

## Taux négatifs de la BNS : quand le provisoire s'inscrit dans la durée

Mi-janvier 2015, la BNS a abandonné contre toute attente le cours plancher de l'euro et, partant, ses interventions sur le marché des devises. La pression haussière sur le franc suisse qui en a résulté a été allégée grâce à l'introduction, en parallèle, de taux négatifs sur les avoirs en comptes de virement détenus par les banques à la BNS. Cette mesure censée être temporaire visait à réduire l'attractivité du franc suisse face à l'euro au moyen d'un écart de taux adéquat. Plus de quatre ans après l'introduction de cette politique monétaire jugée « non conventionnelle », la BNS maintient toujours ses taux négatifs. Au départ provisoire, cette situation exceptionnelle est devenue la norme.

### Pourquoi la période de taux négatifs se prolonge-t-elle ?

La période inhabituellement longue de taux négatifs s'explique notamment par la persistance de taux bas sur les marchés financiers et monétaires internationaux. Il ne s'agit pas d'un phénomène passager, mais du résultat d'une évolution mondiale à long terme. Au cours des vingt dernières années, les taux d'intérêt n'ont cessé de se replier. Cela reflète, d'une part, l'augmentation sensible – induite par des facteurs démographiques – de la propension à épargner des ménages dans les pays industrialisés, qui accroît l'offre en capital, et, d'autre part, la diminution de la demande en capital des entreprises dans le sillage du passage d'une société industrialisée à une société de services. Autant de facteurs qui expliquent pourquoi le taux d'intérêt réel d'équilibre (taux nominal corrigé de l'inflation) se situe aujourd'hui à un niveau relativement bas. Observée à l'échelle mondiale, cette tendance baissière à long terme des taux, conjuguée à la composante cyclique d'une politique monétaire expansive visant à relancer la conjoncture, a largement contribué à l'actuelle faiblesse des taux.

Pour le marché monétaire et des capitaux suisse, l'évolution de ses partenaires commerciaux, en particulier ceux de la zone euro, revêt une grande importance du fait de son imbrication internationale. Les facteurs globaux précités sont renforcés par les défauts de construction désormais manifestes de l'Union monétaire européenne. Dans une union monétaire, il n'est pas possible de compenser les différentes hausses de prix en ajustant les taux de change. Pour garantir la pérennité d'une union monétaire, il faut que l'évolution économique de ses pays membres converge. Vingt ans après l'introduction de l'euro, de grandes disparités subsistent encore entre les pays membres du nord et du sud en termes de compétitivité, de capacité d'innovation et d'endettement.

En raison de l'abandon sur un large front d'une politique budgétaire nationale comme instrument de politique économique et de l'absence de véritable politique budgétaire européenne, les écarts de compétitivité entre certains pays membres n'ont pu être compensés qu'à travers un endettement croissant des nations plus faibles. Autre fait aggravant, la capitalisation du système bancaire européen demeure insuffisante en comparaison internationale. Une grande partie des fonds propres sont investis dans des emprunts d'Etat nationaux. De faibles variations de prix peuvent déjà influencer fortement sur la solvabilité et donc la capacité de prêt des banques. La part élevée de crédits en souffrance dans les bilans sur fond d'incertitudes politiques explique la croissance inférieure à la moyenne du volume des crédits. Afin de remédier à ces faiblesses structurelles du côté de la demande, la Banque centrale européenne se voit contrainte de mener une politique qui augmente les liquidités mises à la disposition des marchés des capitaux et réduit le niveau des taux du marché monétaire, indépendamment des défauts de construction susmentionnés. Reste à savoir si la zone euro réussira à supprimer ces défauts dans un proche avenir. Seul un niveau de croissance durablement plus élevé exigeant des réformes structurelles autoriserait une hausse à long terme des taux réels européens et suisses.

Outre ces considérations structurelles, les tendances conjoncturelles au niveau mondial doivent bien entendu aussi être analysées avant de se risquer à prévoir l'évolution des taux au cours des 6 à 18 prochains mois. Plusieurs indicateurs avancés ont récemment signalé un recul de la dynamique économique mondiale. Nous nous trouvons actuellement à un stade avancé du cycle conjoncturel, et la courbe des taux en USD est pratiquement plate. Dans le passé, une courbe inversée a constitué un indicateur fiable de récession à venir. La probabilité d'une hausse prochaine du niveau des taux en Europe, Suisse comprise, paraît donc minime.

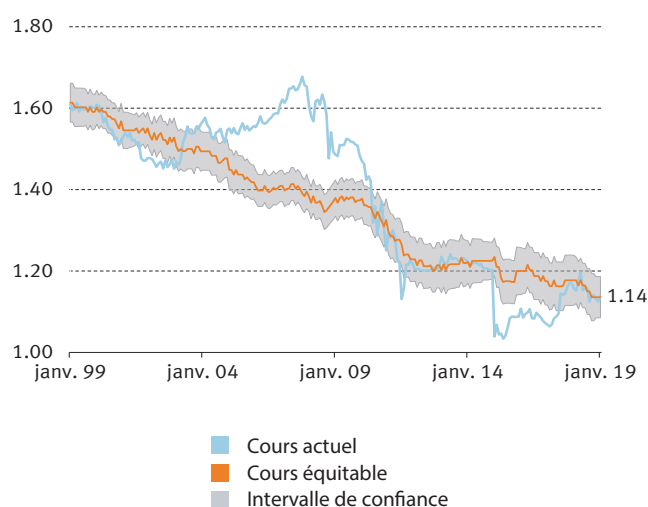
### Conséquences de la politique de taux négatifs pour l'économie suisse

Les avantages de la gestion des cours de change pour l'industrie d'exportation sont contrebalancés par les inconvénients pour les investisseurs : les coûts des taux négatifs pour les investisseurs institutionnels et privés peuvent être considérés comme des subventions forcées de la BNS en faveur des exportateurs. Les représentants de la BNS ne se lassent pas de répéter que le franc suisse, déjà fort, s'apprécierait encore en cas d'abandon des taux négatifs, entraînant d'importantes

perdes d'emplois. On peut toutefois se demander si le franc est toujours fortement surévalué par rapport à l'euro. Nos calculs de parité du pouvoir d'achat ne soutiennent pas la thèse d'un euro nettement sous-évalué (cf. graphique). Cela est dû à l'accumulation de taux d'inflation supérieurs dans les pays de l'euro par rapport à la Suisse au cours des dernières années. Il semblerait donc que les subventions accordées par les investisseurs aux exportateurs soient aujourd'hui moins utiles qu'il y a quatre ans.

## Graphique:

Francs suisses par euro



En abandonnant les taux négatifs, la BNS devra certainement acheter des euros sur le marché des changes afin d'éviter que le franc ne dépasse un certain «seuil de tolérance» en cas de nouvelle appréciation. Il lui faudrait donc augmenter davantage son bilan et, partant, reconsidérer les inconvénients liés à un bilan surdimensionné de la banque centrale. Sans une hausse continue des taux sur les marchés monétaires et des capitaux d'Europe et du monde entier, la suppression unilatérale des taux négatifs par la BNS nous semble très peu probable.

A court terme, les taux réels devraient donc rester faibles et inférieurs à la croissance du PIB réel ainsi que du taux d'expansion réel des bénéfices des entreprises. Dans un tel contexte, le poids des actions dans l'allocation d'actifs stratégique augmente alors que celui des obligations diminue, indépendamment du profil de risque de l'investisseur. Des rendements à l'échéance peu élevés en termes réels, voire négatifs à long terme, soutiennent en outre l'or, qui tend à s'apprécier en période d'incertitudes politiques. Pour atténuer les risques accrus liés à une hausse de la quote-part actions stratégique, il est recommandé de diversifier les avoirs sur plusieurs secteurs globaux, en association avec des facteurs de style tels que la qualité, la valorisation et une volatilité minimum. En récoltant ces primes de risque systématiques, les investisseurs peuvent augmenter leur potentiel de revenu sans s'exposer à des risques inutiles.

Les cours utilisés dans notre analyse sont les cours de clôture de la période examinée. Les chiffres sur lesquels se basent nos modèles d'évaluation sont des estimations qui se rapportent à des dates précises et qui, à ce titre, comprennent des risques. Ils peuvent être modifiés à tout moment sans avis préalable. L'utilisation de modèles d'évaluation n'exclut pas le risque de ne pouvoir faire d'estimations justes sur une période de placement déterminée. L'évolution des cours est influencée par un nombre incalculable de facteurs. Des changements imprévisibles peuvent résulter, par exemple, de développements technologiques, d'activités affectant l'ensemble de la conjoncture, de fluctuations des taux de change ou de modifications des valeurs sociales. Notre exposé des méthodes d'évaluation et des facteurs de risque ne prétend pas être exhaustif.

Les Fils Dreyfus & Cie SA, Banquiers  
Aeschenvorstadt 16 | Boîte postale | 4002 Bâle | Suisse  
Téléphone +41 61 286 66 66 | Fax +41 61 272 24 38  
contact@dreyfusbank.ch | www.dreyfusbank.ch

Votre patrimoine, notre responsabilité.

© Les Fils Dreyfus & Cie SA, Banquiers