

Flash Economie

17 janvier 2017 - 99

Que penser de la politique monétaire et de change de la Suisse ?

Confrontée à la surévaluation du taux de change du franc suisse, la Banque Nationale Suisse a mis en place une politique monétaire ultra-expansionniste : taux d'intérêt négatif pour décourager les entrées de capitaux, intervention de charges massives.

Ceci nous permet de nous interroger sur l'efficacité de ce type de politique :

- stabilise-t-elle efficacement le taux de change ? La reprise est négative ;
- quels sont ses « effets collatéraux » sur l'inflation, les prix des actifs, le crédit, la stabilité financière, les flux de capitaux ?

Les effets collatéraux défavorables sont, avec le niveau énorme de la base monétaire (de la monnaie de Banque Centrale) :

- l'endettement du secteur privé ;
- la taille excessive du bilan des banques ;
- une balance des capitaux complètement déséquilibrée entre les capitaux à court terme et à long terme.

Patrick Artus

Tel. (33 1) 58 55 15 00

patrick.artus@natixis.com

 [@PatrickArtus](https://twitter.com/PatrickArtus)

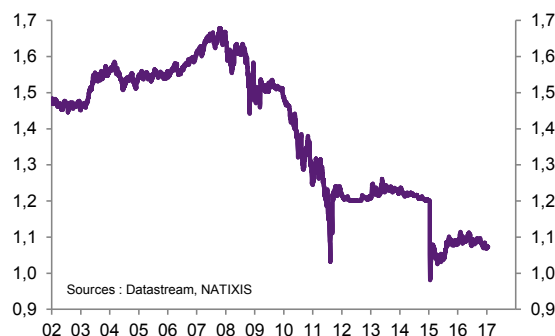
www.research.natixis.com

BANQUE DE GRANDE CLIENTELE
EPARGNE ET ASSURANCE
SERVICES FINANCIERS SPECIALISES

Depuis la crise de 2008-2009, avec le rôle de valeur refuge du franc suisse, la Banque Nationale Suisse lutte contre la surévaluation du franc suisse

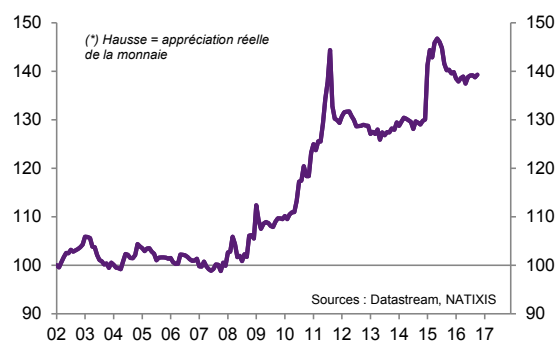
Le franc suisse étant valeur refuge, les crises (crise des subprimes en 2008-2009, crise de la zone euro en 2011-2012) conduisant à une appréciation du franc suisse (graphique 1a).

Graphique 1a
Suisse : taux de change par rapport à l'euro
(1€ = ...CHF)

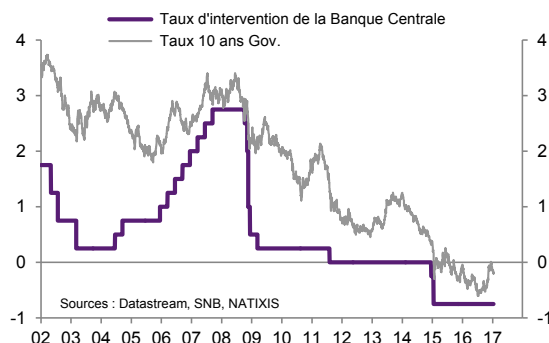


La Banque Nationale Suisse (BNS) a donc dû lutter contre la surévaluation du franc suisse (graphique 1b) par une politique monétaire très expansionniste : taux d'intérêt négatif (graphique 2a), accumulation de réserves de change (graphique 2b).

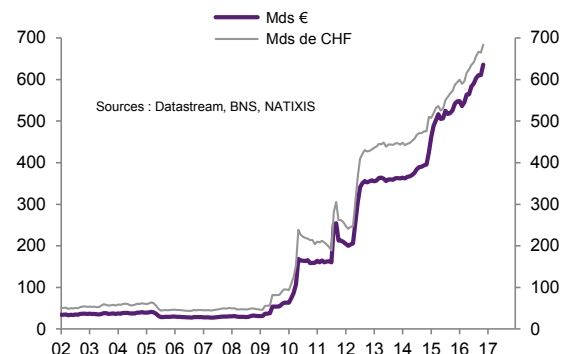
Graphique 1b
Suisse : taux de change effectif réel*
(100 en 2002:1)



Graphique 2a
Suisse : taux d'intervention de la Banque Centrale
(en %)



Graphique 2b
Suisse : réserves de change



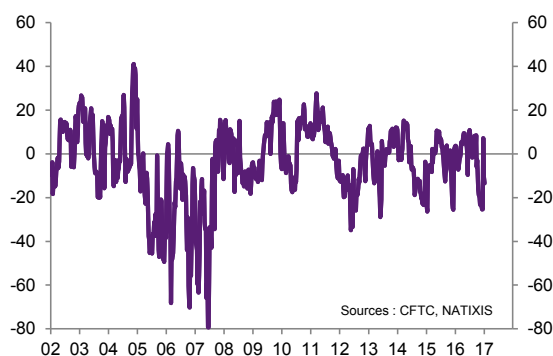
La première question est celle de l'efficacité de cette politique

Il y a eu **deux régimes pour le franc suisse** :

- un plancher à 1,20 vis-à-vis de l'euro ;
- un taux de change flexible avec abandon du plancher depuis le début de 2015.

Aucun de ces régimes n'a été crédible, puisque, dans les deux cas, il a fallu une **accumulation considérable de réserves de change** (graphique 2b) **pour éviter l'appréciation du franc suisse** avec les flux de capitaux spéculatifs (graphique 3, graphiques 9a/b plus bas).

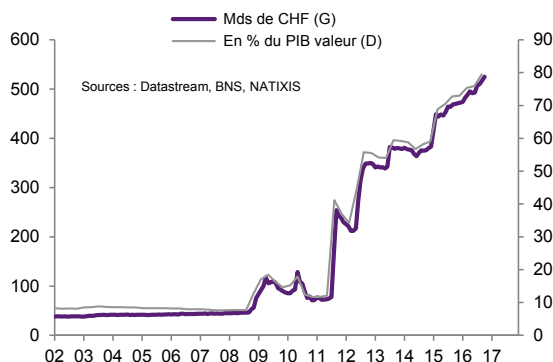
Graphique 3
Suisse : position nette ouverte sur le franc suisse
(en milliers de contrats : Long-Court)



La seconde question est celle des « effets collatéraux » de cette politique

La politique monétaire ultra-expansionniste de la Suisse conduit à **une croissance très rapide et à un niveau très élevé de la base monétaire** (de la monnaie de Banque Centrale, graphique 4).

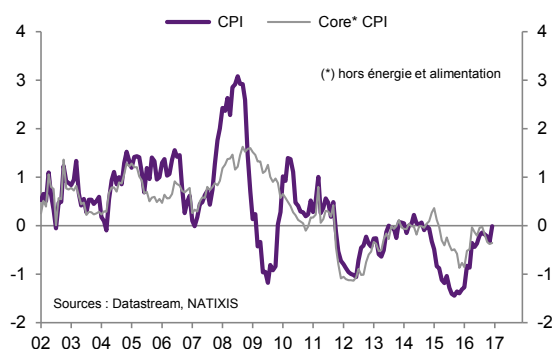
Graphique 4
Suisse base monétaire



Quelles sont les conséquences de cette expansion monétaire considérable ?

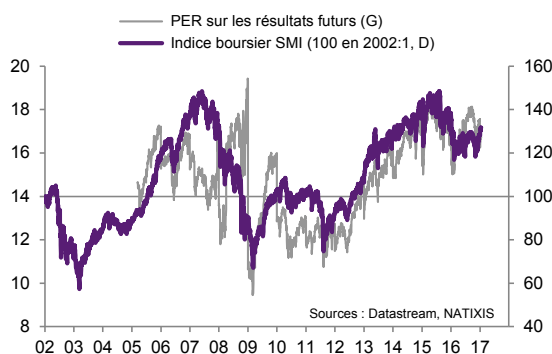
- (1) **L'inflation (graphique 5) ne revient pas**, avec la faiblesse des salaires.

Graphique 5
Suisse : inflation (GA en %)

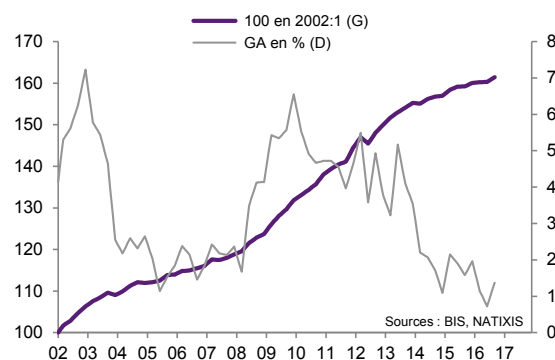


- (2) **Les prix des actifs (graphiques 6a/b) n'augmentent pas considérablement depuis 2014.**

Graphique 6a
Suisse : indice boursier SMI et PER sur les résultats futurs

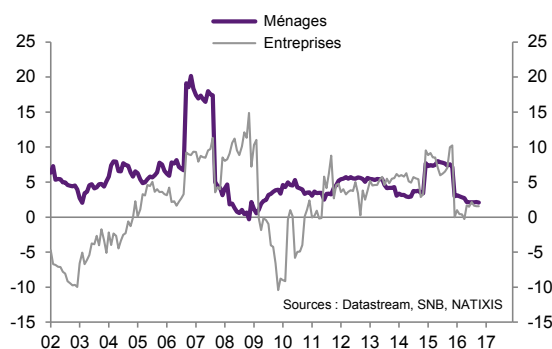


Graphique 6b
Suisse : prix de l'immobilier

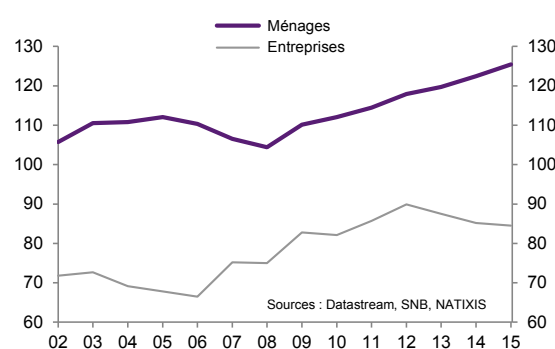


- (3) **Le crédit et la stabilité financière ont été affectés. L'endettement des ménages et des entreprises est très élevé (graphiques 7a/b), la taille des banques est considérable et augmente à nouveau (graphique 7c). Mais on ne voit pas de déséquilibre dans le comportement des ménages (graphique 8).**

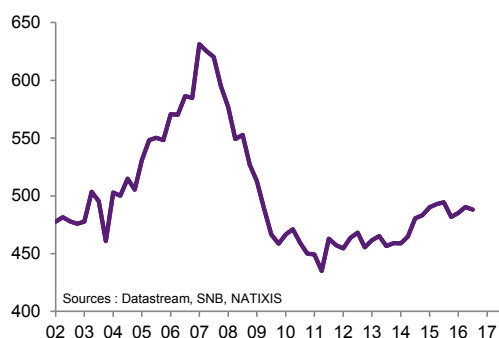
Graphique 7a
Suisse : crédit aux ménages et aux entreprises (GA en %)



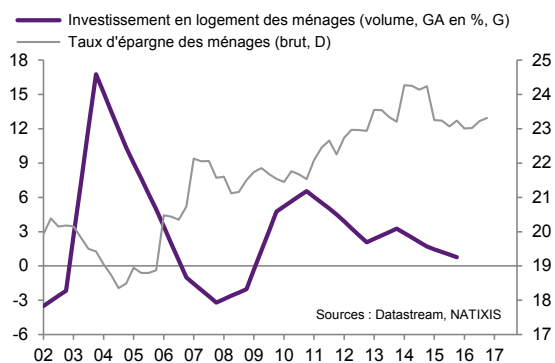
Graphique 7b
Suisse : dette des ménages et des entreprises (en % du PIB valeur)



Graphique 7c
Suisse : taille du bilan des banques
(en % du PIB valeur)



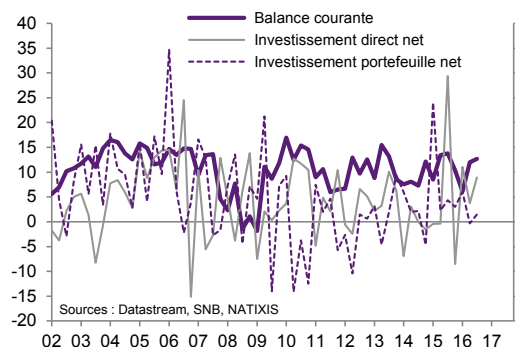
Graphique 8
Suisse : épargne et investissement des ménages



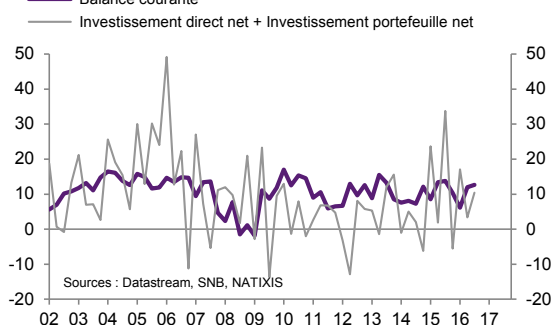
(4) **Les flux de capitaux sont aussi affectés. La balance des paiements de la Suisse est très déséquilibrée :**

- **entrée de capitaux à long terme** (valeur refuge du franc suisse, graphiques 9a/b) ;
- **sorties considérables de capitaux à court terme** (graphiques 9c).

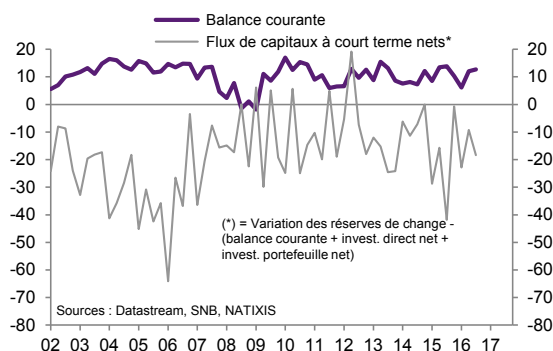
Graphique 9a
Suisse : balance courante, investissement direct et portefeuille nets (en % du PIB valeur)



Graphique 9b
Suisse : balance courante, investissement direct net + investissement portefeuille net (en % du PIB valeur)



Graphique 9c
Suisse : balance courante et flux de capitaux à court terme nets* (en % du PIB valeur)



Synthèse : quel jugement porter sur une politique monétaire très agressive visant à éviter la dépréciation du change ?

La politique monétaire ultra-expansionniste menée en Suisse pour éviter l'appréciation du franc suisse :

- **est inefficace : elle n'a jamais été crédible**, elle n'a jamais pu arrêter le besoin d'accumuler des réserves de change ni la surévaluation réelle du franc suisse ;
- **a eu comme effets secondaires défavorables :**
 - l'endettement du secteur privé,
 - la hausse de la taille du bilan des banques,
 - des sorties considérables de capitaux à court terme en contrepartie des entrées de capitaux à long terme.

On ne peut donc pas faire un bilan positif de ce type de politique de change, si on part de l'exemple suisse.

Avertissement

Ce document d'informations (pièces jointes comprises) est strictement confidentiel et s'adresse exclusivement à une clientèle de professionnels ou d'investisseurs qualifiés. Il ne peut être divulgué à un tiers sans l'accord préalable et écrit de Natixis. Si vous receviez ce document et/ou toute pièce jointe par erreur, merci de le(s) détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur. La distribution, possession ou la remise de ce document dans ou à partir de certaines juridictions peut être limitée ou interdite par la loi. Il est demandé aux personnes recevant ce document de s'informer sur l'existence de telles limitations ou interdictions et de s'y conformer. Ni Natixis, ni ses affiliés, directeurs, administrateurs, employés, agents ou conseillers, ni toute autre personne ne doit accepter d'être responsable à l'encontre de toute personne du fait de la distribution, possession ou remise de ce document dans ou à partir de toute juridiction.

Ce document a été préparé par nos économistes. Il ne constitue pas une analyse financière et n'a pas été élaboré conformément aux dispositions légales arrêtées pour promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement. En conséquence, sa diffusion n'est soumise à aucune interdiction prohibant l'exécution de transactions avant sa publication.

Ce document et toutes les pièces jointes sont communiqués à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constituent pas une recommandation personnalisée d'investissement. Ils sont destinés à être diffusés indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique à un destinataire en particulier. Ce document et toutes les pièces jointes ne constituent pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Natixis, tout engagement devant notamment être soumis à une procédure d'approbation de Natixis conformément aux règles internes qui lui sont applicables.

Natixis n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Natixis ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En effet, les informations figurant dans ce document ne tiennent pas compte des règles comptables ou fiscales particulières qui s'appliqueraient aux contreparties, clients ou clients potentiels de Natixis. Natixis ne saurait donc être tenu responsable des éventuelles différences de valorisation entre ses propres données et celles de tiers, ces différences pouvant notamment résulter de considérations sur l'application de règles comptables, fiscales ou relatives à des modèles de valorisation. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par Natixis à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. Natixis se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis. Plus généralement, Natixis, ses sociétés mères, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que leurs directeurs, administrateurs, associés, agents, représentants, salariés ou conseillers respectifs rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document ou de leurs conseils concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de Natixis.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

Natixis ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation et n'assume aucune prestation de conseil, notamment en matière de services d'investissement. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

Natixis est supervisée par l'European Central bank (ECB).

Natixis est agréée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) en France en qualité de Banque – prestataire de services d'investissements et soumise à sa supervision.

Natixis est réglementée par l'AMF (Autorité des Marchés Financiers) pour l'exercice des services d'investissements pour lesquels elle est agréée.

Natixis est agréée par l'ACPR et réglementée par les « Financial Conduct Authority » et « Prudential Regulation Authority » pour ses activités au Royaume-Uni. Les détails concernant la régulation qu'exercent la Financial Conduct Authority et la Prudential Regulation Authority peuvent être obtenus sur simple demande à la Succursale de Londres.

Natixis est agréée en Allemagne par l'ACPR en qualité de Banque - prestataire de services d'investissement et soumise à sa supervision. NATIXIS Zweigniederlassung Deutschland est régulée de manière limitée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Allemagne. L'envoi / la distribution de ce document en Allemagne est réalisé par / sous la responsabilité de Natixis Zweigniederlassung Deutschland.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Espagne (Bank of Spain) et la CNMV (Comisión Nacional del Mercado de Valores) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Espagne.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la Banque d'Italie et la CONSOB (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa) pour l'exercice en libre établissement de ses activités en Italie.

Natixis est agréée par l'ACPR et régulée par la « Dubai Financial Services Authority (DFSA) » pour l'exercice de ses activités au « Dubai International Financial Centre (DIFC) ». Ce document n'est diffusé qu'aux Clients Professionnels, définis comme tels selon les règles de la DFSA ; à défaut le destinataire doit retourner le document à Natixis. Le destinataire reconnaît que le document ainsi que son contenu n'ont été approuvés par aucun régulateur ou autorité gouvernementale des pays du Conseil de Coopération du Golfe ou du Liban.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Natixis, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propre agréé à l'étranger, ne destine la diffusion aux Etats-Unis de cette publication qu'aux « major U.S. institutional investors », définis comme tels selon les règles de la SEC.

Ce document ne peut être distribué à aucune autre personne aux Etats-Unis. Chaque « major U.S. institutional investors » qui reçoit ce document, s'engage par cet acte, à ne pas en distribuer l'original ni une copie à quiconque. Natixis Securities Americas LLC, Négociateur pour compte de tiers et pour compte propres agréée aux Etats-Unis et membre de la FINRA, est une filiale de Natixis. Natixis Securities Americas LLC n'est impliquée d'aucune manière dans l'élaboration de cette publication et en conséquence ne reconnaît aucune responsabilité quant à son contenu. Cette publication a été élaborée et vérifiée par les collaborateurs de Natixis, qui ne sont pas associés de Natixis Securities Americas LLC et n'ont pas fait l'objet d'un enregistrement professionnel en tant qu'analyste auprès de la FINRA et ne sont donc pas soumis aux règles édictées par la FINRA.

Les opinions et avis sur des titres ou émetteurs figurant dans ce document reflètent uniquement les opinions et avis de leur(s) auteur(s). Les recommandations émises dans ce document n'influencent en aucune manière, que ce soit directement ou indirectement, la rémunération du ou des auteur(s) de ce document.

JE (NOUS), SOUSSIGNE(S), LE(S) AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT, CERTIFIE (CERTIFIONS) PAR LA PRESENTE QUE LES OPINIONS ET AVIS SUR L'ENTREPRISE OU LES ENTREPRISES ET SES OU LEURS TITRES FIGURANT DANS CE DOCUMENT REFLETTENT, SAUF INDICATION CONTRAIRE, LES OPINIONS ET AVIS DE LEUR(S) AUTEUR(S) ET QUE LES RECOMMANDATIONS, OPINIONS ET AVIS EMIS DANS CE DOCUMENT N'INFLUENCENT EN AUCUNE MANIERE, QUE CE SOIT DIRECTEMENT OU INDIRECTEMENT, LA REMUNERATION DU OU DES AUTEUR(S) DE CE DOCUMENT.

Les opinions et avis des auteurs peuvent diverger. Ainsi, Natixis, ses filiales et les entités qui lui sont liées, peuvent publier des documents et analyses contradictoires et/ou parvenir à des conclusions différentes à partir des informations présentées dans ce document. Pour toute demande d'information supplémentaire sur une opération sur un titre ou un instrument financier mentionnée dans ce document, veuillez contacter votre point de contact chez Natixis Securities Americas LLC par courrier électronique ou voie postale à l'adresse suivante 1251 Avenue of the Americas, New York, NY 10020.

Les valeurs citées peuvent faire l'objet d'avertissements spécifiques. Elles sont accessibles sur le site Natixis à cette adresse :

<https://www.research.natixis.com/GlobalResearchWeb/main/globalresearch/DisclaimersSpecifiques>