

40 milliards de perte en deux jours pour les caisses de pension

La BNS capitule et lâche le taux plancher. La stupéfaction domine. Les pertes de changes et la chute des valeurs pour les IP suisses sont évaluées à 40 milliards de francs. L'immobilier sauve la mise.

Points clés

- La BNS abandonne la politique du taux plancher
- Le taux d'intérêt négatif est abaissé de -0.5%
- L'objectif du Libor à 3 mois est réduit de -0.5%
- Le pilotage du taux de change dépend désormais de la politique de taux négatifs
- La politique de taux négatifs sera virale
- Réaction : le nouveau taux de change d'équilibre se fixe 16% plus bas après avoir chuté de -34%
- La bourse suisse chute de -16%, anticipant une baisse de l'activité et des marges des sociétés
- La décision est précipitée par l'imminence du QE européen et révèle un manque d'anticipation
- Dilemme pour les investisseurs, les placements hors risques ont un rendement négatif
- L'immobilier profite de cette baisse des taux

La BNS surprend les marchés en abandonnant brutalement et sans vraie communication la politique du taux plancher à 1.20 contre euro

La banque nationale suisse (BNS) a annoncé jeudi 15 janvier dans une communication presque laconique un changement pourtant majeur de sa politique monétaire. Elle indiquait effectivement dans un court communiqué de presse sa décision de mettre un terme immédiatement à la politique du taux de change minimum de 1.20 franc contre euro, politique défendue pourtant avec force de commentaires - tous plus volontaristes les uns que les autres - depuis son introduction en 2011.

La BNS, qui affirmait encore au cours des derniers jours vouloir défendre ce taux plancher avec toute la détermination et les moyens nécessaires, opère ainsi un virage à 180 degrés, provoquant stupeur et incompréhension des milieux économiques et financiers.

Dans ce même communiqué, elle abaisse en même temps de -0.5% le taux d'intérêt négatif appliqué aux comptes de virement des banques auprès de son institution dépassant un certain montant exonéré, maintenant fixé à -0.5%.

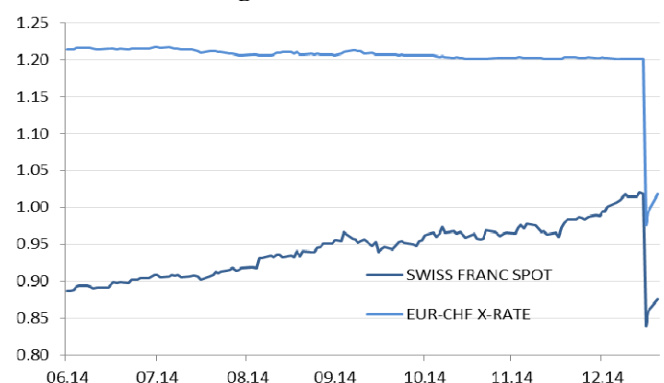
L'objectif de fluctuation du taux Libor à 3 mois est ainsi réduit de -0.5%, la nouvelle fourchette cible s'établissant à -1.25%/-0.25%.

Une décision qui renforce désormais la stratégie de taux d'intérêts négatifs introduite en décembre

Le pilotage du taux de change sera désormais presque exclusivement fonction de la politique de taux d'intérêt négatif, même si la BNS indique se laisser la liberté d'agir sur le marché des changes en intervenant au besoin directement.

Avant de voir les éventuels effets positifs de cette nouvelle stratégie d'affaiblissement du franc, les marchés financiers ont d'abord réagi en cherchant un nouvel équilibre pour la devise helvétique.

Taux de change CHF/EUR et CHF/USD



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

En quelques minutes seulement, le niveau plancher a cédé et le cours CHF/EUR a chuté de -34%, pour tomber l'espace de quelques instants à seulement 0.8 franc pour 1 euro. Après une volatilité sans précédent, le taux de change s'est ensuite stabilisé un peu en-dessous de la parité et se traite aujourd'hui à 1.01 franc pour 1 euro, soit une chute de -16%, qui correspond à peu près à la baisse enregistrée par l'euro contre dollar US entre mai 2014 et janvier 2015.

Le taux de change CHF/EUR, artificiellement maintenu stable pendant cette période, a donc subi un ajustement qui a eu pour effet induit de rééquilibrer le change Chf/USD d'autant.

Par cette action, la BNS a donc instantanément revalorisé le franc de plus de 15% tant contre la devise européenne que contre le dollar US. Avait-elle seulement envisagé une telle réaction ? A partir du 22 janvier, il est très probable que la politique de taux négatif devienne virale. Les banques devraient prochainement communiquer leur politique qui pourrait s'étendre aux institutionnels et peut-être plus largement aux clients privés détenant plus de 100'000.- francs en compte courant.

Les justifications de la BNS traduisent une action précipitée

La BNS justifie ce revirement de politique monétaire en indiquant que la situation de surévaluation du franc suisse n'est aujourd'hui plus aussi manifeste que lorsque cette politique a été introduite en 2011, qui correspondait à une période d'extrême instabilité et d'incertitude dans les marchés financiers. On peut effectivement considérer que l'instabilité était alors à son niveau maximum, mais au vu de la réaction des marchés suite à sa dernière décision, l'incertitude est bel et bien de retour, tant pour les marchés financiers que pour l'économie réelle, pour nos exportateurs, pour l'industrie du tourisme et pour nos institutions de prévoyance.

La BNS se voulait rassurante en indiquant à l'économie suisse que l'adoption de la politique de défense du taux de change à 1.20 avait certainement aidé l'industrie exportatrice suisse à s'ajuster dans de meilleures conditions à la compétition internationale. Son appréciation de l'efficacité de cette mesure nous semble tout d'abord trop optimiste, même s'il apparaît que la croissance du PIB suisse ait été supérieure à celle de la zone euro pendant toute la période 2011-2014 et que les exportations suisses ont continué leur progression en enregistrant des records en 2014 et des développements réjouissant avec les Etats-Unis notamment.

Nous ne pensons pourtant pas que ces deux raisons soient suffisantes pour justifier un changement de stratégie, en particulier si l'on considère que, de l'aveu même de la BNS, le franc suisse reste encore surévalué, d'autant plus encore après sa récente hausse de 15%.

Clairement, l'objectif de la politique de taux plancher devait initialement être de pousser le taux de change au-delà du niveau de 1.20 et de soutenir un rapprochement progressif du taux de change effectif de celui des parités de pouvoir d'achat (PPA). S'il est difficile de définir avec précision un niveau théorique approprié de PPA, relevons simplement que la BNS avouait encore récemment que le niveau d'équilibre était selon elle plutôt proche de 1.30. Manifestement, lorsque celle-ci considère désormais que la surévaluation s'est réduite, elle ne se réfère certainement plus exclusivement au taux de change euro/franc et préfère sans doute adopter une vision plus large de la valeur du franc incluant d'autres devises comme le dollar américain en particulier. Peu importe dès lors de savoir si la politique de défense du taux plancher contre euro a été, est, ou sera un succès. Ce qui compte pour l'économie suisse selon la BNS, c'est avant tout que le franc ait globalement perdu de sa force depuis 2011 et en particulier contre le dollar depuis le point d'inflexion atteint à 0.7076 le 9 août, soit une correction de -44% sur la base du taux de change observé de 1.02 franc pour 1 dollar le 14 janvier. Une dépréciation qui avait aussi atteint près de -15% depuis le 1^{er} janvier 2014 avant que la BNS n'annonce sa dernière décision. La BNS relève que les disparités entre les politiques monétaires menées dans les principales zones monétaires ont fortement augmenté ces derniers temps et pourraient encore s'accroître. L'euro s'est ainsi fortement affaibli contre dollar, conduisant de facto à une dépréciation du franc. La BNS en a conclu qu'il n'était plus justifié de maintenir le cours plancher.

L'abaissement à -0.75% du taux d'intérêt sur les comptes de virement et le nouvel objectif de -1.25% à -0.25% des taux Libor à 3 mois constitue une mesure de compensation à l'abandon de la politique de défense du taux de change.

La BNS laisse finalement entendre qu'elle restera attentive au marché des changes et qu'elle conservera sa capacité d'intervention en cas de besoin.

La véritable inquiétude de la BNS

Le communiqué de presse annonçant la décision de la BNS intervient au lendemain d'un avis favorable de l'avocat général de la Cour de justice européenne validant le programme de la BCE adopté en 2012 et qui ouvre plus

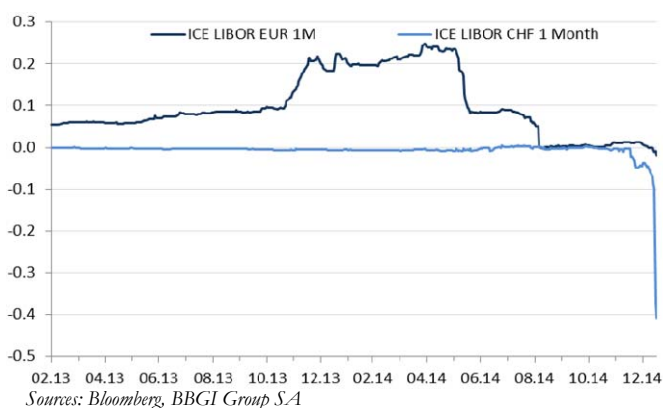
largement la voie à l'annonce par Mario Draghi des détails du QE européen massif attendue le 22 janvier.

La BNS a donc selon nous réagi rapidement à cet avis, rendant plus que jamais probable le lancement d'un nouveau QE européen tant attendu depuis l'été 2014 et dont les effets escomptés sur le taux de change de l'euro devraient être négatifs, tout au moins dans un premier temps.

La BNS a certainement craint que l'annonce de ce QE ne provoque de nouvelles vagues importantes de ventes d'euros qui l'obligerait à agir au risque de devoir faire « exploser » la taille de son bilan et de perdre sa crédibilité en ne pouvant défendre efficacement le taux plancher. Cette inquiétude nous semble effectivement justifiée, mais ce qui apparaît beaucoup plus surprenant c'est la précipitation des événements de ces derniers jours. Car en définitive, le QE européen semblait de plus en plus une évidence depuis des mois. Seule son ampleur reste encore à ce jour incertaine. Sur le principe, l'action de la BNS était déjà menacée depuis de nombreux mois par ce changement probable de politique monétaire européenne. Même la stratégie de taux d'intérêt négatif annoncée le 18 décembre en complément à la politique de taux plancher « renforcée » selon les mots de la BNS, ne faisait en réalité que suivre le mouvement observé sur les taux Libor en euro.

La BNS nous semble donc avoir agi en ce début d'année dans la précipitation en réalisant un peu trop tard et dans un manque criant d'anticipation qu'elle serait dès le 22 janvier certainement incapable de tenir ses engagements face à l'imminence d'un QE européen conséquent.

Taux Libor CHF et Euro (1 mois)



La BCE pourrait bien annoncer un QE massif le 22 janvier et provoquer un choc sur l'euro

Le 14 janvier, le Président de la BCE M. Mario Draghi relévit dans une interview avec le journal allemand Die Zeit que la BCE était désormais prête

à racheter des obligations gouvernementales européennes. Il annoncera le 22 janvier de nouvelles mesures de politique monétaire visant à affaiblir l'euro pour éviter une spirale déflationniste.

La récente décision de la Cour européenne de justice ayant avalisé la légalité du programme OMT (Outright Monetary Transaction) de rachat d'obligations, mis en œuvre pour sauver l'euro en 2012 renforce la position du Président de la BCE dans sa volonté d'appliquer encore plus largement en 2015 un nouveau plan de soutien. La Cour européenne de justice s'est exprimée par la voix de son avocat général M. Cruz Villalon en rappelant que la BCE devait avoir une large autonomie dans sa définition et mise en œuvre de sa politique monétaire et que la Cour de justice devait prendre toutes les précautions nécessaires pour juger l'action de la BCE. Il laisse ainsi la liberté et la compétence à la BCE de décider d'acquiescer de la dette gouvernementale d'Etat membre en indiquant que la distorsion que cette action pouvait provoquer dans les marchés était selon lui acceptable, tout en suggérant qu'il y avait certainement des limites à cette politique. L'avis de l'avocat général prendra sans doute plusieurs mois avant d'être éventuellement l'objet d'une décision finale de la Cour. Cet avis intervient cependant au bon moment pour le Président de la BCE dans le cadre de ses discussions avec les membres du Governing Council, visant à introduire un plan de soutien plus massif à l'économie européenne pour lutter notamment contre le risque de spirale déflationniste. Selon le Président de la BCE, bien qu'il y ait toujours quelques divergences entre les membres du Governing Council quant aux méthodes à utiliser, ceux-ci semblent déterminés à exécuter leur mandat, en rappelant qu'il n'y a pas un nombre illimité de solutions possibles. Mario Draghi a également reçu un soutien indirect du gouverneur de la Banque d'Angleterre qui relevait qu'un QE européen permettrait sans doute un retour de l'inflation dans la cible fixée par la BCE.

Mario Draghi devrait certainement annoncer un programme de rachat de dette gouvernementale de 550 milliards d'euros le 22 janvier.

Il devra alors convaincre de l'efficacité de ce plan pour revitaliser la croissance en Europe. Mais surtout, il n'y aura certainement pas beaucoup de marge pour une déception tant la situation s'est aggravée en Europe au cours des derniers mois. La récente chute des cours du brut constitue un élément positif pour la consommation en Europe également, mais elle anéantit en même temps les effets inflationnistes attendus de la chute de l'euro contre le dollar. Les réticences du président de la Bundesbank apparaissent de plus en plus dogmatiques alors que l'Europe enregistrait à nouveau un chiffre d'inflation négatif pour le mois de décembre. L'Allemagne devrait finalement accepter de laisser le président de la BCE conduire son action, lui qui rappelait justement

récemment que la BCE avait un mandat européen et que l'institution devait définir la politique monétaire appropriée au 19 membres de l'Union et pas seulement à un seul d'entre eux. Le plan attendu devra faire une large place aux rachats de dette gouvernementale et prévoir également la compensation des 200 milliards de prêts bancaires accordés pendant la crise européenne aux banques, qui arrivent prochainement à échéance. Mario Draghi annoncera peut-être une formule de partage des risques entre la BCE et les banques centrales des pays membres qui pourraient racheter elles-mêmes la dette de leurs pays à hauteur par exemple de 25% de la dette émise. Le consensus attend un QE de l'ordre de 550 milliards d'euros, ce qui laisse peu de marge de manœuvre à la BCE pour bien faire et surprendre positivement les marchés.

Impact sur les marchés financiers et changes

Une surprise positive de la BCE provoquera sans doute un choc psychologique favorable à la prise de risque et un retour des investisseurs sur les marchés actions européens, en anticipation du succès de cette nouvelle politique monétaire sur les perspectives de croissance.

L'euro pourrait rapidement ensuite bénéficier d'un repositionnement des investisseurs sur les actifs de la zone euro. Pour la Suisse, un tel mouvement affaiblirait certainement la demande de francs et contribuerait à créer les conditions d'une correction vers le niveau de 1.20 du taux de change CHF/EUR.



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

En ce qui concerne les actifs suisses, la politique de taux d'intérêt négatif de la BNS devrait être répercutée par les banques sur leur clientèle institutionnelle et peut-être privée dans certaines conditions. Les conséquences en matière d'allocation d'actifs pourraient s'avérer très importantes. Les institutions de prévoyance ont déjà vécu un longue période de rendement proche de zéro sur leurs placements à revenus fixes en francs suisses, elles pourraient désormais devoir faire face à des rendements négatifs certains sur leurs avoirs à court terme et en cash. Une situation exceptionnelle de nature à provoquer des changements de stratégie inattendus.

Les investisseurs institutionnels seront désormais contraints de perdre de l'argent sur leur fonds investis en francs suisses et seront ainsi indirectement poussés à détenir des liquidités en devises étrangères, ainsi qu'à prendre plus de risques en replaçant leurs liquidités en actions ou en immobilier.

Car les obligations à long terme servent désormais un rendement négatif, la Confédération à dix ans a vu son rendement chuter de 1% en octobre à -0.6% le 19 janvier.

Mais entre-temps, la décision de la BNS provoque un crash sur les avoirs des institutions de prévoyance estimé à -6%, soit plus de 40 milliards de perte en seulement deux jours.

Conclusion

La BNS découvre certainement avec surprise les effets dramatiques de sa politique.

Elle n'est pas totalement à court de cartouches pour corriger le tir, mais sa crédibilité est aujourd'hui attaquée de toutes parts.

Toutefois, l'appréciation du franc de +16% pourrait n'être que de courte durée en cas de succès du QE européen.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

BBGI Group
Rue Sigismond Thalberg no 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch