

Gros plan sur un marché Obligations

Comment la BNS pourrait introduire des taux négatifs sans pénaliser les petits investisseurs

► **Politique monétaire** Outre des taux d'intérêt négatifs, la Confédération dispose de la possibilité de mettre en place des contrôles quantitatifs de capitaux afin de décourager les investisseurs étrangers à venir placer leur argent en Suisse



Nannette Hechler-Fayd'herbe*

Depuis l'introduction par la banque centrale danoise de taux d'intérêt négatifs sur les certificats de dépôt le 5 juillet 2012, un débat a émergé sur l'éventualité que la Banque nationale suisse (BNS) en fasse de même. Passage en revue des incitations éventuelles à l'instauration de taux négatifs par la BNS.

Dans des scénarios extrêmes, la BNS pourrait décider d'instaurer des taux d'intérêt négatifs et/ou Berne pourrait choisir d'imposer des contrôles de capitaux quantitatifs pour renforcer encore sa politique de change actuelle. Une telle action pourrait être motivée soit par l'introduction de taux d'intérêt négatifs par la Banque centrale européenne (BCE), soit par l'afflux massif de capitaux en Suisse dû, par exemple, à la sortie précipitée d'un pays de l'Union européenne monétaire. La différence

entre ces deux scénarios serait que, dans le premier cas, la pénalité négative pourrait être limitée de manière à évaluer ou à dépasser légèrement les taux de la BCE (0,25% à 1% annualisé, par exemple). Dans le second cas, des pénalités plus prohibitives pourraient être envisagées. La durée de ces taux négatifs dépendrait alors très largement des circonstances mais serait susceptible de se prolonger sur plusieurs mois au minimum, voire plus si nécessaire.

Pour mettre en place des taux d'intérêt légèrement négatifs, la BNS introduirait probablement un taux d'intérêt négatif sur les dépôts à vue (dépôts de virement) que les banques de compensation détiennent auprès de la BNS. Un contingent de comptes courants de virement à intérêt nul serait probablement mis en place, et les comptes au-delà de ce contingent seraient soumis à des taux d'intérêt négatifs (tout comme au Danemark, où le taux de compte courant pour les dépôts à vue reste nul, tandis que les certificats de dépôt sont soumis à des taux négatifs). Ce contingent devrait probablement être fonction du volume des transactions de paiement des différentes banques, de manière à éviter une concurrence déloyale induite par l'arbitrage entre les établissements.

rence déloyale induite par l'arbitrage entre les établissements.

Cela laisserait alors la possibilité aux banques de décider par elles-mêmes quelle proportion du taux d'intérêt négatif elles souhaiteraient répercuter sur leurs clients. Au Danemark, le taux négatif sur les certificats de dépôt n'a induit qu'un transfert limité aux clients des banques. En Suisse, les banques segmenteraient probablement leur base de clientèle et transfèreraient de manière sélective les taux d'intérêt négatifs selon leurs optimisations de bilan. Le marché interbancaire en serait directement affecté, et nous pourrions envisager dans ce cas de figure des valeurs négatives pour le Libor (ndlr: taux interbancaire). Les clients institutionnels (les compagnies d'assurance, par exemple) seraient touchés. Les investisseurs non professionnels ne seraient probablement pas concernés par des taux d'intérêt négatifs, car les banques ne prendraient pas le risque de les voir retirer purement et simplement leurs liquidités sous forme de billets de banque.

S'il devenait nécessaire d'imposer des taux d'intérêt négatifs substantiels, par exemple, à hauteur de 5% par trimestre ou plus, cela impliquerait probable-

ment un décret du gouvernement suisse. Non-résidents et résidents ne seraient pas affectés dans la même mesure (en l'occurrence, les non-résidents seraient plus touchés); toutefois, la libre circulation des personnes en Suisse et en Europe pourrait limiter l'efficacité d'une telle mesure. Par conséquent, nous tablons plutôt sur des taux d'intérêt négatifs prohibitifs applicables à n'importe quelle augmentation des positions en

Le rapport entre le bilan de la BNS et le PIB de la Suisse est depuis toujours plus élevé que celui aux Etats-Unis ou en Allemagne

francs au-delà d'un certain seuil dans les banques domiciliées en Suisse, avec des différences d'un segment de clientèle à l'autre. Les banques hors de Suisse ne seraient pas soumises à un tel décret mais pourraient se voir imputer des taux d'intérêt négatifs par leur banque de compensation suisse correspondante sur leurs positions en francs. Elles répercuteraient donc probable-

ment les taux d'intérêt négatifs sur les clients désireux d'ouvrir des comptes en francs hors de Suisse.

Outre les taux d'intérêt négatifs, des contrôles quantitatifs de capitaux pourraient être envisagés par Berne dans des cas extrêmes pour limiter les nouveaux afflux de capitaux en francs. Comme par le passé, ces mesures pourraient contenir des restrictions plus sévères pour les non-résidents en matière d'accès à la propriété en Suisse. Des mesures visant à limiter les opérations de change au comptant ou à terme pourraient être nécessaires pour empêcher le contournement des éventuels contrôles de capitaux; elles pourraient toutefois être difficiles à mettre en œuvre.

Quand l'expansion illimitée du bilan de la BNS devient-elle alors critiquable? Il n'existe aucune limite particulière au bilan d'une banque centrale. Le rapport entre le bilan de la BNS et le PIB de la Suisse est depuis toujours plus élevé que celui de la Fed ou de la Bundesbank par rapport à leurs PIB respectifs (ce qui s'explique probablement par la taille du secteur bancaire en Suisse). Par le passé, le bilan de la BNS s'élevait typiquement entre 20%-30% du PIB, tandis qu'aux

Etats-Unis et en Allemagne, il était d'environ 10%. Les banques centrales ayant toutes augmenté la taille de leur bilan depuis la crise financière, elles ont maintenant un bilan d'environ 20%-35% du PIB aux USA et en Europe, et de 60%-70% en Suisse. Un pourcentage élevé, mais qui laisse de la marge pour augmenter encore la taille du bilan et du ratio réserves de devises/PIB. Ainsi, des économies comme Singapour, Hongkong et Taïwan affichent des ratios de 80% à 120%.

Si la stabilité des prix en Suisse était fortement remise en question ou, en d'autres termes, si l'inflation dépassait les 2% à trois ans, par exemple, cela limiterait ou interromprait probablement la politique de change actuelle (et augmenterait par conséquent le bilan de la BNS et du ratio de devises). Dans de telles circonstances, la BNS envisagerait certainement de diminuer le plancher du couple EUR/CHF ou abandonnerait complètement sa politique de change sur l'EUR/CHF. Rien ne suggère toutefois une telle tendance à court ou moyen terme.

* Responsable de la recherche pour les marchés financiers chez Credit Suisse

Un expert pour comprendre Prévoyance

Chronique d'une hausse annoncée des taux d'intérêt

► **Fonds de pension** La question des taux bas préoccupe les professionnels du deuxième pilier depuis la crise financière de 2008. Tous s'accordent sur le fait que les taux remonteront un jour mais la question est de savoir quand et si cela se fera brutalement ou progressivement



Bruno Maumené*

Bien qu'inéluctable et attendue, la remontée maintes fois annoncée des taux effraie pourtant. En effet, la valeur de marché d'une obligation diminue en cas de hausse des taux pour une raison mécanique, puisque cette valeur résulte de l'actualisation à un taux supérieur (à ce qu'il était avant la hausse) de l'ensemble des cash-flows futurs (coupons et principal) qui lui sont attachés. Quand on considère en outre que la part obligataire est en moyenne de 35% dans les portefeuilles des caisses de pension helvétiques, on comprend pourquoi la perspective de pertes importantes n'enchantent guère leurs responsables. Ceci d'autant plus que le potentiel de hausse est important si l'on se réfère à l'évolution du rendement moyen du principal indice obligataire suisse, le Swiss Bond Index (SBI) AAA - BBB. Celui-ci était à fin juillet inférieur à 1% alors qu'il flirtait encore avec les 8% en 1992. Calculée depuis 1984, la valeur moyenne de ce taux se situe à hauteur de 3,9%. Or, les hausses de taux impactent négativement la valeur de l'indice. Cet effet est particulièrement bien identifiable dans le cas de l'indice de prix qui n'intè-

gre pas, à la différence de l'indice de performance, le réinvestissement des coupons échus.

Par ailleurs, on remarque également que depuis mi-2008, époque qui coïncide avec le début d'une phase d'activisme redoublé de la part des banques centrales, les obligations en francs suisses ont été un contributeur majeur à la performance, pourtant anémique, des portefeuilles des institutions de prévoyance. Leur valeur de marché telle que la reflète le SBI, qui regroupe quelque 1000 emprunts, s'est appréciée de plus de 20% depuis l'annonce de la

Les conditions actuelles du marché du crédit favorisent l'endettement à long terme des émetteurs d'emprunts

faillite de la banque d'investissement Lehman Brothers. Si cette classe d'actifs avait vu sa valeur stagner, voire décroître, durant cette même période, l'état du bilan technique des caisses de pension, mesuré par le degré de couverture technique, n'en serait que pire aujourd'hui.

Néanmoins, une hausse de taux à des effets ambivalents pour le détenteur d'un portefeuille obligataire, puisque les versements correspondant aux coupons échus, tout comme le remboursement du principal

lorsque les emprunts arrivent à maturité, peuvent être réinvestis à des taux plus rémunérateurs. La durée d'un portefeuille obligataire mesure, en années, la durée nécessaire pour que la baisse de la valeur de marché des obligations soit compensée par la rémunération supérieure des montants réinvestis. Dans le cas d'un portefeuille qui répliquerait passivement le SBI, la durée équivaldrait actuellement à six ans.

Dans un environnement de taux historiquement bas, une durée de l'ordre de six ans implique un risque de perte important pour les caisses de pension. Ceci d'autant plus que la durée a augmenté de près d'un an depuis mi-2009. Cette dernière tendance est vraisemblablement la conséquence du fait que les conditions actuelles du marché du crédit favorisent l'endettement à bon compte et à long terme des émetteurs d'emprunts. Pour contrecarrer cette tendance, la durée des portefeuilles obligataires d'un nombre significatif de caisses a été réduite, dans certains cas depuis 2009 déjà. Le coût d'opportunité d'une telle mesure (dans le cas d'une diminution drastique de moitié de la durée à trois ans) peut être évalué en se concentrant sur la performance des obligations correspondant aux tranches de maturité de l'indice inférieures à cinq ans. Depuis début 2009, le coût aurait été de l'ordre d'un tiers de la performance du SBI, soit environ 7%.

Cependant, le bilan d'une caisse de pension ne se limite bien évidemment pas à ses seuls actifs. Une hausse des taux a également un impact significatif sur l'évaluation de ses engagements, même si celui-ci n'apparaît pas dans son bilan technique. A la différence de ce qui vaut pour ses actifs liquides, il n'existe pas de marché sur lequel les engagements d'une caisse pourraient être échangés. Leur évaluation présuppose donc la formulation d'un certain nombre d'hypothèses. La Chambre suisse des actuaires-conseils a établi son taux d'intérêt technique de référence à 3,5% en septembre 2011.

Ce taux est revu d'année en année, mais comme il intègre, entre autres paramètres, la performance moyenne des caisses de pension durant les vingt dernières années qui précèdent sa fixation, il est relativement stable. C'est en recourant à ce taux qu'une institution de prévoyance actualise la valeur de ses prestations futures, le capital de prévoyance. Le ratio entre la valeur de marché de ses actifs et le capital de prévoyance d'une caisse de pension est son taux de couverture technique, qui est en Suisse l'indicateur le plus saillant de sa viabilité économique.

Alternativement, et comme c'est le cas par exemple en Grande-Bretagne pour les institutions publiques, le taux d'actualisation pourrait être un taux d'intérêt issu du marché. Comme le taux technique de référence actuel

s'écarte fortement du taux des emprunts à dix ans de la Confédération, qui oscille actuellement autour de 0,65%, une évaluation économique, et non plus technique, des engagements aurait pour conséquence d'en renchérir significativement la valeur. En Suisse, la volonté de proposer une alternative au taux technique s'est concrétisée par la création d'un indice, le Swiss Liability Index. Calculé mensuellement, il permet une évaluation économique du capital de prévoyance. A titre d'exemple, l'équivalent économique d'un taux technique de 100% était

Comme en Grande-Bretagne pour les institutions publiques, le taux d'actualisation pourrait être un taux issu du marché

pour une caisse de pension à la structure démographique typique de 94% à fin 2010. Une année plus tard, compte tenu d'une performance nulle des actifs de la Caisse, et d'une augmentation annuelle du capital de prévoyance de l'ordre de 3%, les deux ratios se sont dégradés pour tomber à 97%, respectivement 89%. L'écart entre les deux valeurs a fortement augmenté. La raison en est l'érosion continue des taux d'intérêt qui a contribué à la «revalorisation» du capital de prévoyance dans

l'approche de type économique alors qu'il est resté quasi constant dans l'approche de type technique.

Qu'en est-il maintenant d'une hausse des taux au regard des deux approches alternatives de la solvabilité d'une institution de prévoyance? Compte tenu du fait que la durée des engagements d'une caisse de pension typique est de cinq années supérieure à celle de leur portefeuille obligataire, il s'ensuivrait une diminution de l'écart entre taux économique et technique, ce qui est chose souhaitable puisque les deux ratios, sauf à n'être que de pures vues de l'esprit, devraient converger à terme. L'effet sur la fortune des caisses de pension serait certes toujours négatif, mais il serait plus que compensé par la «dévalorisation» des engagements dont le taux d'actualisation augmenterait.

En conclusion, le meilleur antidote à proposer à ceux qui redoutent encore les conséquences d'une hausse des taux pour leur caisse de pension reste de leur conseiller d'oublier momentanément leur taux de couverture technique pour se focaliser sur l'écart entre celui-ci et sa contrepartie économique.

* Fundo SA