



ANALYSE HEBDOMADAIRE

Marchés : la BNS pourra-t-elle tenir ses engagements ?

21 juin 2012

Focus : 60 milliards CHF en mai pour défendre le niveau de 1.20 contre euro

Points clés:

- 60 milliards en mai pour tenir le niveau plancher
- Un demi-succès, le franc reste collé à 1.20
- Est-ce que le franc est vraiment surévalué ?
- Hausse à 303 milliards des réserves monétaires
- Une stratégie stabilisatrice efficace

La BNS ne pourra sans doute pas pousser le franc au-delà du niveau plancher, mais ce n'est peut-être désormais plus réellement son objectif.

La BNS garde le cap à tout prix

La Banque Nationale Suisse a encore montré sa détermination à défendre le cours plancher inchangé à 1.20 franc pour un euro, le 14 juin lors de sa conférence de presse. Elle a en effet martelé son engagement en rappelant qu'elle était toujours prête à acheter des devises en quantités illimitées pour défendre le niveau de taux de change souhaité. Si elle a rapidement relevé qu'au niveau actuel le franc demeurerait « à un niveau élevé », elle n'a toutefois pas longtemps commenté ce niveau de surévaluation en omettant de donner la moindre indication quantitative ou qualitative permettant d'entrevoir sa véritable vision du taux de change théorique adéquat. Elle a par contre insisté sur les risques que pourraient faire courir à notre économie nationale une appréciation de notre devise. Afin d'éviter de « graves conséquences sur l'évolution des prix et de l'économie suisse » la BNS indiquait ainsi qu'elle agira et prendra en tout temps les mesures supplémentaires nécessaires, elle pourrait dès lors décider d'introduire des mesures de contrôle des capitaux et fixer des taux d'intérêts négatifs sur les avoirs en compte courant CHF de résidents étrangers.

L'industrie suisse peut donc dormir sur ses deux oreilles, une revalorisation du franc suisse contre l'euro en tout cas n'a que peu de chances de se produire dans l'immédiat, la BNS y veille.

Une politique à succès ?

La BNS affiche donc sa détermination, on pourrait aisément considérer qu'elle a convaincu les marchés de la pertinence de sa stratégie. En effet, si on mesure le succès de sa politique à la résistance du taux plancher, force est de constater que depuis son annonce et le renversement de tendance opéré en septembre 2011, la BNS a bel et bien été capable de stabiliser le taux de change au-dessus du taux plancher fixé comme seuil à ne pas franchir.

Mais en y regardant de plus près, ce qui semble être un succès de fait, apparaît peut-être déjà comme un échec programmé, le franc ne semble pas prêt à une nouvelle correction vers 1.30.

Tout d'abord, en annonçant sa politique de normalisation du taux de change, la BNS ne souhaitait sans doute pas établir un PEG entre l'euro et le franc suisse qui se fixerait à 1.20. Elle espérait au contraire que par sa politique active elle pourrait relancer une analyse objective des agents économiques et intervenants dans les marchés des changes, qui conduirait à une plus grande sérénité dans la détermination du taux de change. Dans le contexte de l'été 2011, elle espérait donc sans doute que l'appréciation du franc suisse, qu'elle jugeait « absurde », serait corrigée et que les marchés financiers finiraient aussi par retrouver la voie de la sagesse et considérer que la valeur théorique du franc suisse était plus proche de 1.35-1.40 que du niveau plancher de 1.20 annoncé.

Taux de change euro/chf (juin 2011-juin 2012)



Source : Bloomberg

De ce point de vue, il faut admettre que l'objectif n'a clairement pas été atteint, le franc suisse n'a pas décollé de la zone plancher à 1.20 et n'a pas testé un niveau plus élevé de 1.30 par exemple.

A l'exception du 1^{er} mois de l'année pendant lequel les cours ont régulièrement glissés de 1.2186 à 1.2050, le taux de change s'est progressivement fixé entre 1.20 et 1.201 et les fluctuations quotidiennes ont été depuis lors reléguées à la troisième décimale. Plusieurs raisons peuvent expliquer l'incapacité du taux de change euro/franc suisse à décoller du niveau plancher de 1.20.

On pourrait d'abord imaginer que les marchés financiers n'ont pas compris que l'objectif de la BNS n'était pas de fixer un taux de change à 1.20, mais bel et bien de défendre un taux plancher qui laisserait une marge d'ajustement vers 1.30 ou 1.35 puisque le franc suisse était considéré comme largement surévalué. Cette première hypothèse ne nous semble évidemment pas crédible, même si aux USA il a souvent été question de PEG dans les commentaires des médias. La seconde se fonde sur l'idée que le franc suisse n'est peut-être tout simplement pas surévalué sur le plan fondamental en regard notamment des statistiques de croissance économique et des chiffres de l'inflation publiés au cours des derniers mois, pointant vers une situation totalement atypique de la Suisse dans le concert des nations européennes. Finalement, il nous semble que la troisième explication est certainement plus convaincante car elle fait intervenir plusieurs paramètres décisifs qui, en intervenant simultanément, ont certainement concourus à l'évolution récente du taux de change euro/chf que nous connaissons.

- **Le franc suisse n'est effectivement pas si surévalué sur le plan fondamental**
- **La crise européenne s'est poursuivie et a maintenu un désir de diversification en-dehors de l'euro qui s'est d'abord manifesté par une hausse du dollar US**
- **Le franc suisse a aussi été recherché comme le démontre les interventions indispensables de 60 milliards de CHF de la BNS en mai**
- **Sans les interventions de la BNS, le franc suisse se serait donc à nouveau apprécié au deuxième trimestre 2012**

Quelle est la vraie valeur du franc ?

La surévaluation du franc suisse semblait une évidence en 2011, mais avec une croissance économique solide (PIB +0.7% au 1^{er} trimestre 2012 et une inflation négative (-1%) en rythme annuel, un taux de chômage de 3%) la Suisse montre une résistance réjouissante à l'adversité conjoncturelle qui touche ses plus proches partenaires économiques, en récession ou en très net ralentissement.

Les dernières statistiques encore publiées laissent toujours entrevoir une résistance de notre économie. Les exportations de montres ont encore progressé de +16.2% en rythme annuel en mai, tandis que les chiffres de la balance commerciale progressaient en mai de 1.3 à 2.4 milliards de francs.

Les parités de pouvoir d'achat (PPA) comme guide de la valeur théorique des taux de change montrent aujourd'hui effectivement une surévaluation du franc suisse contre la plupart des monnaies.

Mais les disparités restent extrêmement élevées en fonction des méthodes utilisées pour estimer ces parités de pouvoir d'achat. Nous rappelons ci-après les écarts de valorisations selon l'approche de la consommation, de la production et selon les chiffres de l'OCDE.

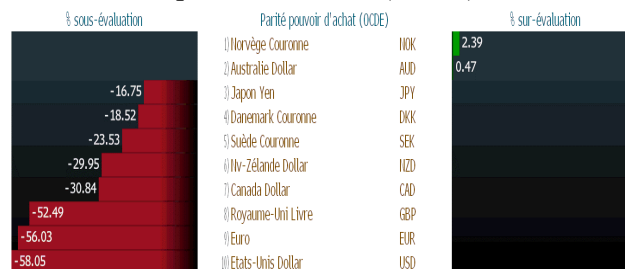
Parités de pouvoir d'achat (conso.) 1982-2012



Parités de pouvoir d'achat (prod.) 1982-2012



Parités de pouvoir d'achat (OCDE) 1982-2012



Source : Bloomberg

On observe effectivement une forte disparité de calcul de surévaluation du franc suisse contre euro (1.77%, 14.75% ou 56%) et notamment de la mesure donnée par l'OCDE.

Si l'on s'en tient à la mesure des PPA selon les coûts, le taux de change théorique serait à 1.37 CHF pour un euro, tandis que la valorisation selon les données de l'OCDE apparaît extrême.

Le franc suisse est donc peut-être surévalué selon cette méthodologie, mais sa valeur de marché n'est désormais plus visible depuis l'intervention de la BNS. Il nous semble pourtant évident que les investisseurs qui ont vendu 60 milliards d'euro à la BNS en mai sont convaincus de faire une bonne affaire, il n'y a en tout cas personne d'autre que la BNS pour parier sur une hausse de l'euro contre franc suisse depuis des mois.

Une telle situation est relativement paradoxale, car elle démontre en fait le peu de crédit que les marchés donnent à cette politique.

Si seulement une partie des intervenants croyait à la théorie de la surévaluation du franc suisse, quelques transactions seraient au moins observables au-dessus de 1.20. Ce n'est pas le cas manifestement comme le montre précisément le graphique de la page 2.

Une résolution même partielle des problèmes de financement de la dette européenne aura prochainement sans doute plus de chances de redonner quelques couleurs temporairement à l'euro. Peut-être verrons-nous alors un taux de change s'éloigner au-dessus de 1.20.

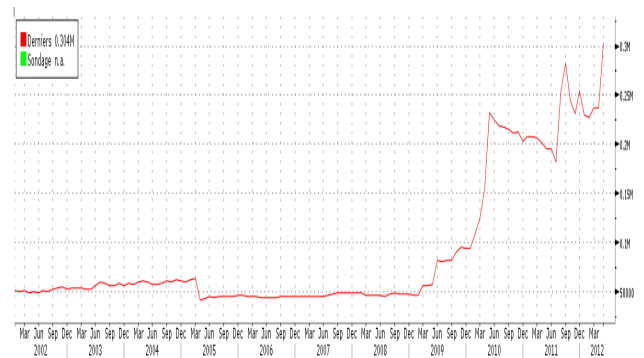
Coût de la politique de stabilisation du taux de change

La BNS subit depuis quelques semaines des critiques sur le bien-fondé de sa politique. Il est vrai que certains s'interrogent sur la nécessité, l'efficacité à long terme d'une telle politique et de son coût potentiel en cas d'échec en particulier. Car certains se souviennent que la BNS avait dû enregistrer des pertes importantes suite à ses interventions de 2009 et 2010 notamment. Elle avait alors acquis pour environ 120 milliards d'euros dont la valeur chutait en 2010 et 2011. On estimait alors que les pertes liées aux achats d'euro représentaient déjà 30 milliards de francs. Les cantons qui profitent des bénéfices de la BNS à hauteur de 2/3 voyaient déjà d'un mauvais œil la disparition de cette manne.

Pour tenir son engagement, la BNS a probablement dû acquérir au cours du seul mois de mai plus de 60 milliards supplémentaires d'euro, si on attribue l'augmentation de ses réserves de change de 237 milliards en avril à 303 milliards en mai à cette seule activité. Pour mettre les choses en perspectives, entre le mois de juillet et août 2011, les réserves de devises avaient progressé de 182 à

282 milliards, indiquant que la BNS avait sans doute dû acquérir 100 milliards d'euro pour renverser la tendance et construire sa crédibilité. Avant l'émergence de la crise de 2008, les réserves de devises de la BNS étaient relativement stables et fluctuaient entre 40 et 50mios, elles sont désormais six fois plus importantes.

Réserves de devises de la BNS 2002-2012



Source : Bloomberg

Pour l'heure, le consensus politique dans notre pays est suffisant pour soutenir l'action de la BNS. Il est donc probable que malgré une telle progression la capacité d'accumulation de devises et de création de francs suisses de la BNS ne soit pas remise en question dans un contexte par ailleurs de probable normalisation de la situation en Europe dans les prochains mois. Mais jusqu'où cette politique peut-elle être maintenue ?

Bien entendu, il pourrait en aller différemment si les marchés financiers devaient une nouvelle fois céder à un vent de panique. Une appréciation de 10% du franc suisse reviendrait à engendrer une perte de 31 milliards de francs dans les comptes de la BNS, précisément le genre de situation que voudrait éviter certains observateurs attentifs aux risques que supporteraient finalement les contribuables helvétiques.

Relevons aussi que cette politique de défense d'un taux plancher a des inconvénients pour les consommateurs suisses qui payent un peu plus cher les biens importés.

A l'heure des choix, c'est pour l'instant les exportateurs suisses qui ont été privilégiés dans la détermination de la politique monétaire de la BNS.

Il est vrai qu'aux vues de l'évolution des ventes de détail, le consommateur suisse n'a pas vraiment besoin d'être stimulé et avantagé par un franc fort. Eviter le risque d'une possible récession provoquée par une appréciation trop importante du franc était sans doute l'objectif à privilégier.

Le véritable succès de la BNS : gagner du temps et éviter un ajustement brutal de l'économie

La crédibilité de la BNS est aujourd'hui un facteur déterminant dans le succès relatif à court terme de sa politique. Elle s'est construite sur une communication sans faille et sur une présence régulière dans les marchés financiers.

La BNS a effectivement répété sa détermination et n'a laissé que peu de place à l'interprétation de sa motivation. Elle a également été capable jusqu'à ce jour de tenir ses engagements avec le succès connu. Cette détermination est sans aucun doute un point clé qui a certainement empêché les spéculateurs de revenir encore plus en masse (et gonfler encore plus les achats de 60 milliards du mois de mai) tester sa volonté alors que la crise européenne était ravivée ces dernières semaines.

Mais la BNS n'a pourtant pas la vocation à défendre un taux de change plancher dans sa mission initiale. Elle a donc à juste titre sans doute mis en œuvre cette politique qui a peut-être évité à notre pays de vivre une récession entraînée par celle de ses partenaires économiques proches. Mais cette politique doit incorporer une « exit strategy ».

Nous ne sommes pas persuadés que la BNS elle-même considère réellement que le franc suisse est surévalué. Cela fait partie de son vocabulaire indispensable à assurer le succès de sa politique.

La BNS, comme l'industrie et les exportateurs suisses, a toujours vécu dans un contexte général d'appréciation régulière de notre devise. Depuis 1970, le dollar américain perd en moyenne -4% contre le franc suisse. L'économie de notre pays s'est toujours ajustée en trouvant les moyens d'innover et de s'adapter à cette situation. La BNS, mieux que quiconque, doit en être consciente.

Aussi, il nous semble que la véritable politique de la BNS est d'éviter un choc conjoncturel et de gagner du temps pour permettre à l'économie de prendre progressivement les mesures nécessaires. Dans le meilleur des cas, sa politique aura convaincu les marchés de valoriser le franc suisse au-dessus de 1.25-1.30 par exemple, ce qui lui permettra de prendre quelques profits et de réduire la taille de ses réserves en devises. Dans le pire des cas, le franc suisse retrouvera un niveau de 1.10 par exemple en 2013 et la BNS devra payer le prix de sa politique de gestion d'une crise aux conséquences imprévisibles par des pertes comptables peut-être inférieures au coût global qu'aurait engendré une telle crise.

En conclusion, il nous semble que le taux plancher de 1.20 devrait tenir dans les prochains mois. Une amélioration de la situation sur le plan politique et une feuille de route européenne peut-être plus orientée vers un peu plus de fédéralisme devrait diminuer les pressions sur l'euro.

Dans ce contexte, nous pensons que la BNS ne se fera pas prier longtemps pour prendre quelques profits et sortir progressivement de cette politique contraignante.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

***Information importante :** Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.*

BBGI Group SA
Rue Sigismond Thalberg no 2
1201 Genève -Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch