

—A LA UNE

Jeudi 12 août 2010

—La BNS comme un hedge fund

—*Christoph Burkhalter. Le responsable de la recherche de Picard Angst pointe les limites et ambiguïtés de la stratégie de la BNS.*

La BNS est-elle devenue un hedge fund? A la veille de la publication de ses chiffres semestriels, la question se veut évidemment provocatrice. Mais elle est somme toute légitime, de l'avis de Christoph Burkhalter et Dominik Grimmer, respectivement responsable de la recherche et ingénieur financier chez Picard Angst. Dans la dernière revue mensuelle de la société financière indépendante, ils reviennent sur la stratégie adoptée par les banquiers centraux suisses sur le marché des changes. «Le recours à des achats de soutien constitue toujours un pari contre le marché, selon le principe never catch a falling knife». Dans ce contexte, la question doit être posée: à quel point la BNS peut-elle s'ériger en hedge fund, en supportant le cours de l'euro? «Lors de sa dernière réunion en juin, les membres du directoire ont expliqué qu'étant donné les évolutions positives de la conjoncture dans le pays, le risque de déflation avait largement reculé». Ils n'ont toutefois pas exclu de futures interventions sur le marché des changes. Mais sur la base des derniers développements, Picard Angst considère qu'il semble prématuré d'affirmer que le risque déflationniste, celui-là même contre lequel la BNS a lutté à coup d'achats d'euros depuis mars 2009, est écarté. Les analystes estiment donc que la principale raison de la suspension annoncée est à trouver dans l'inconfort grandissant dans lequel se trouve la BNS. Après que les interventions aient cessé (du moins officiellement), la baisse de l'euro s'est quelque peu poursuivie. Si bien que la BNS a déjà fait part d'une perte semestrielle – et virtuelle – de 14 milliards de francs sur ses positions en euros. «Mais en plus, pointe Picard Angst, les achats d'euros ont mené à une forte concentration de son portefeuille dans un seul actif. Ce qui représente un risque important pour son bilan».

D'autant qu'il demeure aujourd'hui impossible de prédire l'ampleur définitive des pertes découlant de ses positions. Même si le plus gros de la défiance vis-à-vis de l'euro semble être passée, les problèmes de dettes publiques en Europe devraient continuer à peser sur la devise unique durant les prochaines années, prévoient les deux analystes. «La pression s'accroît pour que la BNS vende ses euros. Principalement parce que les risques sont trop concentrés, mais également parce que les pertes futures pourraient s'avérer plus importantes qu'elles ne le sont déjà». Si la parité euro/franc chute à 1,19, la BNS enregistrerait une perte supplémentaire de 16 milliards, calculent par exemple les analystes. Si le dollar recule de 10%, le revers pourrait s'élever à 5 milliards. La même estimation vaut pour le cours de l'or, dont une correction paraît désormais presque inévitable. Et ce sont surtout ces actifs qui ont permis jusqu'ici à la BNS de compenser, au moins de limiter, ses pertes en euros. «Reste à espérer qu'elle s'est couverte de façon adéquate contre ce type de risques». Si l'euro s'apprécie, la Banque nationale pourrait théoriquement être en mesure de liquider une partie de sa position. Mais dans pratique, la pression qu'exercerait cette opération sur les cours de change la rend très peu probable. De même que la probabilité de recourir à de nouveaux achats d'euros pour soutenir son évolution. «La marge de manœuvre est actuellement très limitée». Ce qui est certain, reprend Picard Angst, c'est qu'une action unilatérale de la BNS n'est pas souhaitable. En particulier si elle n'est pas compatible avec les objectifs de la Banque Centrale Européenne (BCE). Dans le cas en présence, un euro faible joue incontestablement en faveur des membres de l'Union Européenne. Une concertation avec la Réserve fédérale américaine paraît en revanche bien plus adéquate, les Etats-Unis ne voyant pas forcément la faiblesse de l'euro du meilleur œil qui soit. En conclusion, Picard Angst rappelle encore que les pertes annoncées jusqu'alors restent virtuelles. Au 30 juin dernier, les 120,55 milliards d'euros détenus par la BNS étaient enregistrés à un cours théorique de 1,3260 franc. Depuis la publication de ces chiffres, le 21 juillet dernier, l'euro a repris de la vigueur pour se situer aujourd'hui à 1,3620.