

TOUT LE MONDE PARLE DES TAUX D'INTÉRÊT, SAUF LA BNS

Opinion actualisée, Albin Kistler AG

Mars 2022

Dans notre réflexion publiée en 2019, nous avons décrit l'inlassable lutte de la Banque nationale suisse (BNS) contre l'appréciation du franc. La reprise économique actuelle assortie d'une inflation légèrement plus élevée, permettrait de réduire les taux d'intérêt négatifs afin de ne plus avoir à agir en permanence en mode de crise. Mais par crainte d'un renforcement du franc, la BNS ne sera probablement pas proactive, mais attendra timidement les premiers pas de la Banque centrale européenne (BCE).

TOUT LE MONDE PARLE DES TAUX D'INTÉRÊT, SAUF LA BNS

Mars 2022, Benjamin Schoch

Rappel

En octobre 2019, nous avons détaillé les options d'action de la Banque nationale suisse (BNS) que nous pouvons résumer comme suit : il ne faut s'attendre ni à un affaiblissement prochain du franc suisse ni à une réduction du bilan de la BNS¹.

Que s'est-il passé depuis 2019 ? Le franc s'est renforcé de 7% par rapport à l'euro et les avoirs de la BNS ont encore augmenté de CHF 210 milliards pour dépasser les mille milliards, soit près d'une fois et demie le produit intérieur brut (PIB) de la Suisse.

Qu'est-ce qui a changé depuis 2019 ? Dans le contexte de poursuite de la reprise économique mondiale, de revirement de la politique des banques centrales et de la hausse des anticipations d'inflation, la BNS dispose d'une fenêtre d'opportunité pour abandonner le régime de taux négatifs.

Un loyer de l'argent légèrement plus élevé et une monnaie légèrement plus forte redonneraient à la BNS une certaine marge de manœuvre pour des futures crises. L'économie et les marchés financiers peuvent parfaitement s'accommoder d'un niveau de taux d'intérêt similaire à celui des années 2011 à 2014. La pression à la hausse sur le franc s'accroîtrait à nouveau dès qu'une menace économique ou sur la dette surviendrait, la BNS pourrait ainsi se réjouir de sa marge de manœuvre accrue.

Actions de la BNS depuis 2019

Le choc économique temporaire² résultant de la pandémie de coronavirus et les mesures gouvernementales qui y sont liées ont nécessité de nouvelles interventions massives de la BNS sur le marché des devises. De mai 2020 à février 2021, la BNS a momentanément et de facto lié le taux de change de l'EURCHF à la monnaie communautaire.

¹ Voir «La BNS et sa lutte contre les moulins à vent» publié en octobre 2019 et disponible sur notre site: <https://www.albinkistler.ch/fr/documents>

En résumé

- Force du CHF, pas un phénomène temporaire
 - Ouverture d'une fenêtre d'opportunité pour la BNS
 - Prochaine crise = nouvelles interventions sur les devises
-

Ce n'est qu'à partir de mars 2021 que la BNS a à nouveau toléré une appréciation progressive du franc suisse par rapport à l'euro. Dans l'intervalle, le bilan de la BNS atteignait près de CHF 1'065 milliards, soit près de 300% de plus qu'il y a dix ans. A titre de comparaison, le produit intérieur brut de la Suisse n'a augmenté que de 12% au cours de cette période.

Facteurs structurels

Les facteurs structurels plaidant en faveur d'une force du franc à long terme n'ont guère changé depuis 2019 : dans un monde interconnecté, aucun pays ne peut se soustraire aux évolutions et aux flux financiers internationaux. Grâce à une politique fiscale opiniâtre, une conduite monétaire crédible et des conditions-cadres économiques stables, la Suisse fait figure de bon élève au milieu des pays européens endettés.

Le maintien du pouvoir d'achat en Suisse est très solide : avec le Japon, la Confédération affiche régulièrement les taux d'inflation de base les plus bas du monde. Un examen du passé montre que de grandes différences d'inflation entre deux zones économiques se répercutent fortement sur le taux de conversion dans le cadre de changes flottants. Nous devons partir du principe que le franc continuera à s'apprécier à long terme en raison d'une progression des coûts supérieure à l'étranger.

Fenêtre d'opportunité pour la BNS

Le choc économique temporaire dû au Covid-19 a généré un fort potentiel de consommation et d'investissement. Par conséquent, une croissance économique très réjouissante fut enregistrée en 2020 et 2021. Cependant, les goulets d'étranglement liés à la demande ont entraîné des pressions inflationnistes étonnamment persistantes. Avec la transition énergétique et la pénurie de main-d'œuvre qualifiée, d'autres facteurs de hausse des

² Voir «Un choc temporaire» publié en avril 2020 et disponible sur notre site: <https://www.albinkistler.ch/fr/documents>

prix ont également pris le devant de la scène. Dans ce contexte inflationniste, les banques centrales se voient contraintes de remettre en question leur politique monétaire particulièrement accommodante menée durant la pandémie. Au sein de la BNS, la question doit certainement également se poser quant au maintien du régime actuel des taux négatifs et dans quelle mesure faut-il encore combattre l'appréciation du franc.

En période de reprise économique, l'expérience montre que la pression structurelle sur le franc suisse est temporairement un peu moins forte. Par ailleurs, l'écart de taux d'intérêt entre la Suisse et la zone euro, dont la BNS a fait grand cas cette dernière décennie, s'est réduit à partir de 2020 : actuellement, la différence de rendement entre les emprunts à 10 ans de la Confédération et les obligations des pays de la zone euro ne s'élève désormais plus qu'à 0,5%. De 2014 à 2019, cette déviation oscillait encore entre 1% et 1,5%³. Quant aux créances à 2 ans, il n'y a même plus de différentiel.

Les taux d'inflation liés à la pénurie atteindront un pic mondial en 2022, diminueront quelque peu, puis se stabiliseront à un niveau plus élevé d'avant pandémie. Comme nous l'avons déjà évoqué, la crise énergétique et le manque de main-d'œuvre qualifiée ont un effet plus significatif sur les prix que précédemment. L'écart d'inflation actuellement élevé entre la Suisse et la zone euro va toutefois se réduire quelque peu.

Si la BNS souhaite retrouver son indépendance et s'affranchir de la politique monétaire de la Banque centrale européenne, les conditions sont réunies pour réduire progressivement le régime de taux négatifs qui prévaut : certes, nous n'aimons pas nous souvenir de la stupéfaction qui a accompagné l'abolition du taux plancher le 15 janvier 2015. Néanmoins, tant l'économie que les marchés financiers ont parfaitement surmonté cette décision. Par conséquent, la réduction progressive des taux d'intérêt négatifs ne devrait pas avoir d'impact à long terme : ce d'autant plus qu'une hausse du loyer de l'argent de 0,25% ou 0,50% ne saurait être comparée aux relèvements trop tardifs et plus marqués du début des années 1990 !

Perspective de l'investisseur

Quelles seraient les conséquences de la fin du régime des taux d'intérêt négatifs pour l'investisseur suisse ? Moins que prévu car les rendements obligataires helvétiques ont augmenté et le marché anticipe déjà à différents égards l'abandon du régime d'intérêts négatifs. Les cours des titres sensibles aux taux ont également corrigé depuis le début de l'année.

Un loyer de l'argent de 0% au lieu de -0,75% pour les taux court et de 0,75% au lieu de 0,25% pour les obligations à 10 ans ne devraient pas entraîner de fluctuations durables sur les marchés financiers. L'attractivité relative des valeurs réelles, tels que les actions et l'immobilier, par rapport aux obligations reste également intacte. Raison pour laquelle nous restons convaincus du potentiel des titres de participation d'entreprises de qualité soigneusement sélectionnées.

Si la BNS décidait d'abandonner les taux d'intérêt négatifs avant la Banque centrale européenne (BCE), il en résultera une pression à la hausse sur le franc suisse, similaire à la situation qui prévalait lors de l'abolition du cours plancher. Quand bien même ce scénario serait supportable pour nos investisseurs majoritairement exposés à notre monnaie, nous nous attendons plutôt à un timide attentisme de la part de la BNS.

Face à l'incertitude relative à la hausse des taux d'intérêt à l'échelle mondiale, il est d'autant plus important de se concentrer sur les entreprises et les débiteurs de qualité ainsi que de maintenir la part du franc suisse à un niveau élevé.

Benjamin Schoch

Responsable Asset Management

Les études paraissant périodiquement sont disponibles en téléchargement au format PDF sur le site Internet de Albin Kistler: www.albinkistler.ch/studien

³ Taux d'intérêt au comptant sur 10 ans selon le portail de données de la Banque nationale suisse <https://data.snb.ch>