
Valeur refuge: la demande internationale de francs suisses durant la crise de la zone euro

Auteur: Raphael A. Auer ¹

Quelle a été l'étendue de la demande internationale de francs suisses lorsque la crise de la dette battait son plein dans la zone euro? Par quels canaux cette demande s'est-elle concrétisée et quels risques financiers cet afflux de fonds a-t-il induits? La demande de francs peut être attribuée aussi bien aux résidents qu'aux non-résidents. Le présent article se concentre cependant sur la demande émanant des non-résidents. Il montre qu'entre août 2011 et février 2013, des intervenants étrangers ont accumulé 132 milliards de francs sur des comptes bancaires suisses et accru leur exposition de 42 milliards de francs supplémentaires en acquérant des obligations et des actions d'entreprises suisses libellées en francs. La plupart de ces positions ont été constituées par l'intermédiaire de banques en mains étrangères établies en Suisse. En particulier, 78 milliards de francs ont été accumulés via les succursales helvétiques de banques internationales domiciliées à l'étranger, ce qui a eu pour effet de multiplier quasiment par cinq le bilan de ces succursales. En dépit des importants montants en jeu, la stabilité financière de ces succursales ne serait pas menacée si ces flux vers le franc comme valeur refuge venaient un jour à s'inverser. En effet, ces capitaux sont presque exclusivement déposés sur des comptes de virement à la Banque nationale suisse (BNS) et peuvent donc être retirés à court terme sans déclencher de turbulences sur les marchés financiers.

¹ Le présent article est basé sur des études de Lukas Altermatt, Romain Baeriswyl, Marco Huwiler et Pinar Yesin. Je leur adresse mes remerciements, de même qu'à Adrien Alvero pour son excellente assistance de recherche tout au long de l'élaboration de cet article. Les vues présentées ici sont celles de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement les opinions de la Banque nationale suisse.

1 Introduction

La stabilité politique, l'équilibre des politiques budgétaire et monétaire et la pérennité de l'environnement macroéconomique de la Suisse font du franc la monnaie refuge par excellence, sur laquelle se replient les investisseurs suisses et vers laquelle se tournent les investisseurs internationaux en temps de crise.

Cet engouement pour le franc représente un défi pour l'économie suisse, car sa monnaie a tendance à se renforcer à l'approche de chaque crise mondiale. Ce cas de figure s'est présenté de façon particulièrement marquée ces dernières années. Alors que le franc s'est fortement apprécié pendant la crise financière mondiale de 2008-2009 et que la solvabilité de certains pays européens suscitait l'inquiétude, la monnaie helvétique s'est littéralement envolée fin 2010 et au cours des trois premiers trimestres de 2011, sur fond d'aggravation de la crise de la dette dans la zone euro.

La surévaluation consécutive du franc et les pressions déflationnistes qui y étaient liées ont conduit la BNS – face à des taux d'intérêt proches de zéro et en l'absence de toute autre option – à imposer, le 6 septembre 2011, un cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro, qui a été maintenu jusqu'au 15 janvier 2015.

Pendant la période d'application du cours plancher, la BNS a dû intervenir à chaque fois que le franc menaçait de s'apprécier par rapport à l'euro en raison de la demande dont il faisait l'objet. Fin 2011 et courant 2012, elle est intervenue sur les marchés des changes à raison respectivement de 17,8 milliards et de 188 milliards de francs².

Dans quelle mesure la volonté des investisseurs internationaux de trouver une valeur refuge a-t-elle influencé les interventions de la BNS après l'introduction du cours plancher, via quels canaux cette demande pour une valeur refuge s'est-elle concrétisée, et quels risques financiers cet afflux rapide de fonds a-t-il créés?

2 Voir Banque nationale suisse (2012 et 2013b). En l'absence de cours plancher, un afflux net de capitaux de non-résidents vers la Suisse n'est nullement une condition nécessaire à une appréciation de la valeur refuge qu'est le franc. Etant donné que le cours de change peut fluctuer même si les investissements de portefeuille ne varient que faiblement, le statut de valeur refuge d'une monnaie dans le régime des changes flottants se traduit certes par une appréciation, mais seulement par de faibles afflux nets de capitaux. Cependant, à partir du moment où la banque centrale introduit un cours minimum contraignant, la quantité induit des effets de valeur refuge supplémentaires, lesquels entraînent des afflux de capitaux vers la monnaie concernée. Reynard (2008), Rinaldo et Söderlind (2010), et Grisse et Nitschka (2013) quantifient les facteurs de valeur refuge qui font varier le cours de change du franc suisse.

Pour répondre à ces trois questions, le présent article quantifie la fuite des capitaux internationaux vers le franc au cours de la période qui a suivi l'introduction du cours plancher jusqu'à l'apogée de la crise de la dette en Europe.

Dans l'ensemble, il ressort de l'analyse qu'entre août 2011 et février 2013, des intervenants ne résidant pas en Suisse (ci-après «non-résidents») ont accru leurs positions nettes en francs de 132 milliards de francs par l'intermédiaire de banques commerciales. Cette hausse a été la plus marquée aux alentours des élections de mi-2012 en Grèce, les positions en francs des non-résidents ayant progressé de quelque 69 milliards de francs au cours des trois mois qui ont suivi avril 2012.

Outre les transactions passées avec des banques, les non-résidents peuvent aussi acquérir une position en francs en achetant des actions et des obligations suisses ou d'autres actifs en Suisse. Les informations recueillies par la BNS sur les propriétaires de ces actifs révèlent que pendant la période considérée, les non-résidents ont accru leurs positions en francs de 42 milliards de francs supplémentaires par l'intermédiaire de fiduciaires, augmentant ainsi leur détention d'obligations libellées en francs et de titres de participation dans des sociétés helvétiques.

Cet article arrive donc à une première conclusion: pendant la courte période comprise entre août 2011 et février 2013, les investisseurs internationaux ont été des contreparties de poids des interventions de la BNS.

Cette importance des non-résidents pendant la période considérée contraste fortement avec la situation qui a prévalu entre fin 2007 et fin 2011 en termes de flux de capitaux. A l'époque, tant les entrées que les sorties de capitaux privés étaient fortement axés sur le marché intérieur (voir Yesin (2015)). Le rapatriement d'actifs étrangers par des résidents suisses associé à cette tendance s'est alors traduit par un afflux net de capitaux vers la Suisse.

Deuxième conclusion de cet article: les banques en mains étrangères ont joué un rôle essentiel dans la constitution des positions en francs des non-résidents. La plupart de ces positions ont été accumulées par l'intermédiaire de banques en mains étrangères établies en Suisse.

En particulier, des positions de non-résidents d'une valeur de 78 milliards de francs ont été accumulées via les succursales helvétiques de banques domiciliées à l'étranger et actives dans le monde entier. Il s'agit d'un montant considérable étant donné que début 2010, la somme des bilans de ces succursales se chiffrait à peine à 21 milliards de francs et atteignait 103 milliards fin février 2013. Ainsi, suite aux déplacements de capitaux vers la valeur stable

qu'est le franc suisse, les bilans de ces succursales ont presque quintuplé³.

Troisième conclusion: en dépit des importants montants en jeu, la stabilité du système bancaire helvétique ne serait pas menacée si ces flux liés à la recherche d'une valeur refuge venaient un jour à s'inverser brusquement.

En matière de stabilité financière, il faut surtout retenir que le volume des positions acquises via les succursales de banques étrangères n'est pas une cause directe d'inquiétude car les fonds concernés n'ont pas été utilisés pour étendre les activités de crédit de ces succursales en Suisse – ce qui aurait modifié les échéances ou donné lieu à de nouvelles positions. Au contraire, les fonds ont pour la plupart été placés sur des comptes de virement à la BNS. Ces fonds étant accessibles à court terme, les liens financiers peuvent être dénoués rapidement, et une inversion de ces flux de capitaux ne représenterait pas une menace substantielle pour la stabilité financière. L'impact direct d'un tel phénomène inverse serait donc vraisemblablement faible⁴.

Cet article est structuré comme suit: la section 2 présente les canaux par lesquels les investisseurs internationaux peuvent acquérir une position en francs suisses et examine la manière dont ces positions se reflètent dans les statistiques suisses ou internationales. La section 3 quantifie l'importance des canaux potentiels, tandis que la section 4 met en regard les montants totaux et l'évolution des réserves de devises de la BNS. La section 5 est consacrée aux conclusions.

3 Des banques domiciliées à l'étranger exercent des activités en Suisse, et des entreprises suisses effectuent des transactions bancaires avec des banques domiciliées en dehors de la Suisse. Etant donné que, pendant la crise de la dette en Europe, les sociétés suisses ont eu tendance à accumuler des positions en francs sur leurs comptes bancaires à l'étranger, ce canal a réduit les positions nettes totales en francs et en Suisse des non-résidents.

4 Cependant, la normalisation possible des taux d'intérêt liée à une inversion des flux pourrait avoir des effets indirects sur la stabilité financière.

2 Comment retracer les positions en francs des non-résidents dans les données statistiques?

Même si les preuves empiriques de la fuite de capitaux vers le franc sont nombreuses (voir notamment Bollen (2011) ou Mattich (2011)), il est difficile de quantifier les montants concernés et de connaître les canaux par lesquels transitent les flux de capitaux, car les investisseurs étrangers n'informent pas les autorités publiques de leurs positions totales en francs ni de la façon dont ils les ont acquises.

La présente section s'intéresse donc à la manière dont les données statistiques suisses incluant des informations sur les positions en francs des non-résidents peuvent être combinées pour quantifier la position totale.

2.1. DÉFINITION DES POSITIONS EN FRANCS DES NON-RÉSIDENTS, DE LA NOTION DE RÉSIDENCE PAR RAPPORT À CELLE DE PROPRIÉTÉ, ET DE LA PÉRIODE CONSIDÉRÉE

Cet article quantifie l'augmentation de la position en francs des investisseurs internationaux – c'est-à-dire résidant en dehors de la Suisse – pendant la crise de la dette en Europe. Les notions de «résident» et «étranger» reposent sur le principe de résidence économique tel que défini dans le Système de comptabilité nationale (voir Nations Unies (2008)): un citoyen suisse résidant à Londres est considéré dans l'analyse comme étant un non-résident, tandis qu'un citoyen britannique vivant à Zurich fait partie des résidents suisses⁵.

Cet article analyse les données mensuelles sur la période allant de début août 2011 à fin février 2013. L'analyse inclut donc un mois complet avant l'introduction du cours plancher, le 6 septembre 2011.

Cette date initiale a été choisie car la BNS avait déjà mis en place d'autres mesures en vue d'absorber la hausse de la demande de francs avant même que ne soit introduit

5 Dans le cadre de la définition des positions en francs des non-résidents, tout achat de francs par un non-résident correspond à un afflux de fonds de l'étranger, soit à un flux de capital international. Par l'emploi de cette définition, le présent article est comparable aux données sur les flux de capitaux internationaux. Il cadre également avec la définition des positions entre pays utilisée dans les statistiques bancaires territoriales de la Banque des Règlements Internationaux (BRI).

le cours plancher⁶. C'est seulement lorsqu'il s'est avéré que ces mesures ne suffisaient pas pour contrer la pression à la hausse exercée sur le franc, que la Direction générale de la BNS a décidé, le 6 septembre, d'introduire le cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro.

La période analysée dans cet article se termine fin février 2013, moment auquel les inquiétudes quant à la stabilité de la zone euro et, en conséquence, la demande internationale de francs s'étaient largement stabilisées. Après le discours de Mario Draghi du 26 juillet 2012 (voir Draghi (2012)) affirmant que la Banque centrale européenne était «prête à tout pour préserver l'euro», les rendements des obligations d'Etat dans les économies affaiblies de la zone euro ont fortement diminué. Ce repli n'a pas été abrupt mais s'est produit de manière progressive. En effet, les rendements ont poursuivi leur chute jusqu'au début du mois de janvier 2013 en Grèce, au Portugal et en Espagne, et jusqu'en février 2013 en Irlande et en Italie. La crainte d'un effondrement de la zone euro pendant cette période où les rendements des obligations d'Etat diminuaient – en restant certes à un niveau toujours élevé – pourrait être un des facteurs expliquant les flux de capitaux internationaux vers la valeur refuge qu'est le franc. L'analyse effectuée dans cet article s'achève donc en février 2013⁷.

2.2. COMMENT IDENTIFIER LES CANAUX POTENTIELS DANS LES DONNÉES OFFICIELLES

Il est difficile d'identifier les positions en francs des non-résidents car les autorités étrangères ne publient aucune information correspondante. De plus, si les données relatives aux flux de capitaux internationaux sont disponibles, la monnaie dans laquelle ces flux sont effectués n'est pour sa part pas renseignée.

Pour remédier à ce problème, l'analyse déduit les positions détenues par des non-résidents à partir des statistiques collectées par leurs contreparties suisses. Par exemple, si un client résidant en Espagne ouvre un compte en francs dans une banque en Suisse, celle-ci portera le solde de ce compte dans son bilan sous forme d'engagement libellé en francs envers une contrepartie non résidente. Les positions

6 Le 3 août 2011, la BNS a voulu ramener le taux d'intérêt de référence «à un niveau aussi proche que possible de zéro» (voir Banque nationale suisse (2011a)) et a fait passer les avoirs que les banques détiennent en comptes de virement à la BNS de 30 milliards à 80 milliards de francs. Le 10 août, la BNS a de nouveau relevé les avoirs en comptes de virement pour les porter à 120 milliards de francs et a annoncé son intention de conclure des swaps de change pour accélérer la création de liquidités en francs (voir Banque nationale suisse (2011b)). Le 17 août, la BNS a procédé à une nouvelle augmentation des avoirs en comptes de virement détenus par les banques, les portant cette fois à 200 milliards de francs, et souligné qu'elle continuerait à conclure des swaps de change (voir Banque nationale suisse (2011c)). Etant donné que les swaps de change ont eu un effet considérable sur le bilan non seulement de la BNS mais aussi de ses contreparties, l'analyse effectuée dans cet article débute le 1^{er} août 2011.

7 Les événements qui se sont ensuite produits fin 2014 et début 2015 ont prouvé que le franc était toujours perçu comme une valeur refuge. Etant donné que la nature de la crise de la dette dans la zone euro a évolué depuis début 2013 et que les inquiétudes géopolitiques peuvent elles aussi avoir eu un impact sur la demande internationale de francs entre fin 2014 et début 2015, cette période devra faire l'objet d'une analyse future distincte.

en francs des investisseurs étrangers peuvent ainsi être déduites du bilan des banques helvétiques⁸.

Comment les non-résidents peuvent-ils accroître leurs positions en francs vis-à-vis de contreparties en Suisse? Le graphique 1 montre que si des non-résidents souhaitent augmenter leurs avoirs bancaires en francs, soit ils s'adressent directement à une banque en Suisse, soit ils passent par une banque établie à l'étranger. Si cette dernière ne possède pas de compte de virement à la BNS, elle transmet la position en francs à une autre banque qui détient un tel compte. Par ce processus, pratiquement toutes les positions en francs de non-résidents soit aboutissent sur un compte de virement détenu à la BNS par une banque domiciliée à l'étranger, soit constituent des engagements en francs d'une banque en Suisse envers une contrepartie à l'étranger.

Vu que les non-résidents réalisent la plupart du temps ce genre de transactions par l'intermédiaire des banques, l'augmentation des positions en francs des non-résidents se traduit par une hausse des engagements en francs envers des contreparties étrangères, soit dans les statistiques bancaires suisses, soit dans le bilan de la BNS. S'appuyant sur Altermatt et Baeriswyl (2015), les sections 3.1 et 3.2 de cet article se penchent sur les statistiques bancaires suisses et sur le bilan de la BNS en vue de quantifier les positions en francs des non-résidents.

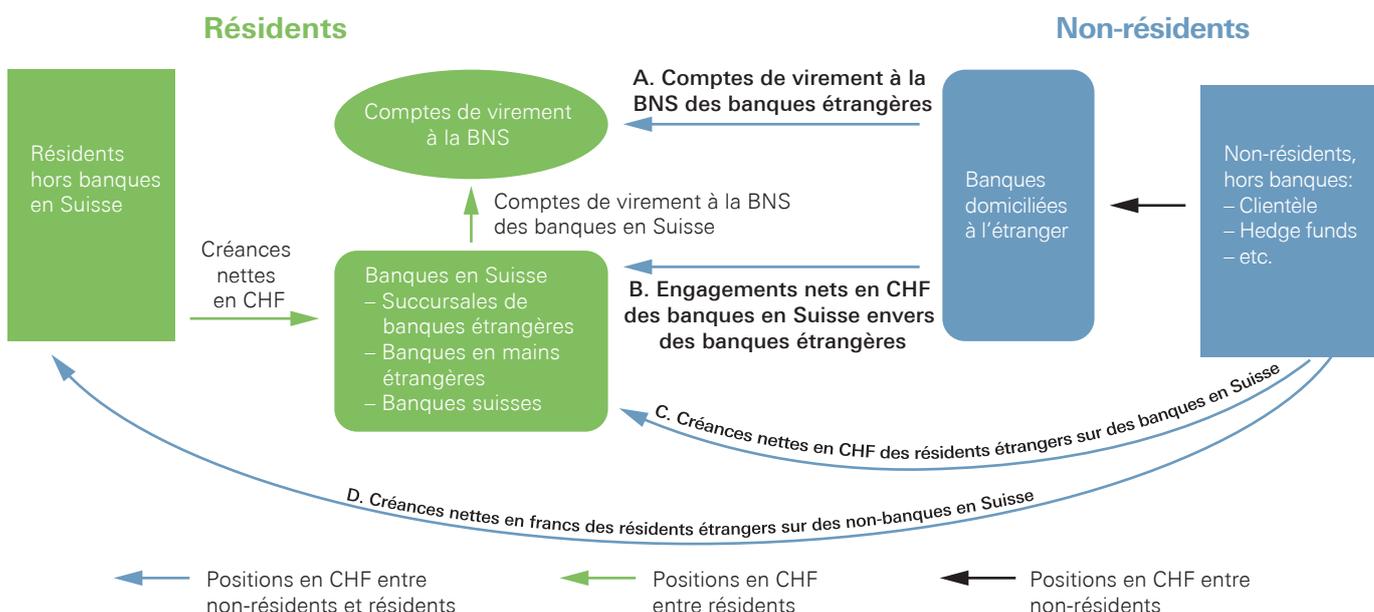
Les données des statistiques bancaires et des statistiques relatives au bilan de la BNS ne couvrent pas tous les cas de figure (voir graphique 1, canal D). Outre le fait que seules les positions portées au bilan sont communiquées – ce qui exclut les positions en produits dérivés – les données sont aussi fortement limitées par le fait que la Suisse abrite de nombreuses multinationales qui effectuent des transactions bancaires avec des banques non résidentes (banques domiciliées en dehors de la Suisse). De telles transactions ne sont pas enregistrées dans les statistiques bancaires suisses car seules des banques étrangères prennent part à la transaction. Elles figurent néanmoins dans les statistiques du pays de domicile de ces banques. Ces données sont collectées dans le cadre des statistiques bancaires internationales de la BRI, lesquelles précisent également si les fonds concernés sont libellés en francs. Elles sont analysées dans la section 3.2.2.

Les données relatives aux positions en francs constituées vis-à-vis de la clientèle non bancaire en Suisse ne font pas non plus partie des statistiques bancaires (voir graphique 1, canal D). Ainsi, si un client non-résident ouvre un compte en francs auprès d'une fiduciaire suisse, cette transaction n'apparaît pas dans les statistiques bancaires (il existe toutefois des statistiques distinctes consacrées à ces transactions). De plus, si des non-résidents acquièrent des titres libellés en francs (tels que des emprunts de la Confédération ou des obligations d'entreprises), l'augmentation des positions en francs des non-résidents n'apparaît pas non plus dans les statistiques bancaires. La section 3.3 quantifie l'importance de ces canaux supplémentaires.

8 Cette méthodologie est évidente pour tout observateur au fait de la comptabilité en partie double. Tout solde se situant à l'actif du bilan d'une contrepartie est en même temps un engagement envers l'autre contrepartie, et le montant de ce solde peut être déduit de l'un ou l'autre bilan.

Graphique 1

DIFFÉRENTES MÉTHODES POUR LES NON-RÉSIDENTS D'AUGMENTER LEURS POSITIONS EN CHF



Sources: BNS

3

Retracer le demande de francs des non-résidents

Cette section quantifie, sur la base de diverses sources statistiques, les positions en francs constituées par les non-résidents par différents canaux. Les positions découlant des transactions menées par l'intermédiaire de banques domiciliées en Suisse sont incluses dans les statistiques bancaires suisses, tandis que celles qui proviennent de transactions passant par des banques domiciliées à l'étranger figurent dans les statistiques bancaires internationales de la BRI et au bilan de la BNS. Enfin, des informations sur les positions dans lesquelles les banques ne sont pas impliquées sont contenues dans les données relatives aux propriétaires des actions et des obligations suisses.

3.1. POSITIONS ACQUISES PAR DES NON-RÉSIDENTS PAR L'INTERMÉDIAIRE DE BANQUES SITUÉES EN SUISSE

Toutes les banques établies en Suisse sont placées sous la surveillance des autorités suisses et fournissent à la BNS des informations sur leurs positions portées au bilan. Il est

donc possible de quantifier les transactions qu'elles réalisent avec des non-résidents en consultant les statistiques bancaires suisses⁹.

Pendant la période considérée, les non-résidents ont accru leurs positions en francs en effectuant des transactions avec trois catégories de banques: les succursales de banques étrangères, les banques en mains étrangères et les banques suisses.

Les établissements de ces trois catégories sont considérés comme des résidents étant donné qu'ils sont situés en Suisse. Néanmoins, tant les succursales de banques étrangères que les banques en mains étrangères appartiennent à des établissements domiciliés à l'étranger.

Le graphique 2 fournit une définition de ces trois catégories de banques et explique l'importance de chacune d'elles dans la constitution de positions en francs par des non-résidents. Les positions en francs portées au bilan des non-résidents vis-à-vis de banques commerciales établies en Suisse ont progressé de 128 milliards de francs au total entre août 2011 et février 2013.

Graphique 2

VUE D'ENSEMBLE DE L'AUGMENTATION DES POSITIONS EN FRANCS DES NON-RÉSIDENTS ENTRE AOÛT 2011 ET FÉVRIER 2013

Lieu d'établissement de la banque	Catégorie de banque ou de compte	Description/exemple hypothétique	Augmentation, en mrd CHF	Voir section
Banques établies en Suisse	Succursales de banques étrangères	Succursales d'établissements bancaires domiciliés à l'étranger telles que «JP Morgan Chase, succursale de Zurich»	78	3.1.1
	Banques en mains étrangères	Banques domiciliées en Suisse à plus de 50% en mains étrangères. Par exemple «Deutsche Bank (Suisse) SA», qui n'est pas une succursale de banque étrangère	11	3.1.2
	Banques suisses	«Véritables» banques suisses telles qu'UBS ou la ZKB. Seuls les comptoirs établis en Suisse sont inclus (donc sans «UBS Frankfurt»)	39	3.1.3
Banques domiciliées à l'étranger (hors succursales des banques étrangères en Suisse)	Comptes de virement à la BNS détenus par des banques domiciliées à l'étranger	Banques domiciliées à l'étranger, telles que «Barclays UK», qui ont un compte de virement à la BNS	9	3.2.1
	Comptes internationaux de résidents suisses auprès de banques domiciliées à l'étranger	Compte de Nestlé libellé en francs auprès d'une banque domiciliée au Royaume-Uni	-5	3.2.2
Toutes les positions en francs prises via le système bancaire			132	

Source: BNS

9 L'analyse réalisée dans cette section repose sur les travaux d'Altermatt et Baeriswyl (2015), lesquels répertorient les contreparties des différentes opérations d'apport de liquidités effectuées par la BNS depuis le début de la crise financière en 2007. Le présent article développe leurs conclusions de base en mettant toutefois uniquement l'accent sur l'impact du cours plancher et s'intéresse au rôle joué par les différents types de banques et par leurs clients étrangers – en leur qualité de contreparties de la BNS – après l'introduction du cours plancher.

Les succursales suisses de banques domiciliées à l'étranger («succursales de banques étrangères») représentent la catégorie de banques qui a le plus satisfait à la demande de francs de non-résidents. Au total, les positions en francs des non-résidents ont progressé de 78 milliards de francs par l'intermédiaire de ces succursales. La deuxième catégorie comprend les banques établies en Suisse qui ne sont pas des succursales de banques étrangères mais qui sont détenues en majorité par des sociétés étrangères («banques en mains étrangères»). Les positions au bilan en francs des non-résidents constituées par l'intermédiaire de banques en mains étrangères ont augmenté de 11 milliards de francs pendant la période considérée. Quant à la troisième catégorie, elle est constituée des «véritables» banques suisses, c'est-à-dire des banques en mains suisses et établies en Suisse («banques suisses»). Pendant la période considérée, les positions au bilan en francs détenues par des non-résidents qui ont été acquises par l'intermédiaire de cette catégorie de banques ont augmenté de 39 milliards de francs.

Les statistiques bancaires n'incluent pas les positions en francs hors bilan que les non-résidents pourraient avoir acquises en recourant à des produits dérivés. La présente analyse s'intéresse donc de manière détaillée au bilan des différents types de banques dans le but d'estimer les positions en francs non portées au bilan. En l'absence de statistiques officielles sur ces positions, il importe de comprendre les facteurs incitant les non-résidents à constituer des positions en francs hors bilan.

La présente analyse montre qu'il est peu probable que des succursales de banques étrangères ou que des banques suisses aient pris d'importantes positions en francs hors bilan via des produits dérivés puisque leurs positions au bilan en francs bénéficiaient d'une couverture quasiment parfaite. Les banques tendent en effet à réduire au minimum le risque de change global qu'elles assument. Les banques analysées étant couvertes via la compensation des positions en Suisse et à l'étranger en francs portées à leur bilan, il n'y a aucune raison qu'elles prennent d'importantes positions en francs hors bilan.

3.1.1. Succursales suisses de banques étrangères

La plupart du temps, les succursales de banques étrangères sont les succursales suisses de banques domiciliées à l'étranger, par exemple «J.P. Morgan Securities plc., Londres, succursale de Zurich». Ces succursales sont établies en Suisse et donc incluses dans les statistiques bancaires suisses. Selon le commentaire de la statistique bancaire de la BNS, les succursales de banques étrangères sont généralement des succursales d'établissements bancaires internationaux domiciliés à l'étranger¹⁰.

Ces établissements bancaires internationaux domiciliés à l'étranger peuvent déposer des capitaux à la BNS dès lors

qu'ils possèdent des succursales en Suisse. Pour ce faire, la banque domiciliée à l'étranger transfère des fonds vers sa succursale suisse, laquelle dépose ensuite ces derniers sur son compte de virement à la BNS. En conséquence, le bilan de la succursale affiche une créance en francs sur une contrepartie en Suisse (en l'occurrence la BNS) et un engagement correspondant en francs envers une contrepartie étrangère (la société mère de la succursale).

Les succursales de banques étrangères jouent un rôle de canalisation important dans la constitution de positions en francs par des non-résidents. La première partie du graphique 3 (en haut à gauche) documente les mouvements de la position en francs que les succursales de banques étrangères ont prises sur des non-résidents, tandis que la deuxième partie (en bas à gauche) répertorie les mouvements des positions en francs que les succursales de banques étrangères ont prises sur des résidents (les contreparties en Suisse incluent la BNS).

La première partie (en haut à gauche) représente les mouvements des actifs (créances) et des engagements libellés en francs que les succursales de banques étrangères détiennent envers des non-résidents. Un prêt en francs accordé à une entreprise établie en Pologne est un exemple d'actif étranger en francs. Ce genre de prêts *carry trade* était très fréquent avant l'éclatement de la crise financière (voir Auer et al. (2009)). Ces contrats portant sur des durées à long terme, les positions correspondantes existent encore (voir Auer et al. (2012)). Un dépôt en francs effectué par la société mère domiciliée à l'étranger est un exemple d'engagement étranger en francs.

La position étrangère nette en francs de ces banques, qui est équivalente aux actifs étrangers en francs moins les engagements étrangers en francs (ligne bleue continue), a diminué de 78 milliards de francs après août 2011. Ce recul tient au fait que les actifs étrangers en francs (ligne bleue pointillée) n'ont guère varié, tandis que les engagements étrangers en francs (ligne bleue en tirets) ont augmenté. Etant donné que les engagements nets en francs des succursales de banques étrangères envers des non-résidents ont augmenté de 78 milliards de francs, les positions en francs des non-résidents ont progressé du même montant.

Bien que les succursales des banques étrangères aient contracté des engagements en francs envers des contreparties étrangères, elles n'ont pris aucun risque elles-mêmes en raison de l'augmentation correspondante des créances nettes en francs sur des résidents. La deuxième partie du graphique 3 représente les mouvements des actifs en francs (ligne verte pointillée) et des engagements en francs (ligne verte en tirets) envers des résidents pour les succursales des banques étrangères. Alors que les engagements en Suisse et en francs n'ont que peu varié, les actifs en Suisse et en francs ont augmenté, un mouvement à la hausse également suivi par la position en Suisse et en francs (la ligne verte continue représentant

¹⁰ Il est intéressant de noter que, du fait qu'elles sont établies en Suisse, les succursales de banques étrangères entrent dans la catégorie des résidents.

les actifs en Suisse et en francs moins les engagements en Suisse et en francs).

Dans l'ensemble, la position totale en francs des succursales de banques étrangères est restée proche de zéro. La troisième partie du graphique 3 représente les mouvements de la position étrangère nette en francs (ligne bleue, reprise de la 1^{re} partie), de la position nette en Suisse et en francs (ligne verte, reprise de la 2^e partie), et de la position totale nette en francs (ligne rouge, correspondant à la somme de la position nette en Suisse et de la position nette à l'étranger) des succursales des banques étrangères.

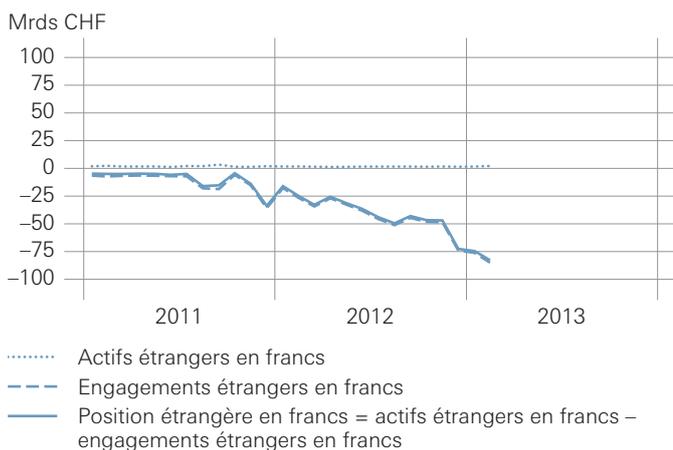
Les succursales des banques étrangères n'ont pris aucune position nette en francs de leur propre initiative, comme le montre la troisième partie du graphique 3. Elles ont au contraire fait office d'intermédiaire servant à prendre une position totale en Suisse et en francs d'une valeur de 78 milliards de francs, qu'elles ont répercutée entièrement sur leurs contreparties étrangères (elles peuvent aussi avoir servi directement de banques de compensation).

Il est peu probable que des succursales de banques étrangères aient pris d'importantes positions nettes en francs hors bilan étant donné que leurs positions en francs au bilan bénéficiaient d'une couverture quasiment parfaite. Les succursales de banques étrangères ont en fait compensé la baisse de leur position nette à l'étranger en francs par une hausse de leur position nette en Suisse et en francs. Les banques essaient de réduire au minimum le risque de change global qu'elles assument; étant donné que les succursales de banques étrangères sont déjà couvertes via la compensation mutuelle des positions en Suisse et à l'étranger en francs portées à leur bilan, il n'y a aucune raison qu'elles prennent d'importantes positions en francs hors bilan.

A la fin de la période considérée, la majeure partie des activités commerciales de ces succursales de banques étrangères consistait à canaliser des liquidités en francs vers des contreparties étrangères (4^e partie du graphique 3).

Graphique 3, 1^{re} partie

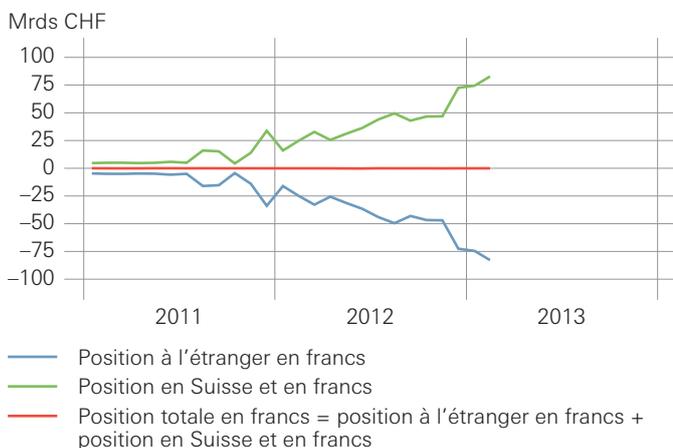
ACTIFS ET ENGAGEMENTS ÉTRANGERS EN FRANCS DES SUCCURSALES DE BANQUES ÉTRANGÈRES



Source: BNS.

Graphique 3, 3^e partie

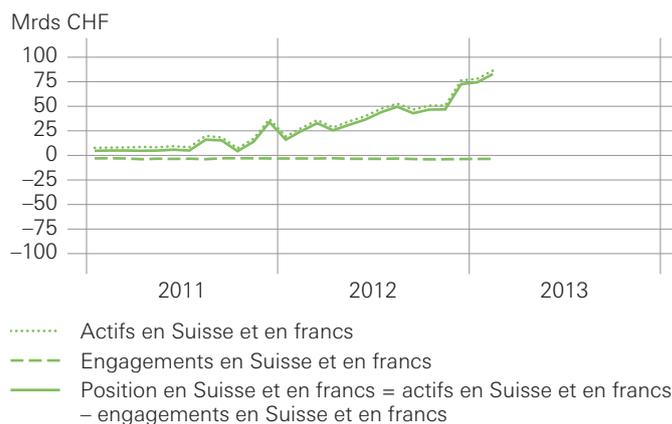
POSITION TOTALE EN FRANCS DES SUCCURSALES DE BANQUES ÉTRANGÈRES



Source: BNS.

Graphique 3, 2^e partie

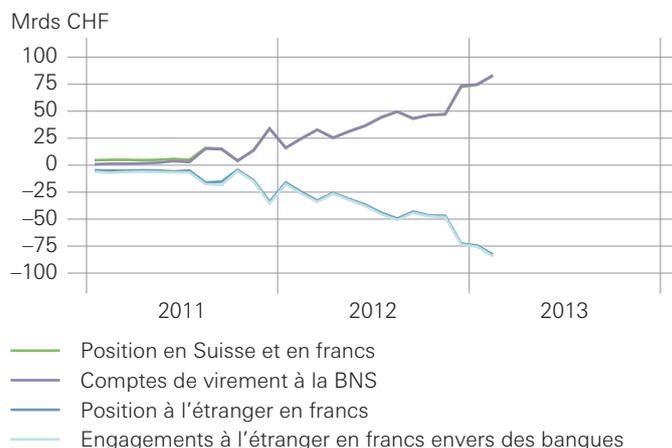
ACTIFS ET ENGAGEMENTS EN SUISSE ET EN FRANCS DES SUCCURSALES DE BANQUES ÉTRANGÈRES



Source: BNS.

Graphique 3, 4^e partie

PRINCIPAUX ACTIFS ET ENGAGEMENTS EN FRANCS DES SUCCURSALES DE BANQUES ÉTRANGÈRES



Source: BNS.

D'une part en effet, quasiment tous les actifs en Suisse et en francs détenus par ces banques représentaient des avoirs en comptes de virement à la BNS. La quatrième partie du graphique 3 représente les mouvements des actifs en Suisse et en francs (ligne verte reprise de la 2^e partie du graphique 3) pour les comparer aux mouvements des comptes de virement détenus par ces banques à la BNS (ligne violette). A partir du mois d'août 2011, le recouplement était presque parfait.

D'autre part, pratiquement tous les engagements étrangers en francs de ces banques étaient des engagements envers des banques domiciliées à l'étranger. La quatrième partie du graphique 3 représente les mouvements des engagements étrangers en francs (ligne turquoise) pour les comparer aux mouvements des engagements étrangers en francs envers des banques domiciliées à l'étranger (ligne bleue, reprise de la 1^{re} partie). Ici aussi, le recouplement était presque parfait à partir du mois d'août 2011. En fait, il se peut que les engagements étrangers en francs envers des banques concernent leurs sociétés mères. Les contreparties finales pourraient être des particuliers à l'étranger, une hypothèse que les statistiques bancaires suisses ne permettent toutefois pas de confirmer.

3.1.2. Banques en mains étrangères en Suisse

Une deuxième catégorie est formée par les banques sous contrôle étranger mais établies physiquement et enregistrées en Suisse. Dans les statistiques bancaires, cette catégorie est appelée «banques en mains étrangères». Il ne s'agit pas de succursales de banques étrangères, puisque ce sont des entités juridiques distinctes de leur société mère, mais qui appartiennent à plus de 50% à des intervenants étrangers. Cette catégorie inclut essentiellement les filiales de banques domiciliées à l'étranger telles que «Deutsche Bank (Suisse) SA».

Les non-résidents ont accru leur position en francs de 11 milliards de francs par l'intermédiaire de banques en

mains étrangères. Le graphique 4 illustre les mouvements de la position nette en francs des banques en mains étrangères pour ce qui est des non-résidents (ligne bleue), la position nette en francs pour ce qui est des résidents (ligne verte) et la position totale nette en francs (ligne rouge, correspondant à la somme de la ligne bleue et de la verte).

Les banques en mains étrangères ont accumulé des positions supplémentaires au bilan d'une valeur de 18 milliards de francs (voir ligne verte). Après le mois d'août 2011, elles ont accru leurs actifs nets en Suisse et en francs de 28 milliards de francs (la plupart étant placés sur des comptes de virement à la BNS), augmentant ainsi leur position totale nette au bilan de 18 milliards de francs (soit 28 moins 11 plus la différence d'arrondi). Etant donné que ces banques appartiennent à des non-résidents, ces 18 milliards de francs accroissent la position en francs des non-résidents (position analysée dans la section 3.3).

3.1.3. Banques suisses en Suisse

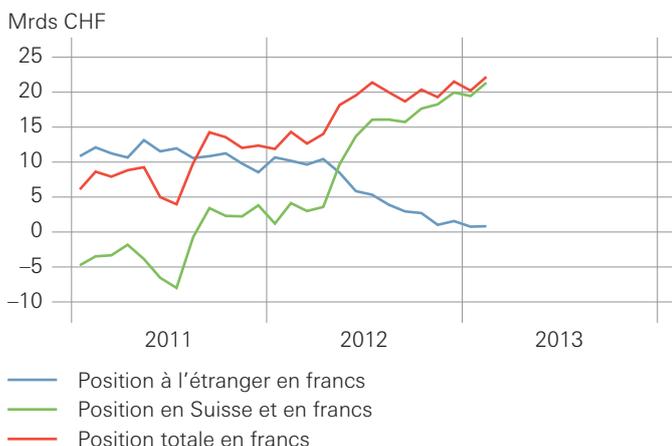
Les «véritables» banques suisses telles qu'UBS ne sont ni des succursales de banques étrangères ni des banques en mains étrangères à plus de 50%¹¹. Entre août 2011 et février 2013, ces banques ont réduit leur position nette à l'étranger en francs de 39 milliards de francs (voir graphique 5, en particulier le repli de la ligne bleue début 2012). Cette évolution traduit une augmentation directe de 39 milliards de francs des positions en francs des non-résidents.

Ces banques elles-mêmes n'ont pris aucune position supplémentaire en francs. La hausse de la position en Suisse et en francs (ligne verte) a compensé la baisse de

11 Il convient de noter que seules les succursales établies en Suisse sont prises en compte ici, ceci pour que les statistiques correspondent aux statistiques sur les flux de capitaux internationaux (en d'autres termes, cet article examine uniquement les banques incluses dans la catégorie *Comptoirs* de la statistique bancaire de la BNS, qui correspond à la définition des positions telles que collectées dans les statistiques bancaires territoriales de la BRI).

Graphique 4

POSITION EN FRANCS DES BANQUES EN MAINS ÉTRANGÈRES

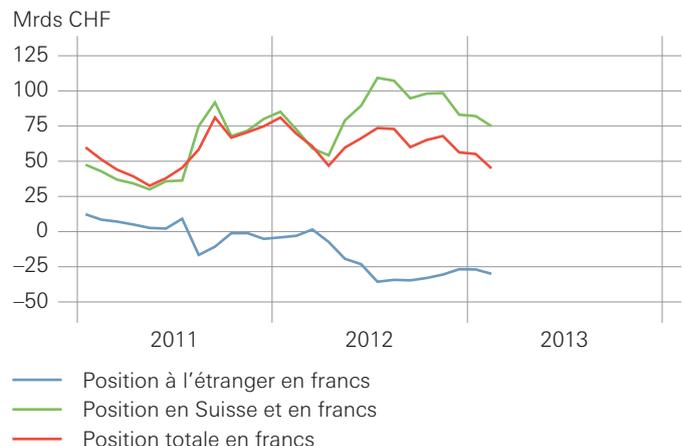


Source: BNS.

Graphique 5

POSITION EN FRANCS DES BANQUES SUISSES

Uniquement pour les succursales situées en Suisse



Source: BNS.

la position à l'étranger en francs (ligne bleue), si bien qu'à la fin de la période considérée, la position totale en francs des banques suisses en Suisse correspondait plus ou moins au niveau qu'elle atteignait avant l'introduction du cours plancher. Etant donné que leur position totale en francs portée au bilan n'a pratiquement pas changé après le mois d'août 2013, les banques suisses ne devraient, selon toute probabilité, pas avoir pris de position importante en francs hors bilan.

3.2. POSITIONS EN FRANCS DES BANQUES DOMICILIÉES HORS DE SUISSE

Il se peut que des banques domiciliées à l'étranger et n'ayant pas de représentation en Suisse détiennent ou possèdent elles aussi des francs. Ces banques ne sont pas comprises dans les statistiques bancaires suisses. Cependant, si elle détiennent des francs sur un compte de virement à la BNS, cette position est incluse dans le bilan de la BNS. Par contre, si ces banques ont pris une position en francs sur une contrepartie non bancaire en Suisse, elles en informent leurs autorités nationales, qui fournissent à leur tour ces données à la BRI, laquelle les inclut dans ses statistiques bancaires. Les dernières rangées du graphique 2 répertorient les deux types de transactions impliquant les positions pertinentes en francs.

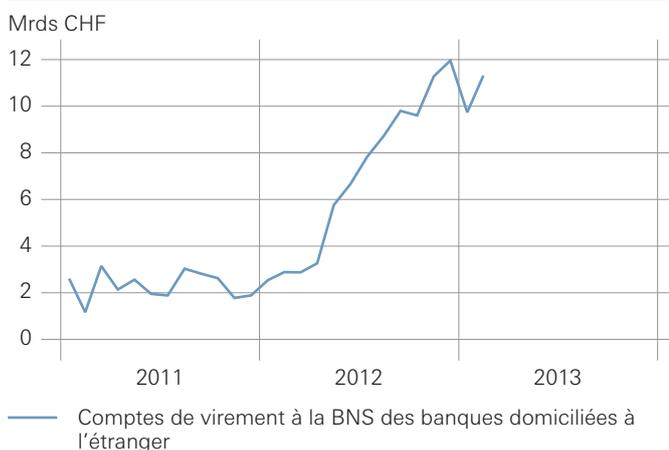
3.2.1. Comptes de virement à la BNS de banques domiciliées à l'étranger

La BNS est la seule banque centrale à autoriser des banques domiciliées à l'étranger à participer à son système de pensions de titres¹². En conséquence, les banques non domiciliées en Suisse peuvent également détenir un compte de virement à la BNS, même si elles ne possèdent aucune succursale en Suisse. Le graphique 6 montre les

12 Pour plus de détails, voir par exemple Auer et Kraenzlin (2011) et Auer et al. (2012).

Graphique 6

COMPTES DE VIREMENT À LA BNS DES BANQUES DOMICILIÉES À L'ÉTRANGER



Source: BNS.

mouvements enregistrés sur les comptes de virement à la BNS pour les banques domiciliées à l'étranger et non enregistrées en Suisse. Ces banques ne sont pas comprises dans les statistiques bancaires suisses. En revanche, les informations relatives aux comptes de virement de ces banques sont incluses dans le bilan de la BNS.

Si ces dépôts ont enregistré une augmentation importante en valeurs relatives, la progression dans son ensemble a été faible. Entre août 2011 et février 2013, les comptes de virement à la BNS des banques domiciliées à l'étranger se sont accrus de 9 milliards de francs. Les positions en francs des non-résidents ont donc augmenté de 9 milliards de francs via le recours aux comptes de virement à la BNS des banques domiciliées à l'étranger. Le fait que des ménages et des entreprises suisses pourraient détenir des comptes libellés en francs auprès de ces banques domiciliées à l'étranger a eu un effet compensatoire.

3.2.2. Comptes libellés en francs de résidents suisses du secteur privé non bancaire auprès de banques domiciliées à l'étranger

Les résidents suisses et les non-résidents peuvent encore recourir aux banques d'une autre façon. En général, les sociétés suisses actives à l'échelle internationale possèdent également des comptes auprès de banques non suisses, certains de ces comptes étant libellés en francs.

Entre août 2011 et février 2013, les banques domiciliées à l'étranger ont diminué leurs actifs nets envers des entités non bancaires suisses de 5 milliards de francs. La position nette des non-résidents a donc été surestimée de l'équivalent de ce montant dans l'analyse ci-dessus. Ce type de positions en francs que les banques domiciliées à l'étranger détiennent envers des sociétés et des particuliers suisses apparaissent dans les statistiques bancaires territoriales de la BRI (sous *External positions of reporting banks vis-à-vis individual countries – vis-à-vis the nonbank private sector*). Le graphique 7 illustre l'évolution de cette position.

Graphique 7

POSITIONS EN CHF DES BANQUES DOMICILIÉES À L'ÉTRANGER VIS-À-VIS DU SECTEUR PRIVÉ NON BANCAIRE SUISSE



Source: BNS.

Comme l'ont montré les sections 3.1.1, 3.1.2 et 3.2.1, les positions en francs des non-résidents ont augmenté de 78 milliards de francs lorsqu'elles ont été acquises par l'intermédiaire de succursales suisses de banques étrangères, de 11 milliards de francs par celui de banques en mains étrangères en Suisse (lesquelles ont probablement agi sur ordre de leur maison mère domiciliée à l'étranger) et de 9 milliards de francs lorsque leur acquisition a été faite via les comptes de virement à la BNS de banques domiciliées à l'étranger. Toutefois, les positions totales en francs constituées par les non-résidents par l'intermédiaire de banques en mains étrangères doivent être revues à la baisse – de 5 milliards de francs – car lesdites banques ont parfois agi au nom de leurs contreparties suisses. Ce calcul met en évidence la complexité de la tâche consistant à déterminer quelles positions peuvent en définitive être attribuées à l'étranger dans un monde où se côtoient banques internationales et entités non bancaires actives à l'échelle internationale.

3.3. AUTRES POSITIONS EN FRANCS DES NON-RÉSIDENTS N'APPARAISSANT PAS DANS LES BILANS DES BANQUES

Toutes les augmentations des positions en francs des non-résidents ne sont pas visibles dans les bilans des banques. Par exemple, si un non-résident échange tout d'abord des euros contre des francs à la BNS mais utilise ensuite ces francs pour acheter une maison de vacances à un résident suisse, cette augmentation de la position en francs des non-résidents n'apparaît dans le bilan d'aucune banque.

Si des non-résidents acquièrent des actifs suisses, les résidents détiennent automatiquement davantage de francs sur leurs comptes bancaires. Dans le cadre d'une analyse limitée aux statistiques bancaires, de telles transactions mèneraient donc à la conclusion erronée selon laquelle les contreparties des interventions de la BNS sont des résidents.

Les statistiques relatives aux propriétaires non-résidents d'actions et d'obligations suisses sont incluses dans la publication annuelle détaillée de la BNS sur les banques suisses (voir par exemple Banque nationale suisse (2013a)). Ces données contiennent des informations sur les stocks de titres dans les dépôts de la clientèle auprès des banques, répartis par domicile du titulaire, et précisent également le type de titres détenus par les non-résidents.

Il ressort de l'analyse des données relatives aux actifs suisses détenus par des non-résidents que la position totale en francs accumulée par des non-résidents par les moyens précités équivaut à 42 milliards de francs. Entre août 2011 et février 2013, les non-résidents ont accru de 4 milliards de francs leurs stocks de titres de créance en francs émis par des entités non bancaires et investi quelque 20 milliards de francs sur le marché suisse des actions. Ils ont également relevé leur position effective en francs de 18 milliards de francs supplémentaires par l'intermédiaire des banques en leur possession.

Sur le montant total précité de 4 milliards de francs (accroissement des stocks de titres de créance en francs émis par des entités non bancaires suisses), les non-résidents ont acquis pour quelque 2 milliards de francs de titres de créance des collectivités publiques suisses et augmenté de 2 milliards leur détention d'autres titres d'emprunt émis par des résidents suisses et libellés en francs. Par contre, la position en francs acquise par des non-résidents par l'intermédiaire de fiduciaires suisses n'a guère varié.

Les non-résidents ont acquis des actions suisses pour un montant d'environ 20 milliards de francs. La publication annuelle détaillée de la BNS sur les banques suisses (voir Banque nationale suisse (2013a)) contient des informations sur les stocks de titres dans les dépôts de la clientèle auprès des banques, répartis par domicile du titulaire. La valeur totale des portefeuilles d'actions suisses des non-résidents est passée de 485 milliards de francs en août 2011 à 650 milliards en février 2013. Toutefois, étant donné que l'indice boursier suisse élargi (le SMI Expanded) a gagné 40% sur cette période, cette progression reflète essentiellement des plus-values et non de nouvelles acquisitions. La prise en compte de ces effets de valorisation permet d'estimer l'acquisition nette d'actions par des non-résidents. Entre août 2011 et février 2013, la part du marché d'actions suisse détenue par des non-résidents a progressivement augmenté, passant de 58,5% à 60,8%. Si l'on tient compte à la fois de la façon exacte dont cette hausse d'un point de pourcentage de la part des investisseurs étrangers a eu lieu et des cours des actions en vigueur à chaque moment pertinent, on arrive à la conclusion que l'équivalent de 20 milliards de francs de nouveaux fonds ont été investis par des non-résidents sur le marché suisse des actions durant cette période.

De plus, 18 milliards supplémentaires ont été accumulés en Suisse par des banques en mains étrangères situées en Suisse. Comme indiqué dans la section 3.1.2, les banques établies en Suisse mais détenues par des étrangers ont acquis une position en francs de 18 milliards de francs. Ce montant étant détenu par des non-résidents, il augmente la position en francs de ces derniers et est donc considéré comme des actifs détenus par des non-résidents.

La hausse du numéraire en francs détenu par des non-résidents (lequel n'est répertorié nulle part) et les investissements dans l'immobilier en Suisse peuvent également avoir une influence sur les positions en francs des non-résidents.

Les rares données disponibles sur l'achat de biens immobiliers par des non-résidents laissent supposer que ce canal n'a contribué que de manière modérée à la hausse de la demande de francs. Les non-résidents qui possèdent des biens immobiliers en Suisse à des fins d'investissement le font la plupart du temps par l'intermédiaire de sociétés immobilières cotées en bourse. Les informations correspondantes sont donc contenues dans les données relatives aux stocks de titres dans les dépôts de la clientèle auprès des

banques, répartis par domicile du titulaire (et sont donc déjà incluses dans le chiffre de 20 milliards de francs, mentionné plus haut, et correspondant à l'achat d'actions suisses).

En ce qui concerne l'achat direct de biens immobiliers, le Credit Suisse (2014) est arrivé à la conclusion que les ventes et les achats de maisons de vacances par des non-résidents s'équilibraient en 2011 et en 2012. La même étude, réalisée sur la base des données de Wüest & Partner (2014), confirme qu'environ 10% des ventes d'immeubles commerciaux peuvent être attribuées à des non-résidents.

4 Total des positions en francs des non-résidents et comparaison avec les réserves de devises de la BNS

Quelle est la relation entre les positions en francs des non-résidents et les mouvements enregistrés par les réserves de devises de la BNS? Dans l'ensemble, les positions des non-résidents ont progressé de 174 milliards de francs. Sur ce montant, 132 milliards sont portés au bilan des banques, tandis que les 42 milliards restants ont été accumulés via l'achat de titres suisses ou par l'intermédiaire de la prise de participations dans des sociétés suisses.

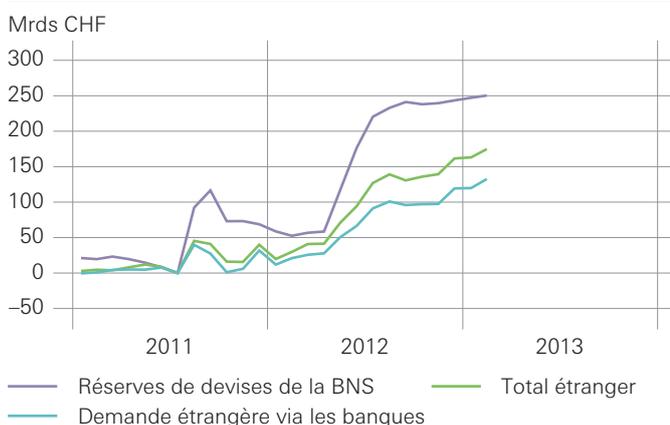
Le graphique 8 illustre les variations cumulées des positions en francs des résidents et des non-résidents depuis le 1^{er} août 2011 et compare ces variations aux changements cumulés des réserves de devises de la BNS à la même date. La ligne bleue du graphique 8 représente la position totale nette en francs des non-résidents portée au bilan vis-à-vis du système bancaire privé suisse, qui a augmenté de 128 milliards de francs (78 milliards par l'intermédiaire des succursales de banques étrangères, 11 milliards par le truchement de banques en mains étrangères et 39 milliards via les banques suisses). L'augmentation totale portée au bilan des positions en francs des non-résidents depuis le mois d'août 2011 se chiffre à 137 milliards de francs, étant donné que 9 milliards supplémentaires ont été déposés directement sur des comptes de virement à la BNS par des banques domiciliées à l'étranger. Il faut déduire de ces 137 milliards de francs le montant de 5 milliards déterminé dans la section 3.2.2, ce qui donne lieu à une augmentation cumulée de 132 milliards de francs sur la période considérée (voir également la vue d'ensemble fournie par le graphique 2).

La ligne verte tient de plus compte des autres investissements nets réalisés par les non-résidents, pour un montant de 42 milliards de francs, via l'achat d'actifs suisses ou via l'accumulation de positions en francs par des banques en mains étrangères (voir section 3.3).

Au total, pendant la période considérée, les non-résidents ont donc absorbé une part importante des interventions de la BNS sur le marché des changes. Les réserves de devises de la BNS se sont accrues de 250 milliards de francs entre août 2011 et fin février 2013. Il faut noter que ce chiffre ne reflète pas avec précision les interventions de la BNS, en

Graphique 8

VARIATIONS CUMULÉES DES POSITIONS EN FRANCS ET DES RÉSERVES DE DEVISES DE LA BNS DEPUIS JUILLET 2011



Source: BNS.

5 Conclusions

raison des effets de valorisation et des swaps de change conclus par la BNS courant 2011. La BNS est intervenue sur le marché des changes en achetant des devises pour l'équivalent de 17,8 milliards de francs en 2011 et de 188 milliards en 2012. Etant donné que la BNS ne communique pas le moment précis de ces interventions, le graphique 8 illustre seulement de manière approximative l'évolution des réserves de devises de la BNS à la suite de ces interventions¹³.

Il faut également rappeler que les conclusions de cet article ne portent que sur une période spécifique et n'impliquent donc aucunement que la pression à la hausse exercée sur le franc qui a été observée ces dernières années puisse être exclusivement attribuée à la recherche d'une valeur refuge à l'échelle internationale. Si l'on adopte une perspective à plus long terme, on observe que le recul de la propension au risque des résidents suisses est un facteur aussi important, sinon plus, puisque ces derniers ont arrêté d'investir à l'étranger et ont même, dans certains cas, rapatrié leurs fonds en Suisse¹⁴.

Cet article retrace l'évolution de la demande de francs provenant de l'étranger lorsque la crise de la dette battait son plein dans la zone euro. Il arrive à trois conclusions principales: (i) pendant la période considérée, les non-résidents ont représenté une contrepartie importante des interventions de la BNS, (ii) parallèlement à une forte augmentation des dépôts auprès des banques en mains suisses, des positions substantielles en francs de non-résidents ont été accumulées par l'intermédiaire de banques établies en Suisse mais appartenant à des intervenants étrangers, et (iii) les flux de capitaux reçus par les succursales en Suisse des banques étrangères ont été déposés directement sur des comptes de virement à la BNS.

Ces conclusions sont importantes pour identifier la façon dont les flux internationaux liés à la recherche d'une valeur refuge interagissent avec la stabilité financière de la Suisse, ou plus précisément pour déterminer si une inversion soudaine de ces flux déstabiliserait le système financier helvétique, rendant nécessaire une intervention de la Banque nationale.

Concrètement, l'afflux de 78 milliards de francs de l'étranger vers les succursales de banques étrangères en Suisse mérite que l'on y prête attention. En effet, ces flux de capitaux se sont traduits par un quasi-quinquuple de la somme des bilans de ces succursales: alors que début 2010, celle-ci se chiffrait à peine à 21 milliards de francs, elle atteignait 103 milliards de francs fin février 2013.

Même si les montants impliqués sont considérables, cet article parvient à la conclusion que le risque qu'ils représentent pour la stabilité financière devrait être limité. En effet, les succursales de banques étrangères ont directement déposé tous ces fonds sur leurs comptes de virement à la BNS. Elles n'ont donc pas intensifié leurs activités de crédit en Suisse et n'ont pas modifié les échéances ni créé de nouvelles positions. Ces fonds étant déposés sur des comptes de virement à la BNS, ils sont accessibles à court terme au cas où les flux liés à la recherche d'une valeur refuge viendraient à s'inverser¹⁵.

15 Ce commentaire concerne uniquement les effets directs d'un renversement des flux liés à la recherche d'une valeur refuge. Un tel repli aurait pour autre effet – indirect – une dépréciation importante du franc, ce qui pourrait nécessiter un relèvement des taux d'intérêt en vue de garantir la stabilité des prix. Le *Rapport sur la stabilité financière* 2014 de la BNS (voir Banque nationale suisse (2014a)) se penche sur les implications d'une telle hausse des taux d'intérêt pour la stabilité financière et conclut qu'il pourrait en résulter des pertes considérables pour les banques axées sur le marché intérieur.

13 Il convient de noter que l'évolution des réserves de devises de la BNS reflète l'évolution des déséquilibres de Target2 dans la zone euro, lesquels ont été stimulés par une quête similaire de valeur refuge (voir Auer (2014)).

14 Voir Yesin (2015) mais aussi Auer et Tille (2015), qui étudient la manière dont le compte financier suisse a évolué au regard des flux de capitaux à destination du système bancaire suisse depuis le début des années 2000.

BIBLIOGRAPHIE

- Altermatt, Lukas et Romain Baeriswyl (2015), «The effect of the monetary base expansion on the balance sheet of domestic banks», dans *Bulletin trimestriel* de la BNS 2015/1.
- Auer, Raphael A. (2014), «What Drives Target2 Balances? Evidence From a Panel Analysis», dans *Economic Policy*, 29 (77), pages 139-197, janvier.
- Auer, Raphael A., Martin Brown, Andreas Fischer et Marcel Peter (2009), «Will the crisis wipe out small carry traders in Central and Eastern Europe?», sur Voxeu.org, 29 janvier.
- Auer, Raphael A., Sébastien Kraenzlin et David Liebeg (2012), «How Do Austrian Banks Fund Their CHF Exposure?», dans *Rapport sur la stabilité financière* de la Banque nationale d'Autriche, 24, pages 54-61, décembre.
- Auer, Rafael A. et Sébastien Kraenzlin (2011), «International liquidity provision during the financial crisis: a view from Switzerland», dans *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 93, pages 409-418, novembre/décembre.
- Auer, Rafael A. et Cédric Tille (2015), «Capital Flows into the Banking System and the Swiss Financial Account», Mimeo, Université de Genève, mai.
- Banque des règlements internationaux (2011), «What the BIS banking statistics say (and what they do not) about banking systems' exposures to particular countries and sectors» dans *Quarterly review*, pages 16-17.
- Banque nationale suisse (2011a), «La Banque nationale prend des mesures contre la fermeté du franc», communiqué de presse, 3 août.
- Banque nationale suisse (2011b), «La Banque nationale étend les mesures contre la fermeté du franc», communiqué de presse, 10 août.
- Banque nationale suisse (2011c), «La Banque nationale intensifie les mesures contre la fermeté du franc», communiqué de presse, 17 août.
- Banque nationale suisse (2012), *104^e Rapport annuel*.
- Banque nationale suisse (2013a), *Les banques suisses*.
- Banque nationale suisse (2013b), *105^e Rapport annuel*.
- Banque nationale suisse (2014a), *Rapport sur la stabilité financière*.
- Banque nationale suisse (2014b), *106^e Rapport annuel*.
- Bollen, Brian (2011), «CHF outperforms all others as safe refuge», dans *Financial Times*, 1^{er} juin.
- Credit Suisse (2014), «Lex Koller: Ausländischer Einfluss wird massiv überschätzt», dans Credit Suisse Economic Research, 27 mai.
- Draghi, Mario (2012), discours prononcé lors de la Global Investment Conference, 26 juillet.
- Grise, Christian et Thomas Nitschka (2013), «On financial risk and the safe haven characteristics of Swiss franc exchange rates», SNB Working Paper n° 2013/04, Banque nationale suisse.
- Mattich, Alen (2011), «Why Switzerland is leading the Haven beauty Contest», dans *The Wall Street Journal*, 29 juillet.
- Nations Unies (2008), *Système des comptes nationaux*, Département des affaires économiques et sociales.
- Rinaldo, Angelo et Paul Söderlind (2010), «Safe Haven Currencies», dans *Review of Finance*, 14 (3), pages 385-407.
- Reynard, Samuel (2008), «What Drives the Swiss Franc?», SNB Working Paper n° 2008/14, Banque nationale suisse.
- Wüest & Partner (2014), *Immo-Monitoring*, édition 2014/1.
- Yesin, Pinar (2015), «Capital flow waves to and from Switzerland before and after the financial crisis», dans *Revue suisse d'économie et de statistique*, 151 (1), pages 27-75.