

POINT DE VUE

Politique monétaire suisse et taux de change

La Suisse est certainement le pays au monde qui a le plus bénéficié de la mondialisation et de la globalisation des échanges en gagnant, aujourd'hui, un franc suisse sur deux de Produit National Brut à l'international. Historiquement, le faible bassin de consommateurs potentiels a obligé nos entreprises performantes et innovantes à s'orienter vers de nouveaux marchés : l'Europe, l'Amérique du Nord puis les marchés émergents. La chute du mur de Berlin, la montée en puissance des nouvelles économies et, corollaire, l'apparition d'une classe moyenne dans le monde bénéficiant d'un pouvoir d'achat de plus en plus élevé, ont été des vecteurs extraordinaires de croissance pour nos entreprises ayant acquis l'expérience du développement dans de nouveaux territoires. L'une des conséquences de la dynamique de l'économie suisse s'est reflétée dans l'appréciation historique du franc suisse sur le marché des changes. Il faut rappeler qu'une monnaie reflète en permanence la synthèse des grandes variables économiques, intégrant dans un prix les forces et les faiblesses d'une économie par rapport à une autre. La Suisse a la particularité de cumuler les satisfecit : faible inflation, stabilité politique, haute productivité du travail et du capital ainsi qu'un système de formation d'une main d'œuvre hautement qualifiée. Au niveau des grands agrégats économiques, la Suisse est l'un des seuls pays au monde à même d'enregistrer un triple excédent au niveau des balances : budgétaires, commerciales et des paiements. Afin de rester compétitif sur les marchés internationaux face à une monnaie qui s'apprécie en permanence, nos entreprises ont dû faire preuve d'une grande capacité d'innovation et miser sur la productivité. Historiquement, le franc suisse s'apprécie d'environ 2,5 % face à un panier représentatif de grandes monnaies. Le défi pour la Banque Nationale Suisse (BNS) a toujours été d'éviter que le franc suisse, jouant son rôle de valeur refuge lors de crises internationales, ne mette à mal la compétitivité de nos entreprises sur les marchés mondiaux.

Afin de comprendre et d'appréhender l'avenir, il nous paraît important de revenir sur le passé, c'est-à-dire au moment de l'introduction de l'euro en 1999, monnaie qui a intégré toutes les devises européennes. Nous constatons sur le graphique ci-dessous que dans l'euphorie qui a suivi la mise en circulation de l'euro, le cours de la monnaie européenne contre le franc suisse a fortement divergé de sa tendance historique, matérialisée par la ligne de régression de 2,5 % par an. Durant cette période, les grands investisseurs internationaux ont diversifié leurs réserves monétaires, favorisant l'euro dans un contexte économique et financier stable où le franc suisse passait de plus en plus pour une monnaie périphérique. La force de rappel aura été la crise de 2008 qui verra le franc suisse rattraper sa tendance historique avant de la dépasser lors de la crise de l'euro durant l'été 2011, lorsque les deux monnaies se sont échangées à la parité.

Dans ce contexte de haute tension, la BNS a instauré le fameux taux plancher contre l'euro fixé à chf 1,20, niveau que notre institut d'émission a défendu au prix d'une création monétaire sans précédent dans l'histoire financière suisse. Il est intéressant de noter que le niveau de 1,20 n'a, à notre avis pas été fixé par hasard par la BNS, mais qu'il s'inscrit exactement sur la tendance à long terme du franc suisse.

GRAPHIQUE chf/euro (1999 – 2017)



Dans le cadre de notre réflexion de mars 2015 intitulée : « Suppression du taux plancher, quelles conséquences », nous avons déjà évoqué ce sujet.

Nous avons écrit, durant l'automne 2011, que la fixation du taux plancher à chf/euro 1,20 par notre institut d'émission correspondait au niveau théorique du franc suisse, reflet de cette appréciation historique de l'ordre de 2 à 2,5 % contre un panier de monnaies internationales. Nous étions certainement les seuls dans le marché à affirmer que le niveau de chf 1,20 contre euro correspondait à la juste parité contre la monnaie européenne alors qu'en Suisse de nombreuses voix s'élevaient pour que ce niveau soit remonté à chf/euro 1,30 voire même à 1,40.

Les faits nous ont donné raison car en 2013, alors que la crise de l'euro ne faisait plus la une des médias, la parité de change a touché brièvement les niveaux de chf/euro 1,2650 à la fin du mois de mai de cette année. C'est, à notre avis, durant cette période que la BNS a commis une erreur majeure de politique monétaire. Notre institut d'émission aurait pu profiter de l'accalmie sur le front de la crise de l'euro pour annoncer qu'elle cesserait de défendre le niveau de chf 1,20 contre l'euro, laissant les forces du marché jouer leur rôle.

Cette annonce aurait pu être assortie de déclarations fermes afin de contrer tout dérapage spéculatif. La BNS avait, à cette époque-là, une grande crédibilité sur les marchés financiers et le franc suisse aurait pu poursuivre son appréciation historique inéluctable, évitant le choc violent, incontrôlé et dévastateur du 15 janvier dernier.

Depuis la levée du taux plancher, la BNS applique une politique d'interventions ponctuelles sur le marché des changes afin de freiner une appréciation de notre monnaie qu'elle juge excessive. Les derniers chiffres publiés mensuellement mettent en évidence cette politique à travers l'augmentation continue des réserves de change détenues par notre institut d'émission. Nous avons évoqué dans notre analyse du mois d'août 2015 cette stratégie que la Banque centrale n'a jamais démentie.

Bien que ne visant pas explicitement un objectif de change, il est intéressant de constater que le franc suisse évolue contre l'euro dans une fourchette de 1,04 à 1,08 qui correspond à notre modèle d'évaluation de la parité européenne et que nous avons évoqué dans notre dernière réflexion. Malgré les discours répétés depuis des années de la part des dirigeants de la BNS consistant à affirmer que le franc suisse est largement surévalué, nos autorités monétaires semblent s'être faites à l'idée que l'appréciation du franc suisse sur le marché des changes est inéluctable et que l'action de la BNS consiste à freiner la hausse de notre devise. Cette politique aurait dû être mise en place il y a déjà plus de deux ans lorsque l'euro traitait aux environs de chf 1,23 - 1,24. La BNS aurait pu dans un contexte européen quelque peu apaisé lever le taux plancher, décision qui aurait été assortie de déclarations fermes de la BNS quant à sa volonté de défendre toute appréciation excessive du franc suisse sur le marché des changes. A cette époque, notre institut d'émission avait une grande crédibilité sur le marché et les spéculateurs se seraient gardés de parier agressivement sur la hausse de notre devise, échaudés par la tactique de la BNS durant l'été 2011 qui avait astucieusement pris en défaut les intervenants sur le marché et leur avait infligé de sévères pertes. Nous considérons que la BNS, en maintenant son taux plancher dans une période où l'euro retrouvait un peu de vigueur, a commis une lourde erreur d'appréciation dans la conduite de sa politique monétaire et aurait pu éviter le choc déflationniste qu'elle a infligé à l'économie suisse le 15 janvier 2015.

LES TAUX D'INTERET NEGATIFS, UNE ARME CONTREPRODUCTIVE

La Suisse est rentrée dans un monde inconnu le 15 janvier 2015 lorsque la BNS a abandonné le taux plancher qu'elle avait instauré en septembre 2011 à chf/euro 1,20 et en appliquant un taux d'intérêt négatif sur les dépôts bancaires à vue. Deux ans après cette décision historique, il nous a paru intéressant de faire un point de situation. Par sa décision brutale, la BNS a infligé un choc déflationniste à l'ensemble de l'économie suisse et aucune branche économique n'a été épargnée. L'un des objectifs de la BNS était de maintenir, à travers les taux négatifs, le différentiel historique du loyer de l'argent de l'ordre de 1 % entre la zone euro et la Suisse afin d'atténuer les pressions à la hausse sur notre devise et, en conséquence, dissuader les investisseurs d'acheter notre devise. Cette stratégie n'a, en définitive, pas incité les investisseurs étrangers à se détourner de notre monnaie, bien au contraire. Nous pensons aux détenteurs de capitaux en provenance des marchés émergents dont les monnaies se sont effondrées de l'ordre de 25 à 30 % en 2015 et qui sont toujours prêts pour protéger leur patrimoine à payer une prime de 0,75 % par an. En définitive, c'est l'épargnant suisse au sens large qui paie le prix fort de cette politique.

Le cercle d'investisseurs suisses touchés par la mise en application de taux d'intérêt négatifs sur les dépôts bancaires est large : les trésoreries d'entreprises, les fonds de pension et caisses de retraite, l'AVS, les assureurs et assureurs-vie, les épargnants, etc... Cette situation, qui maintenant perdure, contraindra les fonds de pension à procéder à des renflouements et, dans le cas des caisses publiques, les contribuables seront à nouveau fortement mis à contribution. On peut affirmer sans ambages que la mise en place d'un système économique et financier basé sur des taux d'intérêt négatifs constitue un « impôt supplémentaire » que la population paie tous les jours.

En outre, la poursuite d'une politique monétaire basée sur des taux négatifs contribue à entretenir une situation de déflation au sein de l'économie en altérant la politique du crédit dont les banques commerciales en sont la courroie de transmission. Cette politique crée également une distorsion dans l'allocation des actifs en mains des institutionnels et pousse ces derniers à acquérir des biens immobiliers à des taux de rendement ridicules et qui sont devenus des investissements par défaut, les contraignant à prendre plus de risques.

CONCLUSION

La BNS n'a plus guère d'armes à disposition ni de marge de manœuvre et se retrouve dans une situation peu enviable dans laquelle elle ne maîtrise plus la conduite de sa politique monétaire en l'ayant, de facto, arrimée à celle de la Banque centrale européenne au travers d'une politique d'intervention sur le marché des changes dont la conséquence principale est l'explosion du bilan de la BNS par de la création monétaire ex-nihilo. La BNS est condamnée à attendre que la BCE normalise sa politique pour pouvoir enfin agir en ramenant les taux d'intérêt directs en territoire positif. Il nous paraît illusoire d'espérer qu'un jour le niveau de l'euro contre franc suisse atteigne un niveau suffisamment élevé pour permettre à la BNS de se délester sans pertes des euros accumulés ces dernières années. Les réserves en monnaies étrangères de la BNS ont atteint 710 milliards de francs suisses à la fin du mois de mars et ont dépassé le Produit Intérieur Brut alors qu'elles ne représentaient que 20 % de ce dernier il y a encore quelques années. D'autre part, les réserves en devises accumulées par la BNS sont principalement investies en obligations à des taux faibles tendant de plus en plus vers zéro. Lorsque les taux d'intérêt remonteront inévitablement, il y a de fortes chances pour que des pertes se matérialisent sur ses positions, pertes qui seront difficiles à expliquer au politique et au grand public qui seront tentés d'exploiter cette situation pour s'attaquer à l'indépendance de notre banque centrale. A n'en pas douter, le cauchemar ne fait que commencer pour les gardiens du temple monétaire.

Les récentes élections en Europe ont écarté du pouvoir les partis populistes et, corollaire, le risque d'un éclatement de l'Union monétaire européenne. Dans un contexte politique apaisé, assorti d'une accélération conjoncturelle de l'économie européenne, l'euro a commencé à se redresser, s'éloignant de la ligne de tendance historique. Nous estimons que le potentiel de hausse pourrait atteindre chf/euro 1,13 avant que l'appréciation de notre devise contre la monnaie européenne ne reprenne, l'occasion pour la BNS d'alléger ses positions en devises étrangères et surtout d'abolir les taux d'intérêt négatifs, un impôt sur l'épargne ainsi qu'un frein à l'investissement et au bon fonctionnement d'une économie basée sur les mécanismes du crédit. Nous espérons que la BNS saura profiter de cette fenêtre d'opportunité qu'elle avait ratée en 2013 et au début de l'année 2014, l'avenir nous le dira.