

La grande bulle des banques centrales

DOMINICÉ+CO

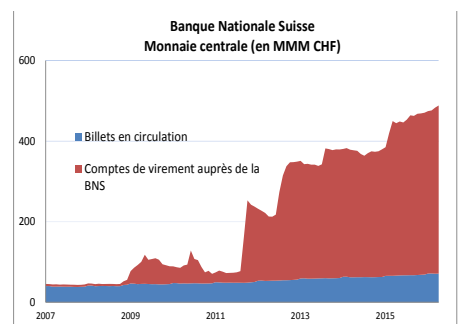
La politique des taux négatifs mise en place par la Banque Nationale Suisse depuis fin 2014 accompagne le mouvement d'expansion des bilans des grandes banques centrales. La BNS cherche à freiner l'expansion de son propre bilan qui atteint des proportions alarmantes car outre le risque de change qu'elle prend, elle court des risques de crédit sur ses actifs qui sont considérables par rapport aux capacités financières du pays.

Ni l'abandon du taux plancher contre l'euro, ni l'introduction des taux négatifs n'ont permis d'enrayer la dérive : le passif de la BNS s'est encore accru de 10% sur les 12 mois écoulés pour atteindre près de CHF 500 milliards, un niveau record (voir image). Le scénario le plus probable est que la Banque Centrale Européenne continue sa politique fortement expansive en dépit des critiques de plus en plus fréquentes que la stimulation monétaire n'a plus aucune efficacité et que les économies européennes devraient s'orienter vers des réformes structurelles. De son côté, la Réserve Fédérale devrait se montrer très timide dans son mouvement de hausse des taux. Qu'est-ce qui a changé dans le monde pour que des taux proches de zéro n'aient plus le même effet stimulant que dans les cycles précédents ? La réponse est à chercher dans une économie de moins en moins dépendante d'investissements

lourds en capitaux et de plus en plus orientée sur du savoir-faire. Seul l'investissement immobilier réagit de façon significative aux taux d'intérêt, ce qui ne suffit pas pour entraîner le reste de l'économie. En outre, une population vieillissante et une demande accrue de sécurité assurent un flux d'épargne abondant sur les marchés de capitaux et pèsent sur le niveau des taux d'intérêt réels. Enfin, la technologie de l'information et la mondialisation créent des pressions déflationnistes inédites. Les taux d'intérêt bas s'inscrivent donc avant tout dans une dynamique à long terme et il ne faut donc pas s'attendre à des hausses significatives. En Suisse, pour éviter que les taux négatifs n'entraînent une bulle immobilière, les autorités cherchent à segmenter le marché des capitaux en deux groupes, via un système où les taux négatifs ne s'appliquent aux banques qu'à partir de vingt fois les réserves obligatoires auprès de la BNS. Le premier groupe concerne les banques commerciales aux bilans importants, leur permettant d'échapper totalement aux taux négatifs, qu'ils n'appliquent donc pas à leurs déposants et qui n'accordent pas des prêts hypothécaires à des taux au-dessous d'un seuil leur permettant un certain niveau de marges. Le deuxième groupe est formé

par les banques de gestion de fortune aux bilans restreints et sans activités hypothécaires. Ce deuxième groupe subit de plein fouet les taux négatifs qui sont facturés aux clients. On peut donc considérer que le marché hypothécaire suisse bénéficie d'un coussin de sécurité en cas de hausse des taux, car la fin des taux négatifs ne devrait avoir aucun impact significatif sur les taux hypothécaires qui sont déjà construits sur une base de coût des dépôts à 0%.

Dans ce contexte, nous recommandons une stratégie d'emprunt qui consiste à privilégier les échéances courtes à taux très bas et à ne faire appel à des échéances plus longues que dans une perspective de contrôle de risque en fonction de la solidité de son bilan.



Légende : évolution des deux composantes de la base monétaire en Suisse ; Source : BNS

Michel Dominicé - Associé senior

La valeur finale en période de taux bas

Le calcul DCF divise la durée de vie de l'immeuble en une période de calcul, typiquement dix ans pour lesquels on détaille les entrées et sorties d'argent, suivie d'une période de durée indéterminée résumée par une valeur terminale inscrite à la fin de la période de calcul. Si la période de calcul compte 10 ans actualisés à 5%, la valeur terminale contribue pour 70% du résultat DCF.

Il faut donc l'estimer soigneusement. Ce découpage peut signifier soit (1) que l'investisseur compte bénéficier des cash-flows pendant dix ans puis revendre son immeuble, soit (2) qu'on simplifie le calcul en renonçant à détailler les cash-flows après dix ans. Dans le premier cas, la valeur terminale est un prix de sortie; dans le second, le résultat d'un calcul DCF simplifié qui serait réalisé à l'année 10. Ces deux interprétations convergent si

on peut admettre que la meilleure façon de déterminer le prix de sortie est par le calcul DCF simplifié correspondant à la deuxième interprétation, typiquement une valeur par capitalisation.

A y regarder de plus près, cette façon de faire n'est pas satisfaisante. Ni le prix de sortie, ni la valeur actuelle de 90% des cash-flows ne devrait être estimée par simple capitalisation. S'il s'agit juste de simplifier le calcul, alors cessons d'exagérer. On peut tracer une évolution plausible des différentes composantes des cash-flows sur la durée de vie économique de l'immeuble, donc étendre la période de calcul assez longtemps pour qu'il n'y ait plus besoin de valeur terminale. Cela permet de placer les investissements

périodiques de rénovation, de faire varier les taux de croissance des revenus et des charges et le taux d'intérêt, et d'imaginer qu'un jour le bâtiment ne vaut plus rien.

Si l'hypothèse est que l'investisseur revend après 10 ans, on doit prévoir le prix de marché à cet horizon. Exercice difficile, mais pas tellement plus que d'estimer la valeur vénale actuelle. On pourrait conclure que le prix de revente, évalué prudemment au vu des risques, est inférieur au prix actuel. Cela ne serait pas le résultat d'un calcul de valeur terminale utilisant un taux de capitalisation dépassant le taux d'actualisation mais d'une appréciation prudente de l'évolution du prix.

Prof. Philippe Thalmann, EPFL