

La fin de l'îlot suisse des taux d'intérêt ?

Les taux d'intérêt réels des différents pays tendent à converger depuis une dizaine d'années. Le déclin se révèle toutefois moindre en Suisse et les titres libellés en francs restent attractifs malgré un rendement inférieur, dans un contexte d'incertitudes. *Philippe Bacchetta, Kenza Benhima, Jean-Paul Renne*

Abrégé Les taux d'intérêt suisses ont longtemps été très largement inférieurs à ceux des autres pays industrialisés. Cette spécificité s'est toutefois atténuée au cours de la dernière décennie, dans un contexte de baisse généralisée des taux d'intérêt nominaux et réels. En particulier, les taux d'intérêt réels suisses sont même légèrement plus élevés que les taux allemands depuis quelques années. Cela signifie-t-il que le franc est devenu moins attractif ? Une analyse suggère que ce n'est pas le cas : les investisseurs sont toujours prêts à acquérir des titres libellés en francs en dépit d'un rendement espéré qui demeure inférieur à celui des titres étrangers. Dans le contexte actuel, marqué par de multiples incertitudes, ce bonus de risque devrait continuer à contribuer à la faiblesse des taux obligataires.

Les taux d'intérêt négatifs en francs sont parmi les plus bas au monde. En fait, depuis la fin de la Deuxième Guerre mondiale, les taux d'intérêt nominaux et réels (c'est-à-dire corrigés de l'inflation) suisses étaient systématiquement les plus bas, ce qui a conduit à l'expression d'« îlot suisse des taux d'intérêt »¹. Le taux d'intérêt réel en Suisse a ainsi été inférieur en moyenne de 2,15 points de pourcentage à celui de l'Allemagne pour les obligations d'État à 10 ans entre 1945 et 2010². Ces taux d'intérêt réels bas étaient perçus comme l'un des grands avantages d'avoir sa propre monnaie et une politique monétaire indépendante, ce qui représentait un argument fondamental contre une éventuelle adoption de l'euro.

Pourtant, la situation a changé cette dernière décennie et la Suisse ne bénéficie plus de cet avantage de taux d'intérêt réels malgré des taux d'intérêt négatifs. De 2011 à début 2020, le taux d'intérêt réel suisse à 10 ans a été supérieur de 0,3 point de pourcentage au taux allemand, considéré comme « sûr » et par conséquent relativement bas (il sert d'ailleurs de référence pour les taux des autres pays de la zone euro).

Face à ce constat, le Secrétariat d'État à l'économie a commandé plusieurs études pour

mieux comprendre les causes et les effets de l'environnement de taux bas. Dans ce cadre, trois professeurs de la Faculté des Hautes études commerciales (HEC) de l'Université de Lausanne se sont penchés sur les raisons pour lesquelles les taux ont atteint des niveaux historiquement bas en Suisse³.

Le rôle croissant du taux d'intérêt « global »

Un coup d'œil à l'évolution des taux d'intérêt réels en Suisse et dans une sélection d'économies avancées montre une diminution généralisée des taux d'intérêt réels et une convergence de ces taux (voir *illustration*, p. 12). Ce déclin est associé en particulier au processus d'intégration financière qui a eu lieu ces dernières décennies. Cette convergence des taux rend particulièrement pertinente la notion de taux d'intérêt « global », que l'on peut mesurer comme la moyenne des taux réels à 10 ans de 16 pays industrialisés⁴.

Les différences entre les taux nationaux et le taux global s'amenuisent. Dans ces conditions de globalisation financière, il devient difficile, voire impossible, pour un pays développé d'être un îlot de taux d'intérêt : les taux suisses ne peuvent ainsi pas afficher des valeurs très inférieures aux autres, dès lors que l'ensemble des taux tendent à converger.

Le déclin des taux d'intérêt réels a été plus prononcé dans la plupart des autres pays qu'en Suisse. Il est difficile d'expliquer cette différence en se basant sur des facteurs fondamentaux comme des différences de comportement de l'épargne ou de l'investissement en Suisse. L'analyse économétrique des taux d'intérêt réels suisses montre que le taux d'intérêt global constitue le facteur principal expliquant la

1 Voir Baltensperger et Kugler (2017).

2 Les chiffres et les analyses mentionnés dans cet article sont fondés sur Bacchetta et al. (2021).

3 Bacchetta et al. (2021).

4 Allemagne, Australie, Belgique, Canada, Danemark, Espagne, Finlande, France, Royaume-Uni, Italie, Japon, Pays-Bas, Norvège, Portugal, Suède, États-Unis.



Dans un contexte de globalisation financière, les taux nationaux tendent à converger. Un courtier à la Bourse de New York.

baisse des taux d'intérêt suisses. En revanche, aucun effet significatif de facteurs locaux pouvant expliquer le déclin moindre pour la Suisse n'a été détecté.

Mais une explication naturelle de cette différence réside dans la limite à laquelle est confrontée la baisse des taux d'intérêt nominaux. En effet, les taux obligataires (c'est-à-dire les intérêts que rapportent les emprunts de l'État ou des entreprises) ne peuvent pas descendre beaucoup au-dessous de zéro dans la mesure où la monnaie fiduciaire procure un rendement nul. Les taux d'intérêt nominaux suisses étant initialement inférieurs à ceux de l'étranger, ils avaient donc moins de marge pour diminuer. De plus, comme l'inflation espérée est restée inférieure en Suisse, les taux réels suisses sont devenus supérieurs à ceux de certains autres pays, dont l'Allemagne.

Le franc est-il devenu moins attractif ?

La disparition du différentiel de taux d'intérêt réel suisse signifie-t-elle donc la disparition du « bonus de risque » du franc ? Non. En effet, le franc a typiquement été considéré comme une valeur refuge, ce qui explique pourquoi les investisseurs ont accepté de détenir des titres libellés en francs malgré un rendement moindre. Paradoxalement, ce bonus n'a pas disparu et a même augmenté. Ce n'est pas surprenant, car le

franc a renforcé sa fonction de valeur refuge lors de la crise de la dette de la zone euro, ce qui s'est reflété par sa forte appréciation. Si l'on consulte les enquêtes de prévision des taux de change, on observe d'une part que les rendements *espérés* en euros sont nettement supérieurs aux rendements *espérés* en francs, et d'autre part que cette différence (qui constitue une mesure du bonus de risque) a augmenté cette dernière décennie.

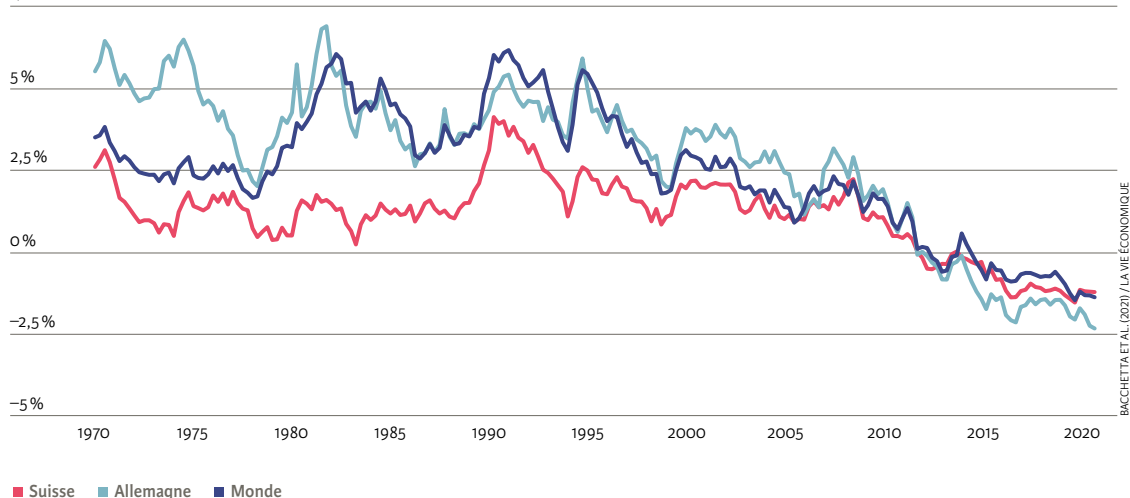
Dès lors, comment est-il possible d'avoir en même temps une attractivité croissante du franc et un taux d'intérêt réel plus élevé par rapport à l'Allemagne ? La réponse réside dans l'anticipation de dépréciation du franc : si les marchés anticipent une dépréciation du franc, les investisseurs doivent être récompensés par un taux réel supérieur en Suisse par rapport à l'Allemagne. On parle alors d'un différentiel de taux d'intérêt réels. La compensation ne sera toutefois que partielle, car les investisseurs sont prêts à accepter un rendement inférieur en francs. L'augmentation des anticipations de dépréciation résulte de la forte appréciation du franc, surtout après 2010. Elle fait plus que compenser l'augmentation du bonus de risque (voir *tableau*).

Recul relatif de la valeur accordée aux obligations suisses

Une autre raison permet encore d'expliquer que les taux réels sur les obligations d'État

Taux d'intérêt réels à 10 ans (1970–2020)

7,5 % Taux d'intérêt réel



BACCHETTA ET AL. (2021) / LA VIE ÉCONOMIQUE

Différentiel des taux d'intérêt réels à 10 ans des obligations d'État entre l'Allemagne et la Suisse

	1 ^{er} trimestre 1999 – 4 ^e trimestre 2009	1 ^{er} trimestre 2010 – 4 ^e trimestre 2020	Différence entre 2010–2020 et 1999–2009
Différentiel des taux réels	0,79	-1,08	-1,87
• Bonus de risque (différence entre les rendements espérés en euros et en francs)	1,34	2,45	1,11
• Dépréciation réelle anticipée du franc	-0,34	-3,09	-2,75
• Rendement d'opportunité (« convenience yield »)	-0,21	-0,44	-0,23

BACCHETTA ET AL. (2021), CONSENSUS ECONOMICS, JORDÀ ET AL. (2018),
REFINITIV, IMF INTERNATIONAL FINANCIAL STATISTICS, ICP

Différentiel des taux réels = bonus de risque - dépréciation réelle anticipée + rendement d'opportunité. Le bonus de risque et la dépréciation réelle anticipée sont calculés à partir des enquêtes de Consensus Economics.

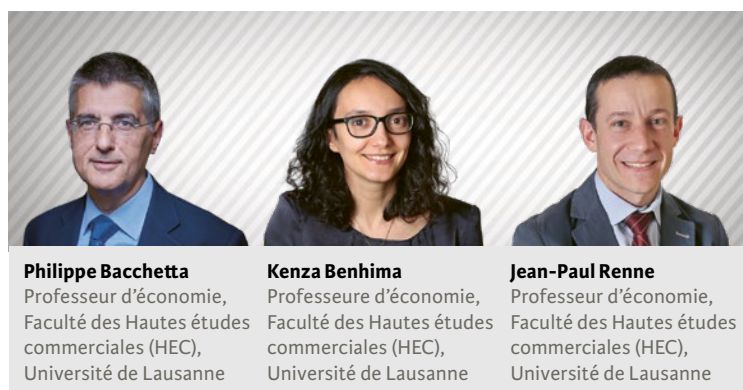
soient actuellement supérieurs en Suisse: le rendement d'opportunité (« convenience yield ») est inférieur sur les obligations suisses. Jiang, Krishnamurthy et Lustig⁵ définissent le rendement d'opportunité comme étant la valeur non pécuniaire que les investisseurs imputent à la sûreté et à la liquidité des obligations d'État. Or, un rendement d'opportunité plus faible justifie un taux d'intérêt plus élevé.

La baisse du rendement d'opportunité sur les obligations suisses par rapport aux obligations étrangères pourrait sembler surprenante étant donné le bonus de risque dont bénéficient les actifs suisses. Elle peut cependant s'expliquer si l'on considère que le rendement d'opportunité relatif résulte de l'offre et de la demande: les obligations les plus rares et les plus recherchées bénéficient dans ce cas d'un rendement plus élevé. L'analyse économétrique montre que les achats de bons du Trésor par les banques centrales étrangères (en réduisant l'offre disponible d'obligations étrangères) ainsi que les interventions de change de la Banque nationale suisse (en augmentant leur demande) peuvent avoir contribué à la baisse relative du rendement d'opportunité sur les obligations suisses. Autrement dit, la valeur

que les investisseurs accordent à ces dernières diminue par rapport aux autres obligations étrangères, devenues comparativement plus rares et demandées. Enfin, l'appréciation du franc, en augmentant l'offre des obligations suisses en monnaie étrangère, pourrait aussi être liée à cette baisse. La contribution du rendement d'opportunité au différentiel de taux est toutefois faible comparée à celle de la dépréciation anticipée du franc après 2010.

En résumé, les taux ont atteint des niveaux historiquement bas en Suisse dans un mouvement de convergence généralisée à la baisse. Cependant, par rapport à d'autres économies, le taux suisse n'est plus exceptionnellement bas. L'anticipation de dépréciation du franc et un rendement d'opportunité comparativement plus faible sur les obligations helvétiques contribuent à cette fin de « l'îlot suisse des taux d'intérêt ». Les placements en francs ont cependant continué d'attirer les investisseurs en raison du renforcement du statut de valeur refuge du franc. La situation ne devrait pas changer au vu des incertitudes actuelles.

5 Jiang et al. (2018).



Philippe Bacchetta
Professeur d'économie,
Faculté des Hautes études
commerciales (HEC),
Université de Lausanne

Kenza Benhima
Professeure d'économie,
Faculté des Hautes études
commerciales (HEC),
Université de Lausanne

Jean-Paul Renne
Professeur d'économie,
Faculté des Hautes études
commerciales (HEC),
Université de Lausanne

Bibliographie

- Bacchetta P., Benhima K. et Renne J.-P. (2021). « Understanding Swiss real interest rates in a financially globalized world ». *Grundlagen für die Wirtschaftspolitik*, N°25, Secrétariat d'État à l'économie, Berne.
- Baltensperger E. et Kugler P. (2017). *Swiss monetary history since the early 19th century*. Studies in Macroeconomic History. Cambridge University Press.
- Jiang, Krishnamurthy A. et Lustig H. (2018). « Foreign safe asset demand for US treasuries and the dollar ». *AEA Papers and Proceedings*, 108, 537–541.
- Jordà O., Schularick M. et Taylor A. M. (2015). « Leveraged bubbles ». *Journal of Monetary Economics*, 76 (S), 1–20.