

La lettre mensuelle

NOVEMBRE 2013

La Banque Nationale Suisse subventionne-t-elle l'économie suisse ?

Le 6 septembre 2011, la Banque Nationale Suisse (BNS) a pris une décision historique dans la conduite de la politique monétaire suisse en fixant un taux-plancher de CHF 1.20 contre euro et en annonçant sa volonté de défendre unilatéralement et inconditionnellement cette parité de change. Cette politique consistant à arrimer sa monnaie sur le marché des changes à celle de son premier partenaire économique, l'Union Européenne, est toujours en vigueur et ne fait actuellement plus guère débat dans les milieux politiques, économiques et syndicaux. Il nous a paru intéressant de s'intéresser à ce sujet que nous avons déjà abordé dans une réflexion datée du mois de novembre 2011 et que le lecteur peut retrouver sur notre site : www.emcge.com, sous le titre « *l'Euro à CHF 1.20 – Quelles conséquences ?* ».

Il faut se rappeler que dans les semaines qui ont suivi la fixation de cette parité de change contre la devise européenne, de nombreuses voix se sont élevées pour que le seuil d'intervention soit rehaussé, certains parlant de CHF 1.30-1.35, voire de 1.40 contre euro, arguant du fait que le franc suisse était toujours à ce niveau surévalué sur le marché des changes. Nous sommes convaincus que la BNS n'a pas fixé le plancher de CHF 1.20 par hasard.

Un peu d'histoire

Le taux de change initial du franc suisse contre l'euro s'était établi 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 quelque 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 durant l'année 2011, 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 fixé en 2011 par la Banque Nationale Suisse à 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'opportunités 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 étaient restés remarquablement stables en Suisse durant cette période. Le taux de change aurait dû refléter ce différentiel d'inflation, mais cela n'a pas été le cas comme nous l'avons mentionné en introduction.

Deux ans après

Deux ans se sont bientôt écoulés depuis la fixation du taux-plancher. La question se pose aujourd'hui de déterminer, suite aux interventions de la BNS, où se situe la valeur réelle du franc suisse ? CHF 1.30 ou 1.10 ? Nous citerons, parmi les facteurs positifs à prendre en compte pour justifier une reprise de l'euro par rapport au franc suisse, une certaine accalmie autour de la crise monétaire et bancaire dans la zone euro depuis les déclarations musclées l'été passé de Monsieur Mario Draghi, Président de la Banque Centrale Européenne. Ce dernier a affirmé fermement sa volonté de défendre l'euro et sa stabilité par tous les moyens à disposition de l'institut d'émission européen. Ces déclarations, associées aux mesures d'austérité prises par les gouvernements européens, ont contribué à freiner la défiance des investisseurs à l'égard des dettes gouvernementales européennes et à réfréner la spéculation qui s'était emparée des marchés face à un éventuel éclatement de la zone euro. En conséquence, les rendements exigés par les investisseurs sur les dettes gouvernementales européennes se sont nettement détendus ces 18 derniers mois, permettant aux Etats d'emprunter à des taux plus raisonnables. Il faut noter que même les rendements sur la dette grecque sont revenus à 10%, alors qu'ils se situaient encore à 22% il y a une année. Pour autant les économies européennes montrent-elles des signes de reprise ? Le taux de chômage est au plus haut dans la zone euro, les indicateurs

économiques pointent au mieux vers une stagnation économique et le système bancaire, bien qu'en phase d'assainissement des bilans, ne participe pas à la reprise économique. Les banquiers font preuve de grande frilosité dans les prêts consentis aux entreprises et aux particuliers ; quant au pouvoir d'achat des ménages, il est mis à mal par les mesures d'austérité et les ponctions fiscales instaurées par les différents pays de la zone monétaire unique. Par ailleurs, la Suisse, malgré les attaques incessantes de ses partenaires économiques sur le front du secret bancaire, de la fiscalité des entreprises et des particuliers, continue d'afficher des fondamentaux économiques solides. Nous citerons quelques paramètres connus de tous tels que le taux de chômage, l'inflation, la croissance économique, la dynamique des exportations, la bonne tenue des comptes publics mais également la croissance de l'excédent de la balance des paiements au fil des années, sans doute la mesure la plus importante concernant l'évolution d'une devise.

Pour rappel, le solde de la balance des capitaux mesure l'excédent de créances détenues, en l'occurrence par la Suisse, sur l'étranger et qui justifie une revalorisation de la monnaie sur le marché des changes sur le long terme.

En 2012, la Suisse a enregistré une progression du solde actif de sa balance des paiements de 13.8 milliards pour atteindre 66.3 milliards. La Suisse est certainement l'un des seuls pays au monde qui enregistre certaines années un triple surplus : excédent au niveau budgétaire, du solde des échanges commerciaux avec l'étranger et de la balance des paiements. Selon l'approche que nous avons décrite précédemment, la tendance haussière à long terme du franc suisse devrait perdurer et s'inscrire sur ce sentier de croissance d'environ 2% par an que nous avons évoqué. En conséquence, alors que le niveau de CHF 1.20 contre euro nous paraissait justifié en 2011, c'est plutôt un niveau de CHF 1.15 qui nous paraîtrait réaliste en 2013, le dernier cours se situant à CHF 1.24. L'observation, ces derniers mois, de l'évolution des cours de change du franc suisse contre l'euro est intéressante. A la fin de l'année passée, des rumeurs circulaient dans les marchés que la BNS pourrait abaisser son niveau d'intervention à CHF 1.15. Nous pensons que de gros spéculateurs ont pris des positions sur le marché des changes, accumulant du franc suisse dans l'espoir que la banque centrale suisse annonce une décision allant dans ce sens. Nous pensons, et cela est une hypothèse de notre part, que la BNS a, comme durant l'été 2011, pris la spéculation à contre-pied et a déjoué de manière magistrale cette tentative de « coup d'Etat » sur la devise helvétique. L'observation de l'évolution des cours de change au début de l'année nous conforte dans cette idée. En effet, nous avons assisté à ce que l'on appelle techniquement un « short squeeze » où les spéculateurs, pris à contre-pied ont dû se couvrir en catastrophe faisant bondir l'euro de CHF 1.21 à plus de 1.26 en l'espace de quelques jours. La BNS a-t-elle forcé la main en achetant plus d'euros que d'habitude ? La baisse de la prime de risques sur les marchés liés à une stabilisation de la crise dans la zone euro a-t-elle été l'élément déclencheur ? Toujours est-il que ce mouvement violent et brutal a cassé la spéculation, échaudant à nouveau les spéculateurs.

La Banque Nationale Suisse soutient-elle l'industrie d'exportation ?

Nous estimons que la politique monétaire, menée depuis bientôt deux ans, constitue de plus en plus un soutien à l'industrie d'exportation et au secteur du tourisme. Nous ne remettons pas en cause les décisions prises au début de l'automne 2011 par nos autorités monétaires qui étaient, dans les circonstances d'alors, nécessaires et vitales pour

l'économie suisse. La situation sur le front de la crise européenne s'est normalisée, tout au moins temporairement, et la politique monétaire conduite par la banque centrale helvétique favorise aujourd'hui, à travers une forme de subventionnement par le taux-plancher, l'industrie suisse. Ce terme implique qu'il y a un bénéficiaire mais aussi un payeur. Les pourvoyeurs de fonds, en l'occurrence, sont les rentiers, les caisses de pension, les bénéficiaires d'assurances-vie dont la rentabilité de leur épargne est proche de zéro, voire négative, une fois la fiscalité sur le capital déduite. On nous rétorquera que les taux d'intérêt sont bas et qu'ils font le bonheur des emprunteurs ; malheureusement, les banques ne prêtent plus. Les autorités politiques et de régulation financière (FINMA), ayant peur de la formation d'une bulle immobilière et de son éclatement, ont pris des mesures de restriction en matière d'octroi de crédits immobiliers qui ont de facto interdit l'accès à la propriété individuelle pour une large frange de la population suisse.

En conséquence, l'industrie de la construction, qui représente un large pan de l'économie suisse, va être mise à mal. Les autorités politiques et monétaires ont fait le choix de soutenir l'industrie d'exportation en priorité au détriment d'autres secteurs d'activité et cette décision va, à notre avis, à l'encontre du mandat accordé à la BNS qui consiste à mener une politique qui tient compte des intérêts de tous les secteurs économiques. N'oublions pas que c'est la diversité du tissu économique suisse qui a été le fondement de la prospérité de notre économie. Le Conseil Fédéral a brutalement sacrifié dès le printemps 2009 la place financière suisse, c'est aujourd'hui au tour du secteur de la construction, de l'immobilier et des bénéficiaires de prestations financières. Le prix à payer risque d'être lourd.

Taux-plancher à CHF 1.20 contre EUR, comment en sortir ?

La BNS ne peut indéfiniment conserver des réserves de change créées ex-nihilo. Rappelons que celles-ci s'élèvent aujourd'hui à l'équivalent du Produit Intérieur Brut suisse et proviennent de l'émission de francs suisses contre des euros à un cours-plancher défendu par l'institut d'émission et non pas de la création de richesses dont pourrait s'enorgueillir un fonds souverain étatique suite à la vente de ressources naturelles comme celui de la Norvège ou ceux des Emirats Arabes. Cet argent, virtuellement créé et ne résultant pas du fruit d'une chaîne de création de valeur, contribue certes à affaiblir la valeur du franc suisse sur le marché des changes mais par là-même ampute la richesse des Suisses qui s'appauvrissent sur leur patrimoine par de l'argent créé de nulle part et qui nous dilue, par la petite porte, dans la zone euro. C'est peut-être l'objectif implicite de nos autorités monétaires, mais dans ce cas il ne correspond pas au mandat politique accordé à la BNS. De surcroît, nous sommes choqués lorsque nous apprenons que la BNS investit une partie de ses avoirs en actions suisses et étrangères, à nouveau avec de l'argent créé ex-nihilo. A ce jour, la BNS détient pour l'équivalent en francs suisses de 60 milliards d'actions et nous avons appris récemment que la banque centrale aurait acheté pour un peu moins d'un milliard d'actions turques ; est-ce vraiment le mandat dévolu à une banque centrale de spéculer sur les marchés des actions ? La BNS est-elle devenue l'un des plus gros hedge-fund du monde ? Enfin, il faut rappeler que les systèmes de changes basés sur des parités fixes n'ont jamais fonctionné à long terme, les forces du marché reprenant toujours le dessus. Les systèmes de parité de change fixe lorsqu'ils éclatent provoquent des crises économiques et financières bien pire que le mal que les autorités monétaires cherchaient à combattre.

Il est temps que la BNS profite de l'accalmie actuelle sur les marchés des changes pour revendre les euros accumulés au cours des deux dernières années afin de se garder des munitions pour contrôler l'appréciation inéluctable du franc suisse à long terme. La BNS ne peut indéfiniment galvauder le patrimoine des Suisses en laissant notre monnaie se diluer progressivement dans l'euro, une monnaie structurellement et irrémédiablement faible. Notre institut d'émission doit renouer avec une politique de taux d'intérêt positifs afin de soulager les épargnants et les caisses de pension en quête de revenus et permettre aux banques de prêter à nouveau à des ménages désireux d'accéder à la propriété. L'industrie a eu le temps de s'adapter ces deux dernières années et il faut rappeler qu'elle s'est toujours ajustée à un franc fort par l'innovation et les investissements dans la productivité. A long terme, un franc faible n'est qu'un oreiller de paresse, une subvention déguisée, payée aujourd'hui par tous les acteurs de l'économie suisse.

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.