

Baisse de l'euro: un tsunami qui met le franc et les taux d'intérêt sous pression

Depuis que la Banque nationale suisse (BNS) a aboli le cours plancher du franc suisse face à l'euro mi-janvier, une certaine confusion règne sur les marchés des taux d'intérêt et des changes. Le contexte des taux bas se traduit par une situation d'état d'urgence qui pousse les investisseurs à revoir quelque peu leur stratégie.

La mesure retentissante de la BNS n'est pas le fruit du hasard. Une semaine seulement après cette décision surprise, le président de la Banque centrale européenne (BCE), Mario Draghi, annonçait en effet le lancement d'un programme de rachat d'emprunts dans le cadre duquel la BCE prévoit de racheter chaque mois pour près de 60 milliards d'euros d'obligations à compter de mars. En s'évertuant à défendre le taux plancher de l'euro-franc, la BNS aurait probablement dû assumer seule une part essentielle de ce tsunami, en d'autres termes intervenir encore davantage sur les marchés, ce qui aurait signifié la perte de contrôle sur son bilan.

Les événements qui se sont succédé depuis sont bien connus – et suscitent l'amertume chez les investisseurs: en abandonnant le cours plancher, la BNS a dû revoir encore à la baisse des taux déjà négatifs aux fins de limiter autant que possible l'attrait du franc suisse comme monnaie de placement. Depuis lors, les banques ne sont plus les seules à devoir s'acquitter d'un intérêt négatif de -0,75% sur leurs dépôts auprès de la BNS qui excèdent un certain montant exonéré. La courbe générale des taux des emprunts de la Confédération s'inscrit depuis dans la zone négative toutes échéances confondues jusqu'à 13 ans. Un cauchemar pour les investisseurs en obligations.

Des hauts et des bas pour l'euro-franc

Juste après la levée du taux plancher, l'euro avait plongé nettement en deçà de la parité avant de se stabiliser légèrement au-dessus de la parité dans les jours suivants, grâce notamment aux interventions de la BNS. Par la suite, le franc s'est dévalué à nouveau quelque peu du fait de l'introduction des taux négatifs pour finalement s'échanger au cours de 1,08 franc suisse pour 1 euro à fin février. Cette évolution fit naître l'espoir, notamment chez les exportateurs, de voir le cours du franc par rapport à l'euro remonter aux alentours de CHF 1.10 pour idéalement se stabiliser à ce niveau. L'économie helvétique s'en serait alors tirée à bon compte.

Cet espoir s'est malheureusement brisé dans les semaines suivantes. Si la BNS n'a plus eu à intervenir sur les marchés des devises depuis début février, le cours de l'euro-franc est reparti à la baisse mi-mars, en dépit des intérêts négatifs. Deux facteurs ont principalement contribué à cette évolution, à commencer par l'annonce de rachat d'obligations d'Etat de la BCE qui a eu pour conséquence de faire à nouveau chuter drastiquement le niveau des intérêts. Fin janvier, la différence entre le taux des obligations de la Confédération et celui des obligations d'Etat allemandes à dix ans était de 0,7%. La décision de la BNS d'abaisser ses taux directeurs a rendu les placements en francs suisses moins intéressants par rapport à l'euro. Depuis lors, le rendement des obligations d'Etat à dix ans évolue en territoire légèrement négatif.

Ensuite, la situation de la Grèce qui n'a cessé de se dégrader a sans doute contribué aussi à un nouveau renforcement du franc. Ainsi, il fallait déboursier 1.02 franc suisse pour 1 euro à la mi-avril. Le 22 avril, l'annonce de la BNS de réduire encore le cercle des institutions affranchies du prélèvement d'intérêts négatifs sur leurs comptes de virement, dispensant uniquement la Confédération et les institutions sociales comme l'AVS/AI de l'imposition d'intérêts négatifs, a provoqué une accalmie, quoique temporaire. Sur les marchés des devises, cette annonce a été interprétée comme un nouveau signal indiquant que la BNS était

prête à serrer davantage encore la vis des taux d'intérêt négatifs. Or nous pensons que la BNS est fort réticente à l'idée d'abaisser encore la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs suisses. Car si les intérêts devaient être poussés plus loin dans le négatif et que les banques en venaient à élargir encore le cercle des clients dépositaires soumis aux intérêts négatifs, la menace d'une hausse de l'épargne sous forme de monnaie physique pèserait à n'en pas douter. Cette évolution serait très malvenue pour la BNS, qui perdrait progressivement le contrôle de la masse monétaire et des intérêts.

Nouvelles interventions pas exclues

Nous sommes d'avis que la BNS interviendrait en priorité sur le marché des devises par de nouvelles mesures si le cours de l'euro-franc venait à nouveau à s'approcher de la parité. Ce non pas en fixant un cours plancher après annonce préalable, mais plutôt en agissant de manière opportuniste. Elle tenterait à n'en pas douter de contrer la pression vers le bas par des interventions brèves et déterminées à différents niveaux. Ce n'est que si cette stratégie devenait stérile, par exemple si une vive pression devait s'exercer sur le franc à la suite d'une sortie aussi houleuse qu'inopinée de la Grèce de la zone euro, que la BNS serait contrainte de prendre des mesures plus sévères. Un nouvel abaissement des taux négatifs devrait être conjugué à des mesures visant à restreindre la détention d'espèces. Il serait ainsi envisageable de limiter les retraits d'argent par jour auprès des banques voire de prélever une taxe sur les retraits d'argent. Il ne reste toutefois qu'à espérer que la BNS ne devra pas en arriver là car de telles interventions seraient lourdes de conséquences et pourraient faire planer un climat d'inquiétude au sujet de la stabilité du système bancaire et monétaire.

Fin des taux d'intérêt négatifs espérée pour mi-2016

Dans l'idéal, la Banque nationale pourra s'épargner des mesures aussi drastiques. Cette probabilité est d'autant plus grande que l'amélioration conjoncturelle en Europe sera rapide et vigoureuse et qu'une solution stable à la crise de la dette en Grèce sera trouvée rapidement. Le cas échéant, la BCE serait alors vraisemblablement en mesure d'envisager, dès le milieu de l'an prochain, la fin de son programme de rachat d'emprunt qui doit durer jusqu'en septembre 2016. Un tel scénario s'accompagnerait sans doute d'un raffermissement de l'euro, ce qui permettrait à la BNS de renoncer progressivement à sa politique inconfortable des taux négatifs. Nous partons de l'idée que la BNS s'emploiera à faire un premier pas dans cette direction mi-2016 et, dans cette perspective, relèvera d'un demi-point de pourcentage la marge de fluctuation du Libor. Actuellement fixé à $-0,75\%$, le milieu de cette marge de fluctuation passerait ainsi à $-0,25\%$. Si toutefois la situation en Europe devait prendre un tour différent, il faudrait à n'en pas douter tabler sur une persistance du contexte actuel des taux d'intérêt négatifs.

Un casse-tête pour les investisseurs et les banques

La situation actuelle est un véritable casse-tête pour tous les acteurs du marché monétaire et des capitaux effectuant des transactions en francs suisses. Ainsi que nous l'expliquions dans une étude¹ publiée début mars, les marges d'intérêts des banques dans le domaine du crédit et des dépôts classiques subissent une forte pression. En outre, les banques suisses pourraient voir s'accumuler les risques de taux dans leurs bilans si le contexte des taux bas perdurait sur une période prolongée. Une remontée étonnamment vive des taux par la suite pourrait entraîner une crise bancaire et immobilière comparable à la dernière crise en date que la Suisse a endurée, début des années 1990.

Les taux négatifs placent également les investisseurs, qu'ils soient institutionnels ou privés, devant un défi pratiquement insurmontable s'ils entendent voir leurs placements à taux fixe rapporter un rendement positif. Pour l'essentiel, la quête du rendement passe par trois pistes et une règle, laquelle consiste à diversifier autant que possible ses placements et à appliquer avec discipline la stratégie de placement définie. Pour ce qui est des trois pistes, associées à une importante prise de risque, une extrême prudence est de mise. La première repose sur la multiplication des risques de crédit, par exemple en optant pour des obligations d'entreprise, même si la notation de crédit n'est pas bonne. La deuxième possibilité consiste à remplacer les obligations par des actions, l'avantage étant d'investir dans des titres aux dividendes élevés et durables. Enfin, la troisième solution est d'essayer de générer de meilleurs rendements dans des catégories de placements moins liquides en diversifiant son portefeuille d'actifs, par exemple avec des hedge funds, des fonds de private equity ou des placements immobiliers.

¹Voir: tinyurl.com/papntfn