

LA BNS ET SA LUTTE CONTRE LES MOULINS À VENT

Opinion Albin Kistler AG

Octobre 2019

Depuis dix ans, la Banque nationale suisse (BNS) lutte contre l'appréciation du franc suisse. Des interventions récurrentes qui rappellent le combat de Don Quichotte contre les moulins à vent, si l'on considère l'évolution mondiale et les fondamentaux relatifs au franc suisse: ne tablez pas sur une prochaine baisse du franc suisse, ni sur une réduction des postes au bilan de la BNS.

La BNS et sa lutte contre les moulins à vent

Octobre 2019, Benjamin Schoch

En quelques mots

- La force du CHF n'est pas un phénomène temporaire
 - Les développements parlent contre son affaiblissement
 - Le bilan de la BNS va encore d'étoffer
-

Résumé

La comparaison entre les interventions de la Banque nationale suisse et Don Quichotte de Cervantes n'est naturellement pas très correcte, car la première a un mandat légal et le second est purement fictif. Cette comparaison permet néanmoins de placer les interventions antérieures de la BNS dans un contexte de fondamentaux pertinents et de l'évolution globale depuis la crise financière. Cette réflexion offre également l'occasion de mieux comprendre pourquoi le franc suisse ne peut, dans un proche avenir, guère s'affaiblir et les raisons que le bilan de la BNS soit susceptible de s'accroître (plus encore).

Revue

Revenons en août 2011 : les acteurs des marchés financiers, à peine remis des dramatiques effets de la crise financière, se sont tournés avec anxiété vers la zone euro, où la prochaine crise était imminente. Investisseurs et entreprises helvétiques ont rapatrié en Suisse des capitaux en provenance de (proches) pays étrangers ce qui généré une appréciation du franc suisse contre les principales devises de près de 20% durant ces 8 premiers mois de l'année.

L'évolution des cours a provoqué une vive agitation dans l'économie suisse d'exportation et les politiciens de tous bords ont demandé à la BNS de prendre des mesures plus énergiques contre la vigueur du franc suisse. Le 6 septembre, la banque centrale a réagi en publiant un communiqué de presse sans équivoque : "(...) elle ne tolérera plus de cours inférieur à 1,20 franc pour un euro sur le marché des

changes. La Banque nationale fera prévaloir ce cours plancher avec toute la détermination requise et est prête à acheter des devises en quantité illimitée¹. Au cours des quatre années qui ont précédé la suppression de ce taux minimum, le bilan de la BNS a augmenté de moitié, passant d'environ CHF 365 milliards à CHF 561 milliards, à la suite de ses nombreuses interventions.

La suppression du taux de change minimum le 15 janvier 2015 et le durcissement des taux négatifs face aux importantes positions de liquidités en francs suisses ont à nouveau provoqué des fluctuations de cette monnaie et des cours des actions des entreprises suisses exportatrices. Les années suivantes, l'économie mondiale s'est redressée, mais le franc suisse est resté fort. Si l'on considère en particulier le fait que le bilan de la BNS a de nouveau augmenté de 50%, passant de CHF 561 milliards à CHF 841 milliards en quatre ans jusqu'en 2019, la question de l'efficacité à long terme des interventions de la BNS se pose.

La force du franc suisse est-elle vraiment un phénomène (de crise) temporaire ou bien s'agit-il plutôt d'un fait structurel auquel il est difficile de remédier, même par des interventions massives de la BNS ? La Banque nationale prévoit-elle d'augmenter son bilan de moitié au cours des quatre prochaines années, conformément à sa devise "Quoi qu'il en coûte", même si celui-ci a déjà dépassé le produit intérieur brut (PIB) de la Suisse qui s'élève à CHF 689 milliards ? La BNS peut toutefois être créditée d'une meilleure diversification de la composition de son bilan à la faveur de monnaies supplémentaires depuis son intervention sur le cours minimum EUR-CHF.

Un regard sur la recherche

De nombreux documents de recherche et commentaires, comme le rapport G30 récemment publié par Mark Carney², soulignent explicitement le fait que, dans le monde étroitement interconnecté d'aujourd'hui, pratiquement aucun pays ne peut échapper aux développements internationaux. Si l'on applique ces considérations à la Suisse, on peut tirer la conclusion suivante:

¹ Communiqué de presse de la BNS, 6 septembre 2011: https://www.snb.ch/fr/mmr/referance/pre_20110906/source/pre_20110906.fr.pdf

² Group of Thirty, Washington D.C., Occasional Paper 96, Mark Carney: «Pull, Push, Pipes – Sustainable Capital Flows for a New World Order.»

Avec sa politique budgétaire opiniâtre (frein à l'endettement !) et une gouvernance monétaire crédible, la Suisse est un pays modèle en regard de la dette européenne. La politique monétaire de nombreuses zones économiques beaucoup plus vastes reste expansive ou le devient même plus encore. Les structures du système financier mondial sont également en train de passer d'un environnement fortement porté par les banques et les organisations supranationales, à un climat plus procyclique soutenu par les produits d'investissement (de fonds souverains et de banques centrales). Avant d'analyser ces trois facteurs pour l'Helvétie, nous émettons l'hypothèse que le franc suisse ne peut guère être affaibli durablement et qu'il s'appréciera à nouveau fortement au plus tard lors de la prochaine crise mondiale ou européenne.

Les facteurs d'attrait

Les facteurs d'attractivité les plus importants d'une zone monétaire sont sa politique budgétaire et monétaire, son cadre économique, y compris la sécurité juridique, ainsi que sa stabilité institutionnelle. Ce premier élément en Suisse peut se résumer comme suit : depuis l'introduction du "frein à l'endettement" en 2001, la dette publique a diminué de moitié pour atteindre environ 28 % du PIB et, depuis 2001, le pays a enregistré en majorité des excédents budgétaires et commerciaux publics. A l'étranger, la situation est plus difficile : la dette publique dépasse largement 60% de la production économique (PIB), les déficits budgétaires surpassent au moins les 2% et les déficits commerciaux sont récurrents.

Le pouvoir d'achat helvétique est également très stable : avec le Japon, la Suisse affiche régulièrement les taux d'inflation sous-jacente les plus bas du monde. D'une part, cela peut être attribué à sa politique monétaire très prévisible, et d'autre part, être également fortement influencé par la stabilité de son cadre économique et juridique. Il n'est donc pas surprenant que les taux d'intérêt suisses se situent à un niveau foncièrement bas par rapport au reste du globe. Un examen du passé montre également que

les écarts d'inflation importants entre deux pays à taux de change flottant se reflètent de manière correspondante dans le cours des devises.³ Il n'est donc pas fantasmagorique de supposer que le franc suisse continuera de s'apprécier à long terme par rapport à ces monnaies en raison de taux d'inflation toujours plus élevés dans les pays voisins.

Les facteurs d'incitation

Les facteurs d'encouragement sont des paramètres globaux qui déterminent l'appétit au risque et donc les flux mondiaux de capitaux. Si l'on examine à nouveau le franc suisse, on doit également tenir compte de la situation internationale des taux d'intérêt, de la stabilité et la crédibilité des systèmes bancaires étrangers ainsi que de l'attrait des opportunités d'investissement au niveau mondial. En regardant dans le passé, la péjoration de facteurs d'incitation a conduit à une fuite des capitaux vers des monnaies plus sûres comme le franc suisse ou le yen japonais. La monnaie helvétique s'est appréciée de manière significative lors des crises des marchés émergents des années 1990, de l'éclatement de la bulle Internet de 2001-2003, de la crise financière de 2007-2009 et durant la crise de l'euro de 2011-2013.

Cette évasion des capitaux n'est pas seulement une recherche temporaire de sécurité par des investisseurs étrangers, mais aussi un rapatriement massif d'avoirs par des entreprises, des caisses de pension et des particuliers suisses. Rien que pendant la crise de l'euro de 2011 à 2013, plus de CHF 174 milliards ont fui de l'étranger.⁴ Cet afflux de fonds a largement contribué à l'augmentation du bilan de la BNS qui s'est littéralement substituée aux investisseurs indigènes. On peut donc raisonnablement s'attendre à ce que la pression à la hausse du franc suisse augmente à nouveau si les facteurs d'incitation s'estompent à nouveau.

³ Exemple: E.-U. vs. Suisse du 31.7.1999 au 31.7.2019: écarts d'inflation cumulé au détriment des E.-U. de 40% (indice des prix à la production, base de données FMI) et de 33% (indice des prix à la consommation, base de données FMI). Durant la même période, le franc suisse s'est apprécié de 28% par rapport au dollar américain.

⁴ Voir R. Auer, SNB Quarterly Bulletin 02/2015: «A safe haven: international demand for Swiss francs during the euro area debt crisis».

Les structures du système financier (Pipes)

Les structures du système financier mondial ont également sensiblement changé au cours de la dernière décennie. Depuis la crise financière, les exigences de fonds propres des banques sont passées d'environ 8% (Bâle I) à 13% (Bâle III). Par conséquent, les portefeuilles de négoce des banques ont diminué de moitié et les liquidités interbancaires de plus de 30 % depuis la période précédant ce choc économique (2007).

Dans un même temps, l'influence des banques mondiales de développement (Fonds monétaire international, Banque mondiale) a diminué en faveur de nouveaux établissements régionaux de développement (AIIB, NDB). Enfin et surtout, les nombreux fonds souverains et gestionnaires en placement actifs dans le monde ont, dans l'intervalle, gagné une ascendance significative sur l'environnement économique et financier : les avoirs combinés des 15 plus grands fonds souverains dépassent désormais la somme des bilans de la Réserve fédérale américaine et de la Banque centrale européenne⁵.

Le système financier, et donc aussi la structure de propriété des marchés globaux des obligations et des actions, a donc fondamentalement changé et il ne faut pas s'attendre à un ralentissement de cette tendance. Par conséquent, de par la progression constante de la fortune globale de ces acteurs, nous prévoyons une concentration des détenteurs de titres ainsi qu'une influence accrue de ceux-ci sur les plus petites zones monétaires.

Pour nous, il n'est donc pas surprenant qu'un large éventail d'organisations du G7 au G30, banques centrales et la Banque des règlements internationaux (BRI) s'intéressent aux effets potentiels de cette évolution : comment ces flux d'actifs de plus en plus pro cycliques influenceront-ils les prochaines crises dans un environnement de taux d'intérêt négatif, sans nouveaux filets de sécurité significatifs ou sans réformes économiques indispensables ? Personne ne peut répondre de façon concluante à cette question, mais il est toutefois possible d'apprécier la manière dont le franc suisse réagira à ces facteurs.

Retour au franc suisse

Une dépréciation durable du franc suisse ne serait concevable que dans les scénarii (hypothétiques) suivants : (1) Les taux d'inflation suisses sont nettement plus élevés que ceux à l'étranger. Le pouvoir d'achat de la population suisse diminue et celle-ci transfère son épargne vers des devises étrangères afin de protéger son patrimoine. (2) La croissance de l'économie mondiale est beaucoup plus forte que celle en Suisse et les banques centrales augmentent continuellement les taux d'intérêt. (3) La stabilité des prix du franc suisse est compromise par une politique budgétaire excessivement généreuse (surendettement), une gouvernance monétaire malavisée (perte de confiance) ou l'absence d'un état de droit. La Suisse perdrait son statut de refuge.

Le premier scénario est presque impensable eu égard aux données historiques. Bien que le second schéma soit le plus souhaitable compte tenu de la lenteur de la croissance économique mondiale, un découplage presque complet de l'économie (exportatrice) suisse du développement international est difficilement concevable. Très flexibles de nombreuses entreprises suisses réagissent bien aux défis. Même le troisième scénario n'est pas vraiment réaliste. Il n'y a donc guère d'arguments concluants en faveur d'un affaiblissement significatif du franc suisse.

Au contraire, les facteurs d'attractivité et d'incitations mentionnés de même que la structure bouleversée du système financier mondial entraîneront une prochaine fuite des capitaux et un rapatriement vers francs suisses en temps de crise. Les interventions passées, présentes et futures de la BNS peuvent atténuer ou retarder l'appréciation du franc suisse, mais elles ne l'arrêteront certainement pas. Cela peut-il et va-t-il continuer indéfiniment ? La question se pose déjà aujourd'hui quant aux conséquences de ces positions en devises en perpétuelle croissance. Ces placements ne sont pas seulement soumis aux fluctuations du franc suisse, mais aussi aux mouvements des marchés boursiers mondiaux.

⁵ À elle seule, la fortune du fonds souverain norvégien s'élève à plus de USD 1000 mia, un montant supérieur au bilan de la BNS.

Comment le directoire de la BNS, les responsables politiques et les acteurs économiques se comporteront-ils si les pertes de la BNS ne s'élèvent plus "seulement" à CHF 23 milliards comme en 2015 ou à CHF 15 milliards en 2018, mais dépassent, par exemple, les CHF 150 milliards ? Ce chiffre n'est pas tiré par les cheveux si l'on suppose que le bilan croît encore de 20 % avant la prochaine crise majeure.⁶ Une opposition plus forte et des avertissements de l'étranger sont également envisageables : aujourd'hui déjà les États-Unis dénoncent de nombreux pays de manipulations monétaires. Le fait est que même les interventions massives de change de ces dix dernières années n'ont pas permis d'affaiblir durablement le franc suisse et que la BNS ne peut pas poursuivre ses achats ad vitam æternam en raison de l'augmentation de son bilan. Don Quichotte a aussi dû mettre fin à sa lutte désespérée à un moment donné.

Le point de vue de l'investisseur

Que signifie cette réflexion pour l'investisseur dont la devise de référence est le franc suisse ? Une exposition durablement élevée aux devises étrangères ou la couverture stratégique des risques de change n'apporte guère la valeur ajoutée espérée. En y regardant de plus près, la protection stratégique des risques de change, en particulier, sape les efforts de la BNS en vue d'affaiblir le franc suisse. Pour ces différentes raisons, la part du franc suisse dans les portefeuilles de nos clients reste élevée et sélectionnons les meilleures entreprises par secteur plutôt que par pays.

Benjamin Schoch

Responsable Asset Management, Analyste monnaies / obligations.

Les études périodiques sont disponibles en téléchargement au format PDF sur le site Web d'Albin Kistler: www.albinkistler.ch/studien

⁶ Une appréciation du franc suisse de 10% sur CHF 1000 mia entraînerait une perte CHF 100 mia. Selon la crise, il est tout à fait possible que la perte sur les positions mondiales en actions atteigne 40%, ce qui - pour une part d'actions de 20% -

correspond à un potentiel de perte supplémentaire de CHF 80 mia. Et les éventuelles pertes sur les portefeuilles en obligations ne sont pas prises en compte.