Zeitschrift: Revue économique et sociale : bulletin de la Société d'Etudes Economiques et Sociales

Herausgeber: Société d'Etudes Economiques et Sociales

Band: 74 (2016)

Heft: 1

Artikel: Une remise en question du rapprochement financier entre la Chine et la Suisse

Autor: Gaulard, Mylène / Vallet, Guillaume

DOI: https://doi.org/10.5169/seals-823190

Nutzungsbedingungen

Die ETH-Bibliothek ist die Anbieterin der digitalisierten Zeitschriften auf E-Periodica. Sie besitzt keine Urheberrechte an den Zeitschriften und ist nicht verantwortlich für deren Inhalte. Die Rechte liegen in der Regel bei den Herausgebern beziehungsweise den externen Rechteinhabern. Das Veröffentlichen von Bildern in Print- und Online-Publikationen sowie auf Social Media-Kanälen oder Webseiten ist nur mit vorheriger Genehmigung der Rechteinhaber erlaubt. Mehr erfahren

Conditions d'utilisation

L'ETH Library est le fournisseur des revues numérisées. Elle ne détient aucun droit d'auteur sur les revues et n'est pas responsable de leur contenu. En règle générale, les droits sont détenus par les éditeurs ou les détenteurs de droits externes. La reproduction d'images dans des publications imprimées ou en ligne ainsi que sur des canaux de médias sociaux ou des sites web n'est autorisée qu'avec l'accord préalable des détenteurs des droits. En savoir plus

Terms of use

The ETH Library is the provider of the digitised journals. It does not own any copyrights to the journals and is not responsible for their content. The rights usually lie with the publishers or the external rights holders. Publishing images in print and online publications, as well as on social media channels or websites, is only permitted with the prior consent of the rights holders. Find out more

Download PDF: 12.07.2025

ETH-Bibliothek Zürich, E-Periodica, https://www.e-periodica.ch

UNE REMISE EN QUESTION DU RAPPROCHEMENT FINANCIER ENTRE LA CHINE ET LA SUISSE

MYLÈNE GAULARD
Université Grenoble-Alpes, France
mylene.gaulard@gmail.com

GUILLAUME VALLET
Université Grenoble-Alpes, France
guillaume.vallet@upmf-grenoble.fr

Face au ralentissement économique structurel de l'Europe de l'Ouest accentué par la dernière crise internationale, la Suisse cherche à diversifier ses partenaires financiers en se projetant notamment vers la Chine. Cependant, le renforcement des liens monétaires et financiers entre ces deux pays pourrait être dangereux aussi bien pour la Chine que pour la Suisse en raison du débouclage actuel du *carry-trade*. Cet article cherche ainsi à remettre en question les potentialités offertes par l'économie chinoise, en insistant notamment sur les faiblesses majeures de celle-ci susceptibles de rejaillir sur un pays partenaire tel que la Suisse.

Mots-clés: Suisse, Chine, intégration financière, carry trade, franc suisse, Renminbi.

INTRODUCTION

Parmi les premiers pays occidentaux à reconnaître la Chine de Mao Zedong en 1950, la Suisse est également le premier d'Europe continentale à signer, en juillet 2013, un traité de libre-échange avec le géant asiatique, et le deuxième après le Royaume-Uni à conclure en juillet 2014 un accord de swap avec la banque centrale chinoise. Cet intérêt récent marque une volonté de diversification géographique des partenaires économiques de la Suisse, très dépendante des échanges avec ses voisins européens, la Chine étant présentée comme «l'économie du 21ème siècle».

Au-delà de la question commerciale, c'est sur les plans monétaire et financier que les deux économies ont commencé un rapprochement. Si la Chine voit dans la spécialisation financière helvétique un moyen d'accélérer l'internationalisation du renminbi (RMB), la Suisse espère symétriquement une croissance supplémentaire de ses activités monétaires et financières par ce degré d'intégration plus élevé.

Toutefois, une question émerge: est-il pertinent pour la Suisse de renforcer ses liens économiques avec la Chine alors que cette dernière connaît un ralentissement économique indéniable dans un contexte de débouclage international du *carry-trade*? Nous répondrons à ce questionnement à travers deux axes: le premier revient sur les arguments allant dans

le sens d'un partenariat sur le plan financier bénéfique pour les deux économies. Le second se veut plus critique puisque nous expliquons pourquoi cette orientation implique plus de dangers que d'avantages.

I. UN PARTENARIAT APPAREMMENT BÉNÉFIQUE POUR LES DEUX ÉCONOMIES

A. La marche vers une internationalisation du renminbi

La Suisse vise actuellement un rapprochement avec le continent asiatique, comme l'illustrent les accords actuellement en négociation avec l'Inde, la Thaïlande, le Vietnam, ou l'Indonésie. Le groupe des BRICS absorbe déjà 11,1% des exportations suisses en 2014 contre 5% en 2004, et la Chine tient dans ce groupe une place prépondérante, concentrant 7,9% des exportations suisses contre 4% en 2004. Le traité de libre-échange de 2013 pourrait aider la Suisse à gagner des parts de marché dans un pays qui est rapidement devenu son quatrième partenaire commercial, le premier sur le continent asiatique depuis 2002.

Mais l'intérêt d'un tel rapprochement n'est pourtant pas tant sur le plan commercial que financier, la Suisse ne représentant que 0,13% des exportations de la Chine en 2014 et 2,06% de ses importations. Signé un an après le traité de libre-échange, l'accord de swap de 2014 se situe dans le cadre de la libéralisation financière et de la volonté d'internationalisation du RMB observées en Chine depuis la décennie 2000, les deux processus étant indubitablement liés. Dans cette marche vers l'internationalisation du RMB, l'instauration d'un taux de change unifié en 1994, avec une monnaie fixée au dollar jusqu'en 2005, fut suivie de nouvelles mesures cherchant à limiter le contrôle du change par la banque centrale, avec une monnaie rendue convertible dès 1996 pour les opérations commerciales.

Mais ce n'est que depuis 2009 que le règlement du commerce en RMB est autorisé pour certaines provinces et villes chinoises, et seulement depuis mars 2012 que toutes les entreprises installées sur le sol chinois peuvent facturer leurs importations et exportations en RMB. L'engouement engendré par une telle décision explique qu'en janvier 2013 le RMB se trouvait déjà au 13ème rang des monnaies de facturation des transactions internationales, et rien qu'entre janvier 2012 et janvier 2013, les paiements libellés en RMB augmentaient de 171% pour représenter 0,63% des règlements internationaux. En 2015, alors que le RMB devient la cinquième monnaie de facturation internationale (2,2% des règlements internationaux), la Chine réalise le tiers de son commerce en RMB, et même 50% pour ses échanges avec les autres pays émergents.

Le traité de libre-échange avec la Suisse, comprenant un volet sur l'investissement bilatéral, ainsi que l'accord de swap signé un an plus tard, offrent à la Chine l'opportunité de renforcer l'internationalisation de sa monnaie et sa libéralisation financière. En mai 2015, 32 accords de swaps ont déjà été signés par la banque centrale chinoise, et on répertorie quinze banques de compensation en RMB installées en dehors de Chine. L'implantation prochaine d'une banque de compensation chinoise sur le sol suisse, en l'occurrence la China Construction Bank, facilitera les transactions effectuées en yuans dans ce pays.

Ces accords confirment la volonté des autorités chinoises, via l'internationalisation du RMB, de diminuer les coûts de transaction des échanges commerciaux réalisés, de bénéficier d'une confiance renforcée des investisseurs, et de profiter à terme des droits de seigneuriage apportés par une monnaie internationale, c'est-à-dire de réduire les coûts engendrés par la possession de réserves de change et d'avoir la possibilité de se financer plus facilement à l'international.

L'internationalisation du RMB se produit cependant avant même que la libéralisation financière soit totalement achevée, ce qui pose la question du placement des RMB en circulation à l'échelle internationale, et explique la détermination affichée par le gouvernement depuis 2012 d'avoir une ouverture complète du compte de capital d'ici 2020 (Zhang, 2014). Déjà en projet lors de l'entrée de la Chine dans l'OMC en 2001, le processus de libéralisation financière visant à supprimer progressivement les contrôles de capitaux fut à l'origine de l'autorisation donnée en 2004 aux résidents de Hong Kong d'ouvrir des comptes de dépôts en RMB sur leur territoire, ce qui fit rapidement de la région administrative spéciale le premier centre offshore du RMB, 80% du commerce dans cette monnaie passant actuellement par Hong Kong (Eichengreen et Kawai, 2014).

Afin d'encourager la détention de RMB, les entreprises étrangères sont aussi autorisées à émettre des titres libellés en RMB à Hong Kong (les fameuses obligations *dimsum*), et les banques de Hong Kong peuvent placer leurs ressources sur le marché chinois. Alors que les IDE en Chine continentale ne peuvent être effectués en RMB que depuis 2011, près de 50% des IDE entrants le sont actuellement; et grâce au programme *RMB Qualified Foreign Institutional Investors* (R-QFII), les entreprises étrangères installées à Hong Kong sont autorisées depuis 2012 à réinvestir dans des actifs *onshore* les RMB détenus à Hong Kong. Ces mesures permettent finalement d'accélérer l'internationalisation du RMB en rendant la détention de cette monnaie plus rémunératrice.

Dans une perspective similaire, les procédures d'investissement des résidents et non-résidents sont simplifiées sur tout le territoire chinois, aussi bien les IDE que les investissements de portefeuille. Ainsi, deux rapports de la banque centrale chinoise proposaient en 2012 un calendrier de libéralisation financière s'étalant jusqu'en 2015, avec comme premier terrain d'expérience la zone de libre-échange de Shanghai créée en septembre 2013. De même, mis en place en 2002, et ayant accueilli comme premiers investisseurs étrangers la Swiss Bank Corporation et Nomura Securities, le programme de *Qualified Foreign Institutional Investors* (QFII) vise à simplifier les investissements de portefeuille effectués en Chine; et depuis 2012, les quotas offerts aux étrangers pour investir dans des titres A sur les bourses de Shanghai et Shenzhen n'ont cessé de croître. En novembre 2014, les deux places boursières de Shanghai et Hong Kong étaient aussi mises en relation pour faciliter les investissements mutuels, et en janvier 2015, le Premier ministre Li Keqiang annonçait la prochaine connexion des places de Hong Kong et Shenzhen.

B. Le renforcement du rôle de la Suisse comme place financière internationale

Si les accords économiques signés avec la Suisse ont pour but de renforcer l'internationalisation du RMB et la libéralisation financière chinoise, la Suisse compte aussi profiter pleinement de cette évolution. Son appui à l'internationalisation du RMB lui permettrait non seulement de concurrencer les grandes places financières mondiales, mais aussi de profiter de la diversification des placements chinois et de l'épargne surabondante de ce pays. Sur le premier plan, en tant que centre financier international majeur, la Suisse a intérêt à développer des opportunités de placements en RMB. Le Conseil Fédéral a ainsi accepté en décembre 2012 que la Suisse devienne un hub pour développer les affaires en RMB via les places financières, pour accroître l'offre de services ainsi que le degré d'internationalisation des places financières helvétiques, afin de les transformer en «Global Players» comme Londres ou New York. En particulier, un

tel changement peut survenir via le développement des «*dimsum Bonds*» (ASB, 2015).
La Suisse pourrait finalement devenir un carrefour financier important dans les transactions réalisées en RMB, se substituant ainsi au Royaume-Uni, en meilleure position actuellement du fait de la concentration de 60% de l'activité de commerce libellée en RMB en dehors du territoire chinois en 2013, d'un accord de swap de 200 milliards de RMB signé en juillet 2013, et de l'implantation d'une banque de compensation à Londres en juin 2014. De même, la Suisse souhaiterait concurrencer le Luxembourg qui accueille déjà trois des plus grandes banques chinoises, et qui fut à l'origine de la première émission d'une obligation *dimsum* par une firme européenne en dehors de Chine.
Par ailleurs, le vieillissement et l'enrichissement de la population chinoise, alors que les principaux acteurs des places financières helvétiques ont un avantage sur les assurances-vie (la Suisse est notamment le leader mondial de *cross-border wealth management*, avec la gestion de 27 % du marché mondial), est une opportunité pour attirer des capitaux chinois en proposant des placements en RMB. De façon plus spécifique, des places financières comme Genève, l'un des principaux centres mondiaux de négoce des matières premières, pourraient voir leur activité augmenter avec des possibilités de placements en RMB si ce dernier devenait à l'avenir une monnaie importante de facturation des matières premières.
Il est également important de noter que le renforcement des liens financiers entre la Chine et la Suisse est aussi la contrepartie de l'essor des liens commerciaux entre les deux pays. Si pour l'instant, 90 % des exportations suisses sont libellées en franc suisse, en euro ou en dollar, le RMB en tant que monnaie de facturation devrait progresser très fortement dans le futur. D'autant que la Suisse, qui accueille des sièges sociaux de nombreuses entreprises internationales, devrait connaître avec les entreprises chinoises la même évolution qu'avec les entreprises internationales dominantes qui demandent à utiliser sur place leur monnaie nationale (ASB, 2015). En conséquence, l'ouverture d'une banque de compensation chinoise sur le sol suisse permettra non seulement de diminuer les coûts de transaction pour les opérations commerciales effectuées en RMB avec la Chine, mais surtout de renforcer les liens entre les banques centrales de ces deux pays afin notamment de stabiliser les monnaies en cas de crise financière (Garcia-Herrero, 2013).
Concernant le fait de profiter de l'internationalisation du RMB sur le territoire chinois, ce sont surtout les institutions bancaires qui y démontrent un intérêt, avec l'octroi en janvier 2015 d'une autorisation d'investissement de 8 milliards de dollars à la Suisse, soit 17% des quotas alloués au niveau international dans le cadre du programme de QFII. Par la signature d'un accord de swap avec la banque centrale chinoise, la Banque Nationale Suisse (BNS) cherche non seulement à accompagner des institutions bancaires déjà très présentes sur le territoire chinois, mais aussi à diversifier sa politique de change (grâce à la détention de RMB investis sur le marché chinois) et à développer des relations plus étroites avec une banque centrale sans doute bientôt incontournable.

II. LES DANGERS DIFFICILEMENT ÉVITABLES DU RAPPROCHEMENT CHINE-SUISSE

A. Le débouclage récent du *carry-trade*

Malgré tous les avantages supposés d'un renforcement des liens financiers entre les économies suisse et chinoise, les dangers sont encore plus importants, notamment dans le contexte actuel de débouclage international du *carry-trade*.

Alors qu'après 2008, les pays émergents profitaient d'une entrée massive de capitaux spéculatifs en provenance des États-Unis et d'Europe de l'Ouest («hot money») en mesure de ressortir très rapidement, la situation semble s'inverser depuis 2012, et notamment depuis l'annonce faite en juillet 2013 par la Réserve fédérale américaine de freiner ses achats de titres liés à sa politique monétaire de *quantitative easing*. Ce qui sera alors désigné comme une politique de *tapering* est donc à l'origine d'un débouclage du *carry-trade* (Eichengreen et Gupta, 2014), d'une sortie des capitaux de court terme à finalité spéculative des pays émergents. Les investisseurs cherchaient jusque-là à profiter du différentiel de taux d'intérêt et de change avec les pays développés, et l'appréciation du dollar observée depuis 2013 ainsi que la probable prochaine remontée des taux d'intérêt américains les poussent désormais à revenir aux États-Unis.

Révélatrice de ces flux sortants, la dépréciation des monnaies des grands pays émergents (Figure 1) pose cependant à ces derniers de sérieux problèmes économiques: accélération de la hausse des prix, restriction du crédit bancaire, éclatement des bulles spéculatives dans la finance et l'immobilier, et ralentissement de leur croissance (Figure 2).

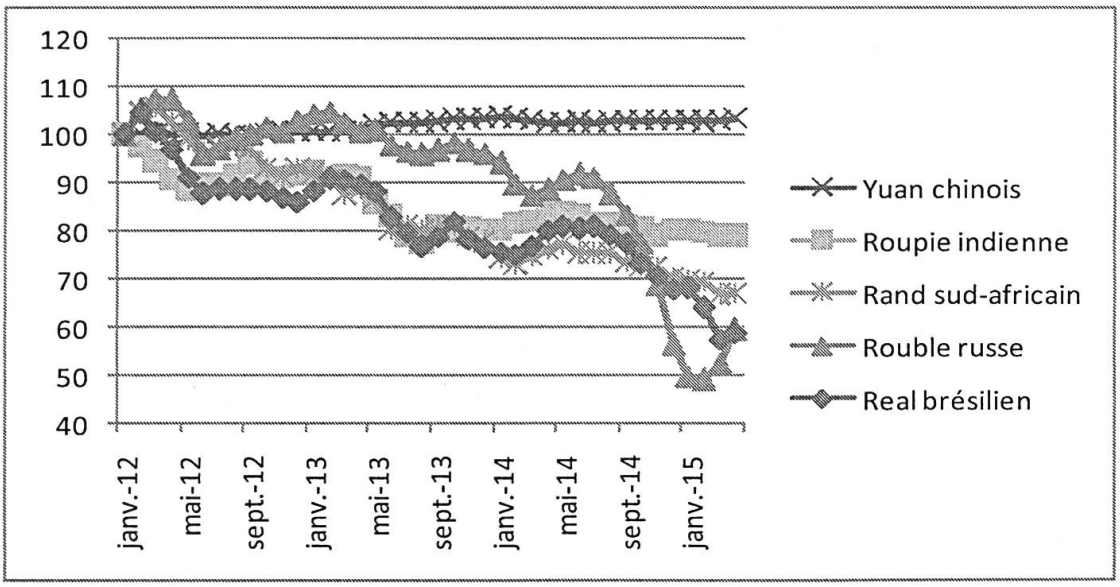

Figure 2: Évolution des taux de change face au dollar des monnaies des grands pays émergents

Source: Banque mondiale, World Development Indicators

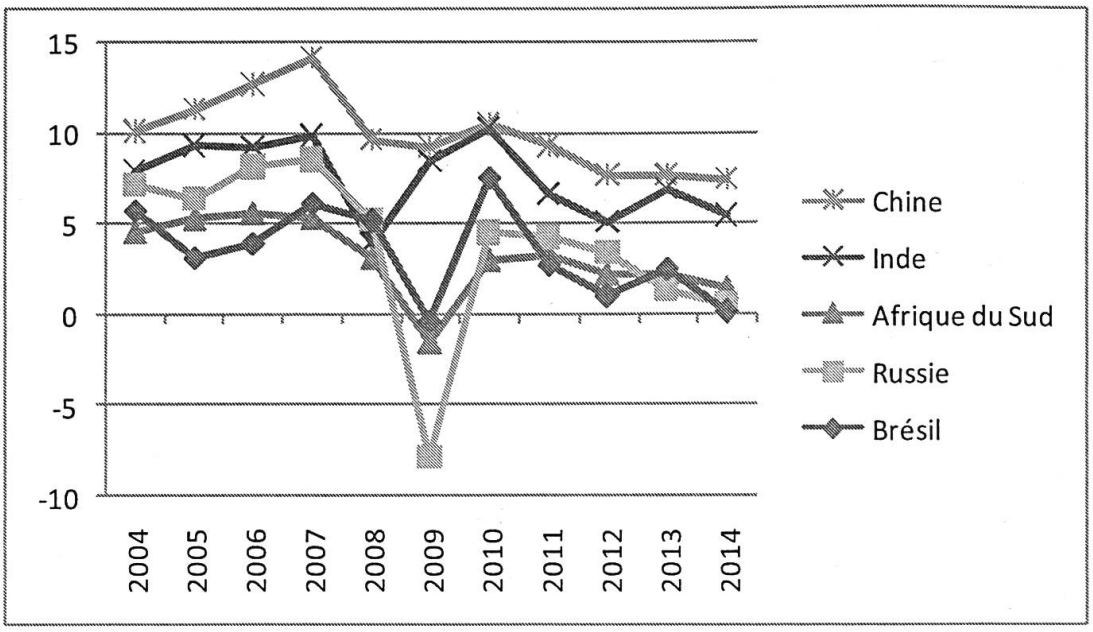

Figure 2: Croissance du PIB des principaux pays émergents
Source: Banque mondiale, World Development Indicators

Le cas de la Chine est particulièrement intéressant, au sens où la libéralisation financière risquerait d'accélérer les sorties de capitaux (Bayoumi et Ohnsorge, 2013; Eichengreen et Kawai, 2014). En 2005, la fin du régime de change fixe engendra en effet l'afflux massif de *hot money* sur le territoire chinois, expliquant la majeure partie de la hausse des réserves de change depuis la crise des *subprimes* (Zhang, 2014). Or, ces capitaux sont susceptibles de sortir tout aussi rapidement qu'ils sont entrés. Si le pays ne fait pas face actuellement à une dépréciation brutale de sa monnaie, malgré quelques dépréciations temporaires en février/mars 2014 ou en juillet/août 2015, c'est essentiellement grâce aux interventions de la banque centrale et à la vente de devises.

Le passage à un change réellement flottant rendu nécessaire par l'internationalisation du RMB empêcherait de telles pratiques et risquerait de provoquer une fuite massive des capitaux. Surtout, avec une épargne chinoise atteignant 6500 milliards de dollars, contre 3200 milliards de réserves de change (3800 milliards en janvier 2015...), il n'est pas certain que ces dernières soient suffisantes pour affronter une fuite des capitaux liée simplement à la volonté des Chinois de trouver une meilleure valorisation de leur épargne à l'extérieur du territoire. L'ouverture du compte de capital risquerait donc d'engendrer une dépréciation incontrôlable de la monnaie (Zhang, 2014).

Depuis 2011, le pays est de fait confronté à des sorties de capitaux causées par le débouclage international du *carry-trade*. Il est difficile d'évaluer le montant précis des flux sortants, liés aussi bien à des investissements de portefeuille traditionnels ou même des investissements directs travestis, qu'à la malfacturation qui représente environ 7,5% des échanges commerciaux internationaux de la Chine (Lan et Zhang, 2010), à un déficit commercial croissant dans le secteur des services depuis 1995, ou aux capitaux «invisibles».

Concernant ces derniers, il est en effet courant de les évaluer, par une méthode dite «indirecte», en retranchant à la hausse annuelle des réserves de change le solde de la balance des transactions courantes et celui des IDE (Tsuyuguchi, 2009)[1]. Outre une balance financière négative depuis le quatrième trimestre de 2014, avec des sorties de capitaux non IDE atteignant alors 160 milliards de dollars, on observe sur le graphique ci-dessous que les flux financiers non catégorisés comme des IDE et généralement comptabilisés comme de la hot money, étaient largement négatifs cette même année, ce qui explique la faible augmentation des réserves de change.

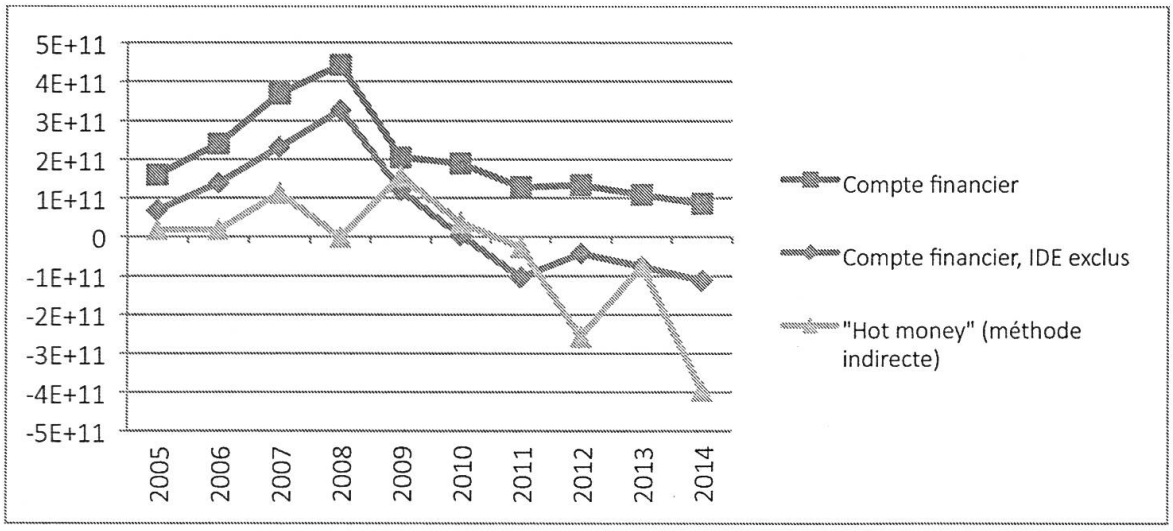

Figure 3: Estimation des entrées et sorties de capitaux volatiles en Chine

Source: International Monetary Fund, Balance of Payments Statistics Yearbook

On peut donc craindre que la libéralisation financière chinoise, accrue ces dernières années pour continuer à attirer les capitaux étrangers puis limiter leur sortie, n'accélère en fin de compte cette dernière. Les accords de swaps signés avec des banques centrales étrangères pourraient servir à mieux contrôler l'impact de ces flux de capitaux sur le taux de change du RMB, et le rapprochement avec la Suisse serait donc utile pour limiter les effets d'une crise financière liée à la sortie des capitaux observée depuis 2013. Cependant, les facilités de placement réciproques entre la Suisse et la Chine risqueraient aussi d'accélérer les mouvements de capitaux, les Chinois profitant ainsi de la possibilité de diversifier leurs placements d'une manière plus rentable que sur leur territoire (Bayoumi et Ohnsorge, 2013).

La fuite des capitaux est aussi d'autant plus dangereuse qu'elle n'est pas simplement conjoncturelle, mais révèle au contraire les profondes difficultés structurelles de l'économie chinoise. Depuis 2011, les taux de croissance chinois de plus en plus faibles démontrent des problèmes bien plus graves que ne le laisse transparaître une hausse du PIB atteignant

1 Cette méthode ne prend pas en compte la variation observée dans la valeur des réserves de changes liée à la fluctuation des taux de change, et elle oublie aussi les réserves de changes détenues par les banques commerciales et non comptabilisées dans les chiffres officiels (Tsuyuguchi, 2009). Néanmoins, elle permet de mettre en évidence une partie des capitaux volatiles invisibles que les autorités ne sont pas capables de contrôler, ainsi que de déterminer l'orientation générale de ces flux.

toujours 7,4% en 2014. À l'origine de ce ralentissement, les difficultés rencontrées par l'appareil productif chinois n'ont fait que se renforcer ces dernières années. L'industrie est confrontée à une baisse de la productivité du capital et à une moindre croissance de la productivité globale des facteurs, liées aussi bien à des capacités de production oisives causées par une demande intérieure insuffisante qu'à un épuisement du rattrapage technologique. Provoquant une baisse du ratio excédent commercial/PIB (de 8% en 2007 à 3% en 2014), la perte de compétitivité de l'appareil productif s'explique également par une hausse du coût salarial unitaire dans l'industrie manufacturière, représentant actuellement 54% du coût des États-Unis contre 20% en 1998.

Symétriquement, la plupart des grandes villes chinoises connaissent depuis juillet 2014 une baisse des prix dans le secteur de l'immobilier au sein duquel les investisseurs étrangers, représentant 15% du parc immobilier chinois, avaient massivement investi. Or, la bulle immobilière n'était que le reflet des difficultés observées dans l'appareil productif, avec un détournement des investissements réalisés auparavant dans un secteur industriel de moins en moins rentable. Le surendettement des collectivités locales dont les revenus proviennent à 40% de l'immobilier et du foncier, l'écroulement du *shadow-banking*, la multiplication des créances douteuses au sein du secteur bancaire traditionnel ainsi que la récente chute des cours boursiers sur les places de Shenzhen et Shanghai sont des conséquences aujourd'hui indéniables de cette fuite des capitaux révélant une crise très profonde. En conséquence, la sortie actuelle des capitaux, qui risque d'accentuer les difficultés rencontrées par la Chine, est aussi dangereuse pour cette dernière que pour la Suisse, au cœur de cette stratégie spéculative depuis plusieurs décennies.

B. Les risques d'une appréciation du franc suisse

Avant la crise de 2008, la Suisse bénéficiait d'un «bonus historique de taux d'intérêt» qui incitait les spéculateurs internationaux à utiliser le franc suisse comme monnaie de financement pour replacer ces capitaux empruntés dans d'autres monnaies plus rémunératrices. Or cette situation ne dure toujours qu'un temps, et le pays de la monnaie de financement s'expose à une variation soudaine et brutale de son taux de change lors du débouclage du *carry-trade* (Frankel, 2007). C'est ce qui s'est produit avec la crise de 2008, le franc suisse «sur-réagissant» dans un sens appréciatif.

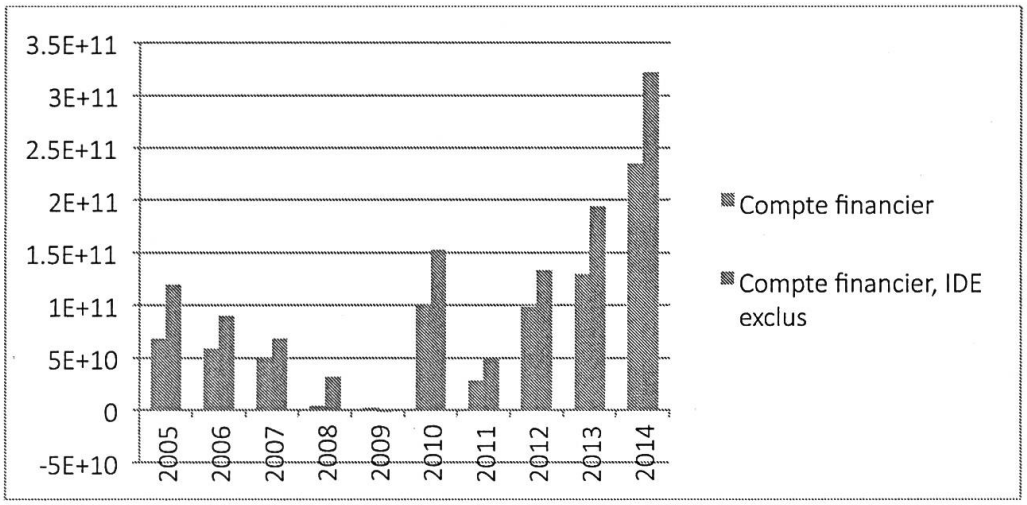

Figure 4: Les entrées de capitaux en Suisse, en dollars

Source: International Monetary Fund, Balance of Payments Statistics Yearbook

Depuis lors, la Suisse voit affluer les capitaux sur son territoire (Figure 4), et le franc suisse se maintient dans une position de monnaie-refuge internationale malgré le différentiel de taux de change et d'intérêt avec les émergents. Or, l'attraction de nouveaux capitaux en provenance de Chine ne ferait qu'aggraver les difficultés engendrées par ces flux. Remarquons d'ailleurs que si l'ampleur des mouvements de capitaux autres que les IDE effectués entre les deux pays n'est pas observable au travers des statistiques officielles, l'analyse des données du commerce extérieur offertes par les douanes suisses et chinoises (Figure 5) révèle des écarts extrêmement importants. Ceci témoigne en partie d'un phénomène de surfacturation des importations et de sous-facturation des exportations chinoises permettant de rapatrier les capitaux présents en Chine vers la Suisse (Salidjanova, 2015). De même, la chute des flux d'IDE suisses entrants, passant de 5,8 milliards de francs suisses en 2011 à 0,2 milliard en 2013, est également le signe d'une moindre attractivité de la Chine.

	2013	2014
Exportations (CCS)	3511,888	3088,205
Exportations (AFD)	11386,795	12150,95
Différence/exportations	**-7 874,907**	**-9 062,745**
Importations (CCS)	56016,733	40490,858
Importations (AFD)	8206,359	8820,277
Différence/importations	**47 810,374**	**31 670,81**
Solde commercial (CCS)	-52504,845	-37402,653
Solde commercial (AFD)	3180,436	3330,673
Différence/solde commercial	**-55 685.281**	**-40 733.326**

Figure 5: Estimations du solde commercial chinois avec la Suisse selon les douanes chinoises (CCS) et l'Administration fédérale des douanes suisse (AFD), en millions de dollars
Source: China Statistics Customs (CCS) et Administration fédérale des douanes (AFD)

Or, l'afflux massif et soudain de capitaux en Suisse est actuellement extrêmement dangereux en raison des tendances déflationnistes liées à la force du franc suisse: on estime qu'une appréciation du franc suisse de 1% diminue les prix des biens de consommation de 0,09% après trois mois, et de 0,18% au bout d'un an (OCDE, 2013), alors que l'inflation n'a jamais dépassé 1% depuis 2009. C'est pour cette raison qu'un taux de change minimum de 1,20 francs pour un euro fut mis en œuvre de 2011 à 2015 par la BNS, mais avec des effets collatéraux.

Le taux de croissance du crédit dépasse effectivement depuis 2011 celui du PIB (OCDE, 2013), et le secteur immobilier enregistre une bulle. Depuis la fin des années 1990, les prix moyens dans l'immobilier se sont accrus d'environ 50% (davantage dans certaines régions comme Genève, avec + 6 % par an depuis 2000). La présence d'une bulle immobilière suisse se manifeste par une croissance des prêts hypothécaires accordés aux ménages supérieure à

celle des revenus disponibles de ces derniers (OCDE, 2013). Même si la BNS et le Conseil fédéral ont mis en œuvre un «volet contra-cyclique» obligeant les banques à accroître le montant de leurs réserves lorsqu'elles accordent un crédit immobilier, la situation actuelle reste propice à un emballement immobilier. Il y a clairement depuis la crise un lien positif entre la politique de taux d'intérêt proches de 0 % de la BNS, l'offre de monnaie supplémentaire et la hausse des prix de l'immobilier. Or, l'éclatement de cette bulle serait extrêmement dangereux pour tous les acteurs de l'économie suisse, dans le contexte actuel.
Instabilité du taux de change, phénomènes de surendettement et gonflement de bulles spéculatives sont ainsi les trois principaux dangers de l'afflux de capitaux en Suisse. Les facilités offertes aux échanges financiers par les accords signés avec la Chine sont donc particulièrement risquées pour l'économie suisse, en particulier si cette dernière ne souhaite pas, en lien avec sa spécialisation financière, contrôler les entrées comme les sorties de capitaux.

CONCLUSION

Bien que les autorités suisses espèrent beaucoup du renforcement des liens avec la Chine sur le plan financier, on peut craindre que celui-ci n'accentue les difficultés déjà rencontrées par ces deux pays. La sortie actuelle des capitaux du territoire chinois risque notamment de provoquer un afflux massif de ces derniers en Suisse, accentuant l'appréciation du franc suisse et le gonflement exacerbé de la bulle immobilière dans un contexte de pressions déflationnistes. Par ailleurs, au-delà des aspects financiers étudiés dans cet article, le ralentissement de l'économie chinoise laisse présager d'une moindre croissance des importations de biens d'équipement alors même que celles de produits de luxe suisses, surtout dans le secteur de l'horlogerie, sont déjà en déclin du fait de la lutte anti-corruption menée par le président Xi Jinping depuis 2012.
Plus largement, c'est la stratégie économique extérieure de la Suisse qui est questionnée, et questionnable: le pays s'est construit historiquement sur un modèle reposant sur une orthodoxie monétaire et budgétaire qui permet de renforcer la compétitivité des exportations d'une petite économie ouverte. Avec le faible potentiel de croissance en Europe, la Suisse cherche à tirer profit de ce modèle dans d'autres zones, comme la Chine. Or nous avons démontré les risques d'une telle stratégie sur les plans monétaires et financiers. Dans le désordre européen ambiant, il est donc important de rappeler que la Suisse a toujours un rôle à jouer pour aider à trouver une sortie de crise collective, car, qu'elle le veuille ou non, son horizon européen, s'il n'est pas indépassable, demeure incontournable.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

ASSOCIATION SUISSE DES BANQUIERS (ASB), «The Swiss Financial Centre – Ready for the Renminbi», 2015.

BAYOUMI, Tamim, OHNSORGE, Franziska, «Do Inflows or Outflows Dominate? Global Implications of Capital Account Liberalization in China», *IMF Working Paper*, août, 2013.

EICHENGREEN, Barry, KAWAI, Masahiro, «Issues for Renminbi Internationalization: An Overview», *ADBI Working Paper series*, n°454, 2014.

EICHENGREEN, Barry, GUPTA, Poonam, «Tapering Talk: The Impact of expectations of reduced Federal Reserve Security Purchases

on Emerging Markets», *Policy Research Working Paper*, n°6754, Banque mondiale, janvier 2014.

FRANKEL, Jeffrey, «Getting Carried Away: How the Carry Trade and Its Potential Unwinding Can Explain Movements in International Financial Markets», *Milken Institute Review*, November 19th, 2007.

GARCIA-HERRERO, Alicia, XIA, Le, «China's RMB Bilateral Swap Agreements: What Explains The Choice of Countries?», Bank of Finland, *BOFIT Discussion Papers*, 2013.

LAN, Yihui, WU, Yanrui, ZHANG, Chong, «Capital Flight from China: Further Evidence», *Journal of International Finance and Economics*, vol 10, n°2, 2010, pp. 13-31.

OCDE. *OECD Economic Surveys: Switzerland*, OECD Publishing, novembre, 2013.

SALIDJANOVA, Nargiza, «China's Trade Ambitions: Strategy and Objectives behind China's Pursuit of Free Trade Agreements», U.S.-China Economic and Security Review Commission, *Staff Research Report*, 28 mai, 2015.

TSUYUGUCHI, Yosuke, «The recent flow of "hot money" in China», *Bank of Japan Review*, juillet, 2009.

ZHANG, Ming, «Should China Accelerate Capital Account Liberalization Now?», in GALLAGHER, Kevin, OCAMPO, José Antonio, ZHANG, Ming, YU, Yongding, *Capital Account Liberalization in China: The Need for a Balanced Approach*, Boston University Press, octobre, 2014.