on observe que c'est un pays dont la monnaie est faible qui tente d'arrimer sa devise à une autre, supposée forte ; dans le cas d'espèce, c'est le contraire. Le risque dans toutes ces situations se manifeste lorsque la situation devient intenable et que les forces du marché reprennent le dessus. L'ajustement violent et brutal des parités risquerait de conduire l'euro, en l'occurrence, à traiter en-dessous de la parité. Ce scénario catastrophe conduirait à un arrêt immédiat des exportations vers la zone euro et par ricochet en direction de la zone dollar. La fixation d'un cours plancher dans un monde de libre-échange constitue une bombe à retardement pour l'économie suisse car le temps passant, l'économie suisse va continuer à enregistrer des excédents au niveau de sa balance des paiements, donc des créances sur l'étranger qui devront tôt ou tard se refléter dans le taux de change du franc suisse vis-à-vis des devises de ses principaux partenaires économiques.

### **Inflation et déflation**

Nous avons évoqué dans un paragraphe précédent le phénomène de convergence monétaire lors de l'introduction de l'euro et ses conséquences inattendues sur le prix des biens et services, les salaires et le pouvoir d'achat. Nous anticipons le même type de phénomène dans le cadre de l'arrimage du franc suisse à la monnaie européenne. Nous risquons de connaître deux chocs économiques concomitants et apparemment contradictoires. L'économie suisse risque de subir de plein fouet un choc inflationniste sur les biens importés : principalement matières premières, énergie et produits alimentaires et un choc déflationniste sur les revenus du travail. Il a souvent été fait mention dans les commentaires parus ces dernières semaines de la surévaluation du franc suisse sur le marché des changes. Cette affirmation étant corroborée par la référence à la parité des pouvoirs d'achat entre la zone euro et la Suisse. C'est typiquement la comparaison du prix du livre entre une librairie située à Annemasse et son homologue à Genève. Il est étonnant qu'aucun commentaire n'ait fait mention de l'approche basée sur la parité de coûts entre les deux zones. La différence entre le prix de vente d'un livre dans la zone euro et en Suisse incorpore un différentiel de coûts liés principalement aux écarts salariaux entre les deux zones. Le franc suisse, de par ses qualités intrinsèques évoquées

précédemment dont l'excédent régulier au niveau de ses comptes extérieurs, nous a offert cette prime de richesse qui risque de s'étioler rapidement dans le cadre de l'entrée par la petite porte dans la zone euro à travers la dilution de notre franc dans une masse d'euros que notre Banque Centrale risque de devoir acheter sur le marché des changes. C'est le phénomène des vases communicants qui pourrait se matérialiser et qui nous rapprocherait inexorablement des conditions cadres économiques prévalant dans la zone euro. La dilution de la valeur du franc suisse, par l'émission d'une quantité de monnaie, théoriquement infinie, en échange d'euros détenus par la Banque Nationale Suisse, nous ferait entrer de plain-pied dans l'Union monétaire européenne alors que les structures économiques de la Suisse ne sont pas prêtes à subir brutalement un tel changement de paradigme.

Cet ajustement des coûts, auquel notre pays n'est pas préparé, risquerait de provoquer un choc déflationniste dévastateur pour notre économie. L'économie privée suisse a, de tous temps, fait preuve d'une capacité d'adaptation étonnante face à des chocs extérieurs mais la violence de celui-ci risquerait de mettre à mal des pans entiers de notre économie. Le phénomène de convergence économique en direction de l'euro mettrait certainement à mal le pouvoir d'achat des Suisses, à l'image de la situation vécue par les Européens depuis dix ans. D'autre part, il est un pan de l'économie suisse qui se mettrait difficilement au diapason, il s'agit de l'économie publique et parapublique à travers les nombreux coûts administrés payés par nos concitoyens. Dans le cadre de ce scénario, on peut anticiper une explosion des déficits publics et de l'endettement face à des rentrées fiscales en chute libre.

### **Quelles conséquences pour l'investisseur suisse ?**

Le franc suisse a bénéficié ces deux dernières années de son statut de valeur refuge face à la dépréciation monétaire subies par des devises comme la livre sterling, l'euro ou le dollar. Les Banques Centrales de ces pays ont mis en œuvre des politiques monétaires axées sur une émission abondante de monnaie par des opérations dites d'assouplissement quantitatif en rachetant massivement la dette de leur pays, par exemple. Nous pensons que si le niveau plancher de CHF 1.20 contre euro mis en place par la Banque Nationale Suisse devait être testé, l'orthodoxie monétaire dont la Suisse a pu s'enorgueillir pendant des années serait sérieusement remise en question et la préservation du capital monétaire détenu en franc suisse par les investisseurs attaquée. La valeur du franc suisse en tant que garant du pouvoir d'achat du consommateur et de l'épargnant suisse s'affaiblirait inexorablement, en d'autres termes l'inflation éroderait nos économies. Le seul refuge contre la perte de valeur de notre monnaie serait alors l'or et nous conseillerions aux investisseurs dans ce scénario de convertir progressivement du franc suisse contre du métal jaune au fil des attaques contre l'euro au cours de CHF 1.20, l'or étant la valeur refuge ultime.

## Conclusion

Face à ce scénario noir, il existe une porte de sortie pour la Banque Nationale Suisse. A court terme, les spéculateurs ont été échaudés par les interventions de notre Banque Centrale et vont se garder de tester rapidement le cours-plancher. D'autre part, dans la crise récente, le dollar a retrouvé son rôle de monnaie refuge et a gagné au moins temporairement la « guerre des monnaies ». Le statut d'étalon monétaire du dollar dans le monde financier ne va pas être remis en question prochainement face au risque persistant, réel ou supposé, d'éclatement de la zone euro. Nous avons assisté ces dernières semaines à un reflux massif de la part des investisseurs de la zone euro vers la zone dollar. Ce mouvement risque de s'inscrire dans une tendance vers laquelle les marchés financiers vont se focaliser ces prochains mois, se détournant des qualités de valeur refuge du franc suisse surtout après son arrimage de facto à l'euro après la fixation d'un cours-plancher par l'institut d'émission monétaire.

Notre Banque Nationale pourrait d'ici quelques mois utiliser cette fenêtre d'opportunité offerte par une reprise du billet vert pour annoncer qu'après avoir réussi à stabiliser notre monnaie contre l'euro elle se retire du marché, laissant la porte ouverte à des interventions futures en cas de forte volatilité ou d'écarts trop importants par rapport à sa valeur estimée. Cette stratégie permettrait au franc suisse de se stabiliser, de s'inscrire dans une logique d'appréciation régulière de notre monnaie au fil du temps, reflet des qualités intrinsèques de notre économie, sans attaques spéculatives et désordonnées dans la crainte d'une intervention musclée de notre Banque Centrale. La guerre des monnaies est avant tout une bataille psychologique entre les intervenants du marché et les gardiens de l'ordre monétaire incarné par les banques centrales. La Banque Nationale Suisse a gagné une bataille importante, elle a démontré son volontarisme et sa crédibilité; gagnera-t-elle la guerre ?

EMC Gestion de Fortune SA  
19, rue du Rhône, 1204 Genève  
Tél +41 22 817 78 78 www.emcge.com

Gérants indépendants depuis 1982

*Ce document est disponible à titre d'information uniquement et ne constitue ni ne contient aucune incitation ou recommandation d'achat ou de vente de quelque valeur mobilière ou instrument financier que ce soit; il ne constitue pas non plus un conseil en placement. Il a été élaboré sans tenir compte des objectifs, de la situation financière, ni des besoins du lecteur. Les informations et les analyses contenues dans ce document proviennent de sources que EMC Gestion de Fortune SA estime dignes de foi ; toutefois, aucune garantie n'est donnée quant à leur exactitude ou à leur exhaustivité. EMC Gestion de Fortune SA ne peut donc être tenu pour responsable des pertes qui pourraient résulter de leur utilisation. Les opinions exprimées peuvent avoir changé. Les performances historiques ne sont nullement représentatives des performances futures. Il n'y a aucune garantie que les prévisions se réalisent. Investir implique une prise de risques.*