

Embargo jusqu'au
24 octobre 2016, 18 h 15

Politique de taux d'intérêt négatifs: un état des lieux
Vereinigung Basler Ökonomen

Thomas J. Jordan

Président de la Direction générale*

Banque nationale suisse

Bâle, le 24 octobre 2016

© Banque nationale suisse, Zurich, 2016 (exposé donné en allemand)

* L'orateur remercie Christian Grisse pour sa contribution à la rédaction du présent exposé. Il remercie également Katrin Assenmacher, Simone Auer, Petra Gerlach, Carlos Lenz et les services linguistiques de la BNS.

Mesdames, Messieurs,

En janvier 2015, la Banque nationale suisse (BNS) a aboli le cours plancher pour l'euro et abaissé simultanément le taux d'intérêt sur les avoirs à vue détenus par les banques à la BNS, le fixant à $-0,75\%$. Aujourd'hui, presque deux ans plus tard, les taux à court terme, mais aussi les rendements des emprunts de la Confédération d'une durée de dix ans ou plus sont négatifs. De même, de nombreuses obligations émises en francs par des entreprises sont négociées avec des rendements négatifs.

Les taux négatifs sont fréquemment considérés comme n'étant pas naturels. Le fait de payer des intérêts sur des avoirs semble contraire à la logique des lois économiques. Les épargnants s'inquiètent pour leur capital, les banques, pour leur rentabilité, et les caisses de pensions, pour le respect de leurs engagements. En outre, des doutes subsistent quant à l'effet, visé par la Banque nationale, de l'application du taux d'intérêt négatif. Les taux négatifs sont incontestablement inhabituels. Ils représentent une inconnue et un défi considérable pour de nombreux acteurs de l'économie, en particulier pour les investisseurs.

La Banque nationale prend ces doutes très au sérieux. J'aimerais saisir l'occasion qui m'est donnée aujourd'hui de vous expliquer notre politique de taux négatifs. Dans un premier temps, j'exposerai les deux raisons pour lesquelles les taux d'intérêt sont bas ou même négatifs dans de nombreux pays. D'un côté, le niveau des taux d'intérêt d'équilibre a baissé, à l'échelle internationale, au cours des dernières décennies. De l'autre, depuis la crise financière, la politique monétaire est expansionniste dans le monde entier en raison du bas niveau de l'inflation et de la faible reprise économique.

En Suisse, où le niveau des taux est généralement bas, ces deux facteurs – la baisse à long terme du taux d'intérêt d'équilibre et la politique monétaire expansionniste à l'échelle mondiale – ont rendu le taux d'intérêt négatif indispensable afin de maintenir des conditions monétaires appropriées. En tant que petite économie ouverte, nous ne pouvons nous soustraire à un environnement de taux bas au niveau mondial.

Dans la deuxième partie de mon exposé, j'aborderai la question de l'efficacité d'une politique de taux d'intérêt négatifs. Comme le montrera le présent état des lieux, les lois économiques ne changent pas fondamentalement lorsque les taux deviennent négatifs. Compte tenu des conditions régnant dans notre pays, et si l'on considère le mode d'action de la politique monétaire, rien ne s'oppose à ce que le taux d'intérêt directeur descende au-dessous de zéro. En effet, sans le taux d'intérêt négatif, le franc se serait apprécié encore davantage, la croissance aurait chuté, le renchérissement aurait été encore plus bas, et le chômage aurait augmenté.

Toutefois, les phases de taux bas ou négatifs recèlent aussi des défis en matière de politique monétaire et des effets connexes d'ordre économique qui ne sauraient être négligés, et dont j'aimerais vous parler dans la troisième partie de mon exposé. J'insisterai sur le fait qu'une politique monétaire expansionniste n'est pas un remède miracle contre la faiblesse de la croissance dans les pays industrialisés. Seules des réformes structurelles et des adaptations au

niveau de l'économie réelle peuvent créer les conditions d'une reprise durable et, partant, d'une normalisation de la politique monétaire. La politique monétaire expansionniste peut, selon les circonstances, faciliter ces ajustements indispensables; elle ne peut les remplacer et ne doit pas non plus les retarder.

Avant d'aborder le mode d'action du taux d'intérêt négatif en Suisse, j'aimerais donner un éclairage sur le contexte international et montrer pourquoi les taux sont actuellement aussi bas dans le monde.

Le bas niveau des taux d'intérêt: un phénomène mondial

Le niveau actuellement très bas des taux d'intérêt est le résultat d'une évolution mondiale à long terme. Les taux baissent constamment depuis plus de vingt ans, et pas seulement depuis la crise financière. Le graphique 1 montre qu'en Suisse, en Allemagne et aux Etats-Unis, les rendements nominaux des obligations d'Etat d'une durée résiduelle de dix ans sont actuellement inférieurs de plus de six points à ceux observés en 1990.

Les taux d'intérêt nominaux s'inscrivent donc, aujourd'hui, à un niveau historiquement bas à l'échelle mondiale. Il faut toutefois distinguer les taux d'intérêt nominaux des taux d'intérêt réels, lesquels sont en définitive déterminants pour la plupart des décisions d'ordre économique. Les taux d'intérêt réels, et je tiens à préciser cet aspect uniquement pour une raison d'exhaustivité, correspondent, pour simplifier, aux taux nominaux corrigés de l'inflation¹. Le graphique 2 présente les taux d'intérêt réels à long terme en Suisse, en Allemagne et aux Etats-Unis, calculés ici en tant qu'écart entre le rendement nominal des obligations d'Etat à dix ans et le taux d'inflation observé. J'aimerais insister sur deux points. Premièrement, les taux d'intérêt réels sont certes momentanément négatifs en Suisse. Mais, dans une perspective historique, ils ne sont pas un phénomène complètement nouveau. Par exemple, les taux d'intérêt réels étaient également négatifs, dans notre pays, dans les années 1990. Secondement, ils ont diminué, au niveau mondial, durant les vingt dernières années.

Permettez-moi maintenant de vous parler brièvement d'un concept économique, le taux d'intérêt réel d'équilibre, qui joue un rôle important dans les discussions actuelles au sujet de la politique monétaire. Le taux d'intérêt réel d'équilibre n'est pas observable directement. Il est déterminé par des facteurs fondamentaux tels que les préférences temporelles et la pyramide des âges, qui définissent l'offre d'épargne et la demande d'investissements. La BNS pilote un taux d'intérêt nominal à court terme. Par contre, elle n'exerce qu'un effet indirect et temporaire sur les taux d'intérêt réels à long terme, qui sont déterminants pour les décisions en rapport avec les investissements. Les taux d'intérêt réels à long terme dépendent en premier lieu des décisions en matière d'épargne et d'investissements et, partant, des forces du marché.

¹ De fait, il existe deux définitions. Le taux d'intérêt réel *ex ante* résulte du taux nominal, déduction faite de l'inflation attendue. Le taux d'intérêt réel *ex post* résulte du taux nominal, déduction faite de l'inflation effective.

Si la banque centrale veut stimuler l'économie et augmenter l'inflation, elle abaisse son taux directeur. Etant donné que l'inflation ne réagit pas immédiatement, les taux d'intérêt réels passent temporairement au-dessous du taux d'intérêt d'équilibre. Il en résulte – toujours temporairement – une croissance et une inflation plus élevées. Si, inversement, la banque centrale veut réduire l'inflation, elle relève son taux directeur. J'ai utilisé à dessein le mot «temporairement», car si la politique monétaire visait à maintenir les taux d'intérêt réels en dessous du taux d'intérêt réel d'équilibre sur une longue période, l'inflation continuerait certes à augmenter, mais il n'en résulterait pas de croissance réelle durable. Au contraire, l'incertitude concernant l'évolution de l'inflation réduirait le potentiel de croissance. C'est l'une des raisons pour lesquelles les banques centrales ont pour tâche d'assurer la stabilité des prix. A cette fin, il faut que la politique monétaire fixe, à moyen terme, le taux directeur de telle sorte que, compte tenu du taux d'inflation visé, le niveau du taux d'intérêt réel corresponde à son niveau d'équilibre.

Le niveau du taux d'intérêt réel d'équilibre est vraisemblablement plus bas aujourd'hui qu'autrefois, comme l'atteste la baisse des taux d'intérêt réels, au niveau mondial, durant une longue période. Parmi les motifs invoqués pour cette baisse figurent le recul des investissements et l'augmentation de la propension à épargner, cette dernière étant imputable au vieillissement de la population. On peut mesurer le vieillissement de la population à l'aide du rapport de dépendance des personnes âgées, soit le rapport entre le nombre des retraités et la population en âge de travailler. Une population plus âgée présente ainsi un rapport de dépendance plus élevé. Le graphique 3 montre que le rapport de dépendance des personnes âgées augmente non seulement en Suisse, mais également dans de nombreux autres pays. Les retraités vivent de leurs économies. Une population vieillissante doit donc épargner davantage aujourd'hui pour pouvoir financer un certain niveau de consommation dans le futur. L'accroissement de l'offre d'épargne s'explique aussi par l'intégration de la Chine dans les marchés financiers mondiaux. En Chine, l'épargne est élevée du fait du vieillissement de la population et de la faiblesse du système public de retraite. Etant donné la situation économique actuelle, l'incertitude quant à l'évolution future dans certaines régions du monde pourrait avoir contribué elle aussi à un accroissement de l'offre d'épargne.

Alors même que la propension à épargner augmente, la disposition à investir pourrait avoir simultanément diminué. Cette évolution peut refléter de nouveau l'incertitude accrue concernant les conditions économiques futures, mais elle pourrait aussi s'expliquer par l'anticipation d'une croissance plus faible de la productivité. Par ailleurs, la société industrialisée se transforme en une société de services dont les besoins en capitaux pourraient s'avérer moins élevés.

Ces facteurs conduisent à une baisse du taux d'intérêt réel d'équilibre, qui est aujourd'hui relativement bas à l'échelle mondiale et, par conséquent, en Suisse également. Il faut mentionner aussi que la politique monétaire est expansionniste au niveau international du fait de la faiblesse indésirable de l'inflation et de la morosité de la conjoncture depuis la crise financière. La tendance à long terme d'une baisse des taux d'intérêt à l'échelle mondiale et la

politique monétaire expansionniste due à des facteurs cycliques ont donc entraîné des taux d'intérêt historiquement bas.

Canaux par lesquels le taux d'intérêt négatif déploie ses effets en Suisse

Quel que soit le taux d'intérêt d'équilibre, on peut se demander comment la politique monétaire agit lorsqu'elle applique un taux d'intérêt négatif. Ou, plus concrètement, par quels mécanismes une politique de taux d'intérêt négatifs stimule-t-elle l'inflation?

Vous vous souvenez peut-être avoir appris, lors de vos études, que la politique monétaire agit normalement par différents canaux de transmission. Dans une petite économie ouverte telle que la Suisse, le premier canal est celui des cours de change. Des taux d'intérêt plus bas – toutes choses étant égales par ailleurs – rendent le franc moins attrayant comme monnaie de placement. Le franc baisse, d'où un recul des prix des biens suisses à l'étranger puis une progression des exportations nettes. Cette évolution entraîne à son tour un accroissement du produit intérieur brut et une hausse de l'inflation. Une dépréciation du franc a également une influence directe sur le renchérissement, étant donné que les prix à l'importation augmentent.

Une baisse des taux d'intérêt exerce également ses effets par le canal du crédit. Pour simplifier, on peut dire que si la Banque nationale abaisse le taux d'intérêt à court terme, les taux d'intérêt à long terme se replient eux aussi. Les crédits deviennent moins chers, ce qui accroît les incitations à consommer et à investir. L'économie est relancée, et l'inflation augmente.

Le taux d'intérêt négatif a-t-il, en Suisse, l'effet attendu? J'aimerais parler d'abord de sa transmission par le canal des cours de change. Les taux d'intérêt ont toujours été plus bas en Suisse que dans la plupart des autres pays, notamment ceux de la zone euro. L'écart entre les taux d'intérêt en Suisse et à l'étranger reflète non seulement l'inflation plus faible, en moyenne, dans notre pays, mais aussi la stabilité politique et la crédibilité de notre politique monétaire. Les investisseurs sont prêts à détenir des placements en francs assortis de rendements plus bas. Le graphique 4 montre les taux d'intérêt déterminants pour la politique monétaire en Suisse et dans la zone euro. Depuis l'éclatement de la crise financière, l'écart entre taux suisses et étrangers s'est réduit progressivement et est même devenu négatif avec l'introduction, en juin 2014, du taux d'intérêt négatif dans la zone euro.

Compte tenu du cours plancher alors en vigueur entre le franc et l'euro, tout nouvel assouplissement de la politique monétaire de la BCE a accentué les pressions sur le franc. Le graphique 5 montre les cours en franc de l'euro (ligne bleue) et du dollar des Etats-Unis (ligne rouge). Au second semestre de 2014, l'euro s'est fortement et rapidement déprécié face à toutes les principales monnaies, si bien qu'il n'était plus possible de maintenir le cours plancher plus longtemps. Le volume des interventions qui auraient été nécessaires pour défendre le cours plancher pendant encore quelque temps risquait de devenir incontrôlable. Nous avons par conséquent adapté notre politique monétaire en janvier 2015. Après la suppression du cours plancher, le franc s'est apprécié presque autant que la plupart des autres monnaies par rapport à l'euro au cours des mois précédents.

Depuis la suppression du cours plancher, notre politique monétaire repose sur deux piliers: l'application d'un taux d'intérêt négatif de $-0,75\%$ aux avoirs à vue que les banques détiennent à la BNS et la disposition de la Banque nationale à intervenir au besoin sur le marché des changes. Le taux d'intérêt négatif appliqué en Suisse a rétabli, du moins partiellement, l'écart initial entre les taux d'intérêt et réduit ainsi les pressions sur le franc. Comme vous pouvez le constater sur le graphique 6, la valeur extérieure du franc a diminué graduellement, en termes réels, depuis le milieu de 2015. Le franc est resté très stable vis-à-vis de l'euro et du dollar, même pendant des périodes de plus forte volatilité sur les marchés, comme, par exemple, après le référendum sur le maintien du Royaume-Uni dans l'Union européenne (UE). Sans le taux d'intérêt négatif et notre disposition à intervenir sur les marchés, le franc se serait apprécié, la croissance aurait faibli, et l'inflation aurait encore fléchi.

L'impact du taux d'intérêt négatif sur le cours de change est décisif pour la Suisse, étant donné qu'elle est une petite économie ouverte, et que le commerce extérieur est très important pour sa performance économique. En 2015, les exportations ont contribué pour plus de 50% au produit intérieur brut, et les importations, pour environ 40%. Aussi les fluctuations du franc se répercutent-elles fortement sur la performance économique. Le franc reste nettement surévalué. Pour de nombreuses branches, la force du franc est un défi majeur. En outre, dans l'indice suisse des prix à la consommation, la part des biens et services importés est considérable. Depuis la crise financière, l'appréciation du franc a donc aussi influé directement sur le taux d'inflation. Ce taux a été négatif la plupart du temps ces cinq dernières années, comme l'illustre le graphique 7. Les biens importés ont contribué le plus fortement au bas niveau de l'inflation (barres rouges sur le graphique). La baisse des prix pétroliers (barres jaunes) a elle aussi joué un rôle à cet égard. Grâce à la stabilisation du cours de change, mais aussi des prix pétroliers, l'inflation a augmenté depuis fin 2015. Selon nos prévisions, elle devrait redevenir positive au cours des prochains trimestres.

J'en arrive maintenant au canal du crédit. Normalement, une baisse de taux décidée par la banque centrale devrait entraîner une diminution du niveau général des taux d'intérêt et une augmentation du volume des crédits. Les taux d'intérêt se sont-ils repliés en Suisse après l'introduction du taux négatif? Et comment le volume des crédits et les émissions d'emprunts ont-ils évolué?

Depuis que le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus par les banques à la BNS a passé à $-0,75\%$ en janvier 2015, les rendements des emprunts de la Confédération de longue durée ont reculé de plus d'un demi-point, comme le montre le graphique 8². Les taux d'intérêt des obligations d'entreprises (ligne rouge sur le graphique) ont eux aussi diminué sensiblement. Les coûts de financement des entreprises émettant des obligations sur le marché des capitaux ont ainsi fléchi. La tendance est un peu différente du côté des taux d'intérêt appliqués aux crédits bancaires. Comme l'illustre le graphique 9, ceux-ci ont commencé non

² Le 18 décembre 2014, la BNS a décidé d'appliquer un taux d'intérêt négatif de $-0,25\%$ aux avoirs en comptes de virement détenus à la BNS par les banques et les établissements financiers. Lors de la suppression du cours plancher, le taux d'intérêt a été abaissé à $-0,75\%$.

par baisser, mais par augmenter légèrement. De prime abord, cette évolution est surprenante, mais elle s'explique par le fait que les banques ont essayé de compenser le nouveau recul de leur marge d'intérêts par l'accroissement de leurs recettes dans le domaine des crédits.

Entre-temps, les taux d'intérêt des prêts hypothécaires se sont établis eux aussi légèrement en dessous de leur niveau d'avant l'introduction du taux d'intérêt négatif. On peut donc constater qu'une baisse du taux directeur dans la zone négative se répercute en principe sur les autres taux de la même manière qu'une baisse de taux dans la zone positive.

Bien que les taux d'intérêt aient fléchi, nous n'avons pas constaté, ces deux dernières années, de progression substantielle de la croissance des crédits bancaires. Le volume des crédits accordés aux entreprises et aux ménages a certes continué à augmenter, comme le montre le graphique 10, mais leur croissance a faibli. Cette évolution peut être observée notamment du côté des entreprises non financières du secteur privé. La situation est différente pour les entreprises qui peuvent se financer sur le marché des capitaux (voir graphique 11). Les entreprises non financières résidentes ont mis à profit le bas niveau des taux d'intérêt sur le marché des capitaux et émis davantage d'obligations depuis l'introduction du taux d'intérêt négatif.

On peut conclure à titre intermédiaire que le taux d'intérêt négatif agit principalement, en Suisse, par le canal des cours de change. Conjugué à notre disposition à intervenir sur le marché des changes, le taux négatif a contribué à ce que le franc ne s'apprécie pas davantage malgré une incertitude plus grande, comme par exemple après le référendum sur le maintien du Royaume-Uni dans l'UE. En outre, l'introduction du taux d'intérêt négatif a entraîné une baisse des rendements des obligations d'Etat et d'entreprises ainsi que des prêts hypothécaires. Toutefois, pour ces derniers, le recul a été moins marqué. Dans l'ensemble, les coûts de financement des ménages et des entreprises sont plus bas aujourd'hui qu'avant l'introduction du taux d'intérêt négatif. Avec le volume accru des emprunts et des obligations, cette baisse montre que le taux d'intérêt négatif a exercé également un certain effet par le canal du crédit, quand bien même les crédits bancaires n'ont pas augmenté autant que ce que l'on aurait été en droit d'attendre.

Les taux d'intérêt bas et leurs défis

Ainsi, le taux d'intérêt négatif a déployé en Suisse les effets visés. Toutefois, des taux d'intérêt bas comportent également des défis et entraînent éventuellement des effets connexes, ce dont je vais vous parler maintenant.

La communication représente un défi. A première vue, grever des avoirs semble défier la logique des lois économiques. Il ne paraît pas naturel, en effet, de devoir payer des intérêts sur des avoirs. Aussi la communication de la politique monétaire revêt-elle actuellement une importance toute particulière. Je viens de vous expliquer que les taux d'intérêt négatifs en Suisse sont la conséquence d'une baisse du taux d'intérêt d'équilibre et de la politique expansionniste que doit nécessairement mener la BNS du fait de l'environnement international.

En outre, le taux d'intérêt négatif pèse directement sur les banques et indirectement sur les caisses de pensions et les assurances vie, qui s'inquiètent pour leur rentabilité et le respect de leurs engagements. Comme je l'ai déjà mentionné, la Banque nationale prend ces craintes très au sérieux. Cependant, les défis auxquels les caisses de pensions sont actuellement confrontées ne découlent pas principalement de la politique monétaire. Ce qui est problématique, c'est bien davantage le fait que les caisses de pensions doivent obtenir des rendements qui ont été fixés en termes nominaux à une époque où le taux d'intérêt d'équilibre était plus élevé.

Le taux d'intérêt négatif constitue sans conteste une charge pour les banques, car elles doivent payer un intérêt sur les avoirs qu'elles détiennent à la BNS. Toutefois, la Banque nationale octroie des montants exonérés généreux, qui réduisent la charge effective que représente le taux d'intérêt négatif pour le secteur bancaire. Ces montants exonérés donnent aux banques une marge de manœuvre suffisante pour décider si elles répercuteront l'intérêt négatif sur leurs clients et, le cas échéant, dans quelle mesure elles le feront.

Sous l'angle de la stabilité financière, ce n'est pas le taux négatif en lui-même qui constitue un défi, mais, d'une manière plus générale, le bas niveau des taux d'intérêt. Il est possible que les taux bas incitent les investisseurs à prendre plus de risques, ce qui peut accentuer les déséquilibres sur les marchés hypothécaire et immobilier. Afin de réduire les risques qui en découlent pour la stabilité financière, la Suisse a adopté depuis 2012 diverses mesures, en particulier le volant anticyclique de fonds propres. Depuis lors, l'essor des marchés hypothécaire et immobilier a quelque peu faibli, mais le rythme de croissance des prêts hypothécaires continue à être plus soutenu que celui du produit intérieur brut. C'est pourquoi la Banque nationale analyse régulièrement la situation sur les marchés hypothécaire et immobilier.

En outre, un environnement de taux bas comporte aussi des défis dans le domaine de la politique monétaire. Le premier d'entre eux est la possibilité de détenir du numéraire. Comme je l'ai montré, le taux d'intérêt négatif de la BNS est un instrument de politique monétaire efficace. Mais jusqu'où les taux nominaux peuvent-ils descendre? Si la baisse des taux d'intérêt se poursuit, il devient, un jour ou l'autre, plus intéressant de détenir des liquidités que des avoirs à vue sur lesquels est prélevé un intérêt. Etant donné que la BNS n'a nullement l'intention de supprimer le numéraire, il en résulte une limite inférieure effective des taux d'intérêt, qui restreint la marge de manœuvre de la politique monétaire. Cette limite inférieure s'inscrit au-dessous de zéro, car la détention de numéraire est onéreuse et comporte des risques. Aussi certains sont-ils prêts à payer un montant donné pour détenir de la monnaie électronique. En Suisse, les coûts induits par le taux d'intérêt négatif appliqué aujourd'hui sont manifestement moins élevés que ceux liés à la détention d'espèces. C'est pourquoi la demande de numéraire n'a pas augmenté de manière considérable. La limite inférieure effective n'est donc pas atteinte, mais nous savons qu'elle existe.

Il existe un autre défi sur le plan de la politique monétaire: les effets expansionnistes sur la consommation et les investissements – effets qui sont dus au bas niveau des taux – peuvent

diminuer au fil du temps. Comme je l'ai déjà mentionné, depuis l'introduction du taux d'intérêt négatif, les banques ont en partie augmenté les taux d'intérêt appliqués aux crédits afin de compenser le recul de leurs marges d'intérêts. Le risque que des distorsions au sein du système bancaire compromettent la transmission du taux d'intérêt négatif via le canal du crédit est d'autant plus grand que l'environnement de taux d'intérêt bas s'inscrit dans la durée. De même, des taux bas sur les dépôts d'épargne auprès des banques et les craintes concernant les retraites incitent les ménages à économiser davantage pour atteindre le montant d'épargne visé. Par conséquent, on consomme moins au lieu de consommer plus, comme on s'y attendrait normalement en période de taux bas. Parallèlement, l'augmentation des fonds d'épargne entraîne de nouvelles baisses des taux d'intérêt. Cet effet se renforce lorsque les ménages anticipent une phase toujours plus longue de taux d'intérêt bas.

Malgré ces défis sur le plan de la politique monétaire et d'éventuels effets connexes, le taux d'intérêt négatif est indispensable en Suisse, dans le contexte actuel, étant donné la surévaluation du franc et le niveau bas des taux d'intérêt à l'échelle mondiale. Toutefois, les défis et les effets connexes montrent clairement aussi qu'il faudra, avec le temps, viser un retour de la politique monétaire à la normalité. Il faut donc se demander comment une telle normalisation pourra avoir lieu.

La politique monétaire actuelle dans le contexte international

Pour répondre à cette question, je souhaite présenter la politique monétaire actuelle dans le contexte international.

La BNS, mais aussi presque toutes les principales banques centrales mènent actuellement une politique monétaire de taux bas ou négatifs. En menant une politique courageuse et déterminée, elles ont certes pu empêcher que la crise financière mondiale ne débouche sur une seconde grande dépression. Toutefois, malgré la politique monétaire très expansionniste au niveau mondial, de nombreux grands pays industrialisés ont enregistré une reprise économique moins soutenue que prévu. En Suisse, l'évolution a été jusqu'ici relativement favorable. Mais, dans notre pays comme dans de nombreux autres Etats, l'inflation s'inscrit à un niveau plus bas que souhaité. Les dernières années ont clairement montré qu'une politique monétaire expansionniste n'est pas un remède miracle permettant de générer davantage de croissance dans les principaux pays industrialisés. Une politique monétaire expansionniste ne peut se substituer aux nécessaires mesures de politique structurelle et ne doit pas non plus les retarder.

La politique monétaire n'influe sur le potentiel de croissance économique que dans la mesure où la stabilité des prix réduit l'incertitude. En outre, la politique monétaire n'a, à long terme, aucun impact sur la croissance économique. Par conséquent, seules des mesures de politique structurelle peuvent améliorer les perspectives de croissance sur la durée. Ainsi, promouvoir la formation de même que la recherche et le développement permet d'accroître la productivité. De bonnes conditions-cadres soutiennent la croissance: assouplir les structures

du marché du travail, encourager la concurrence et veiller à la bonne exécution des contrats aident l'économie à devenir plus efficiente. Un système de retraite viable à long terme peut rassurer la population au sujet de sa prévoyance vieillesse et, partant, contrer une tendance excessive à épargner.

Si les principales économies parviennent, avec de telles réformes, à exercer une influence positive sur les attentes concernant les revenus et rendements futurs, la demande de consommation et d'investissements peut augmenter dès aujourd'hui à l'échelle mondiale. Des réformes structurelles dans les principales économies peuvent ainsi contribuer également à une normalisation du niveau des taux d'intérêt et de la politique monétaire dans tous les pays, y compris dans les petites économies ouvertes. Des mesures de politique structurelle qui conduisent à une plus forte augmentation de la productivité, à une plus faible propension à épargner et à une plus grande volonté d'investir relèvent, en principe, le taux d'intérêt d'équilibre. Dans l'hypothèse d'une politique monétaire inchangée, un tel relèvement du taux d'intérêt d'équilibre signifie que les conditions monétaires s'assoupliront, ce qui stimulerait davantage la reprise de l'économie mondiale et faciliterait la mise en œuvre de mesures de politique structurelle. Les banques centrales pourraient ensuite relever progressivement leurs taux directeurs, et, ce faisant, limiter les effets indésirables des intérêts bas ou négatifs.

Conclusion

Permettez-moi de récapituler mes propos sous forme de cinq messages-clés.

Je souhaite en premier lieu insister sur le fait que le bas niveau des taux d'intérêt est un phénomène mondial à long terme. Durant les vingt dernières années, les taux d'intérêt réels ont diminué constamment à l'échelle internationale. Il en a résulté une baisse du taux d'intérêt réel d'équilibre. Cette situation s'explique par l'évolution démographique et par un changement de comportement des consommateurs et des entreprises, avec, pour conséquence, une progression de l'offre d'épargne et un affaiblissement de la demande d'investissements.

Deuxièmement, en termes nominaux, les taux d'intérêt négatifs sont certes souvent ressentis comme n'étant pas naturels. Mais les lois économiques ne changent pas fondamentalement lorsque les taux s'inscrivent en dessous de zéro. En principe, une baisse du taux d'intérêt directeur dans la zone négative produit le même effet qu'une baisse de taux dans la zone positive. En Suisse, cet effet passe principalement par le canal des cours de change. Conjugué à la disposition de la Banque nationale à intervenir au besoin sur le marché des changes, le taux d'intérêt négatif a empêché une nouvelle appréciation du franc et, d'une manière générale, contribué à réduire les pressions sur notre monnaie.

Troisièmement, dans un environnement international de taux bas, il est nécessaire et judicieux d'appliquer en Suisse un taux d'intérêt négatif. Une petite économie ouverte comme la Suisse ne peut se soustraire à un environnement de taux d'intérêt bas au niveau mondial. Que se serait-il passé si la BNS n'avait pas introduit le taux d'intérêt négatif? Le franc se serait

apprécié encore davantage, la croissance se serait ralentie, l'inflation aurait encore fléchi, et le chômage aurait augmenté.

Quatrièmement, une phase de taux d'intérêt bas peut avoir des effets connexes indésirables, surtout si elle se prolonge. Parmi ceux-ci figure notamment la possibilité d'une thésaurisation de numéraire, laquelle restreint la marge de manœuvre en matière de politique monétaire. Mais des effets connexes indésirables, qu'on ne saurait sous-estimer, sont susceptibles de se produire aussi dans le domaine de la stabilité financière. Plus la phase de taux bas se prolonge, plus ces défis et ces effets connexes s'intensifient.

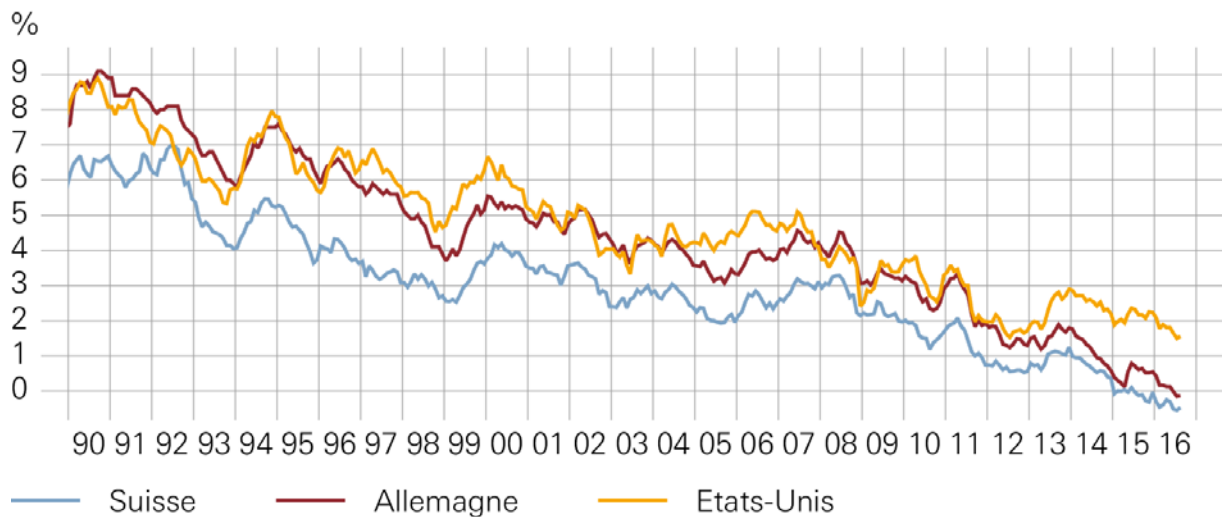
Cinquièmement, j'aimerais souligner dans ce contexte qu'un taux négatif ou, d'une manière plus générale, une politique monétaire expansionniste, ne constituent pas un remède miracle. Pour que l'économie mondiale se redresse durablement, des adaptations sur le plan de l'économie réelle restent nécessaires. Prendre des mesures de politique structurelle dans les principales économies peut créer les conditions pour que les taux d'intérêt d'équilibre augmentent de nouveau à l'échelle mondiale. Les banques centrales auraient dès lors la possibilité de relever progressivement les taux d'intérêt et de limiter les éventuels effets négatifs de la persistance des taux d'intérêt bas.

Je vous remercie de votre attention.

Graphique 1

TAUX D'INTÉRÊT NOMINAUX

Rendements des obligations d'Etat à 10 ans

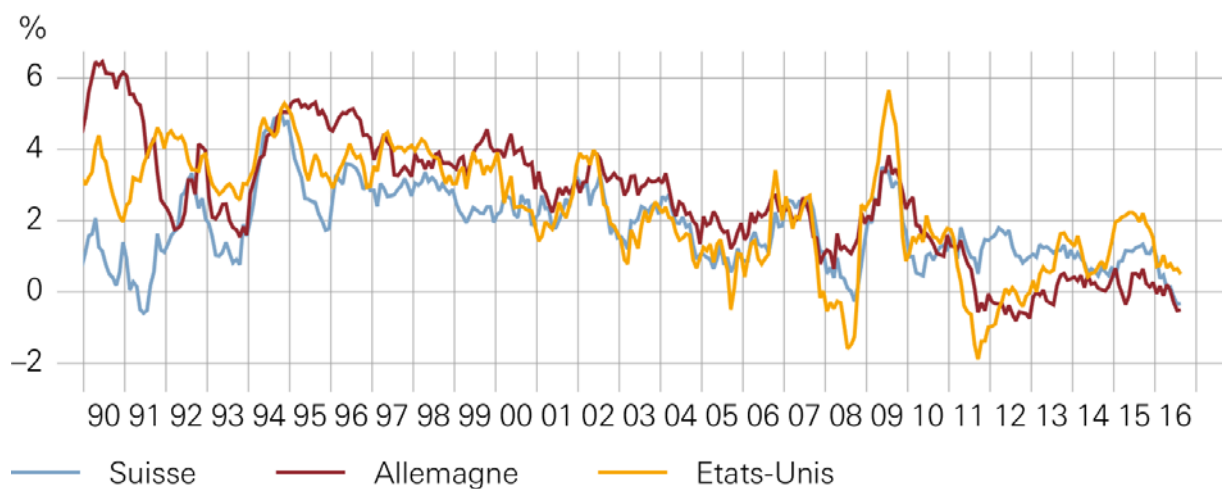


Source: OCDE.

Graphique 2

TAUX D'INTÉRÊT RÉELS

Rendements des obligations d'Etat à 10 ans, après déduction de l'inflation mesurée par les prix à la consommation

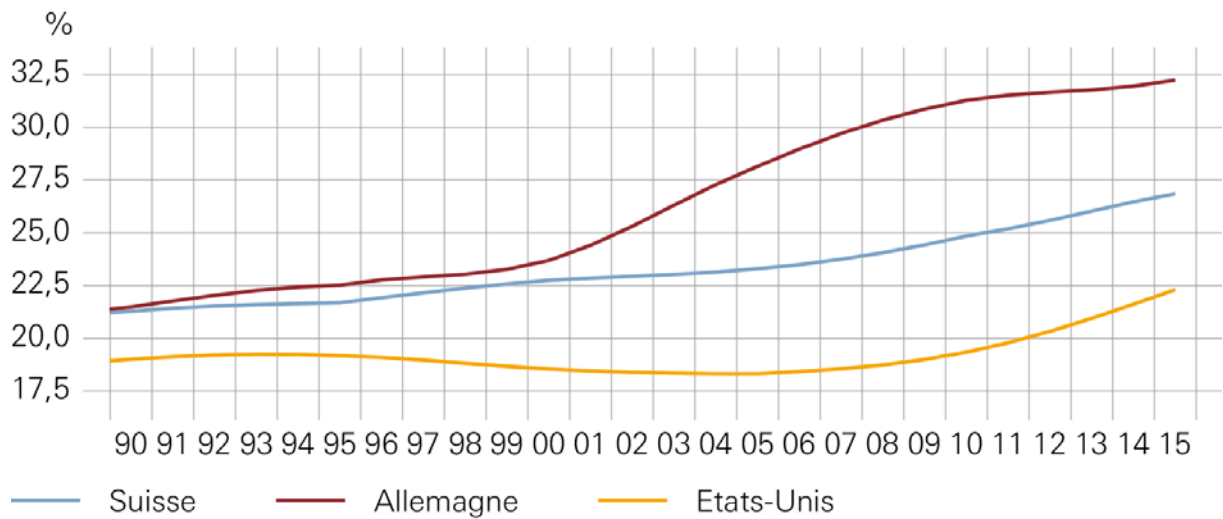


Source: OCDE.

Graphique 3

RAPPORT DE DÉPENDANCE DES PERSONNES ÂGÉES

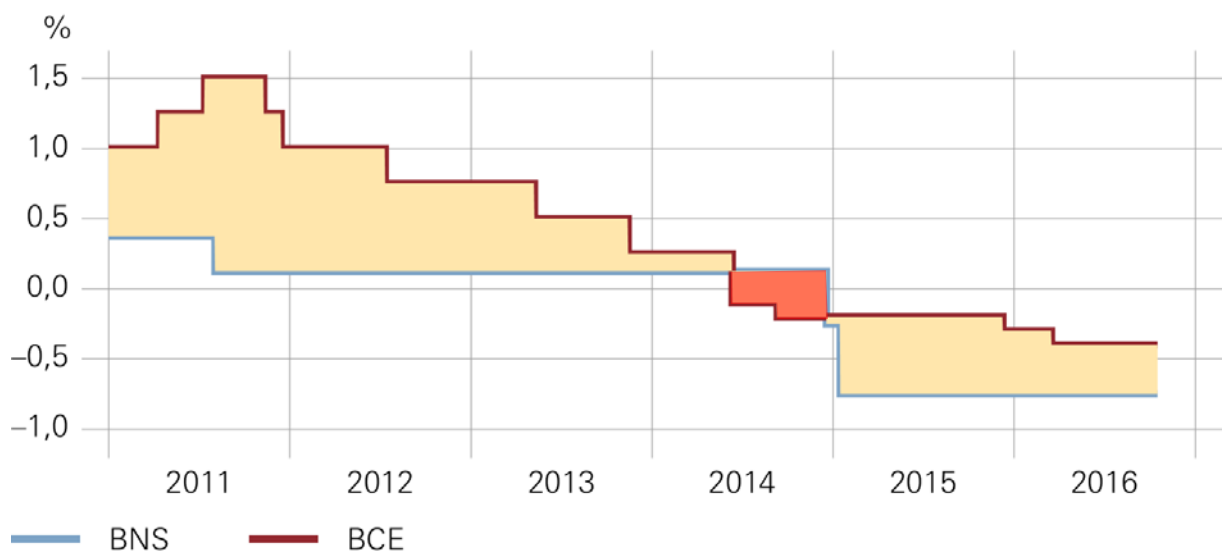
Personnes de plus de 64 ans, en % de la population en âge de travailler (de 15 à 64 ans)



Source: Banque mondiale WDI.

Graphique 4

TAUX D'INTÉRÊT DÉTERMINANT POUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE



Sources: Bloomberg et BNS.

Graphique 5

COURS DE CHANGE NOMINAUX

Cours de l'euro en CHF et en USD



Sources: BRI et BNS.

Graphique 6

COURS DE CHANGE EFFECTIF RÉEL DU FRANC

Pondéré par les exportations

Indice, décembre 2014 = 100

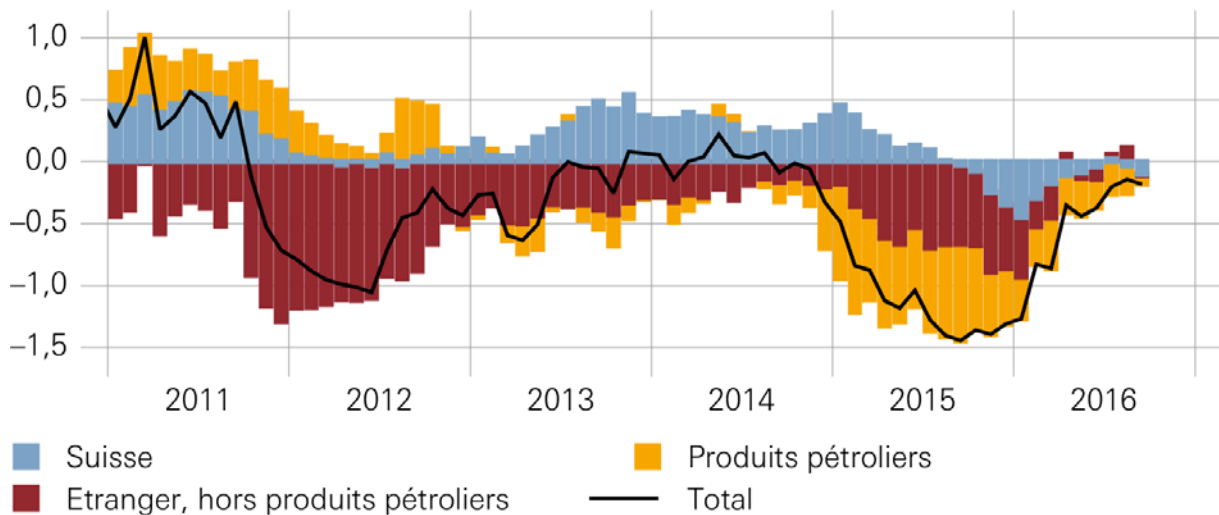


Source: BNS.

Graphique 7

INFLATION ET COMPOSANTES

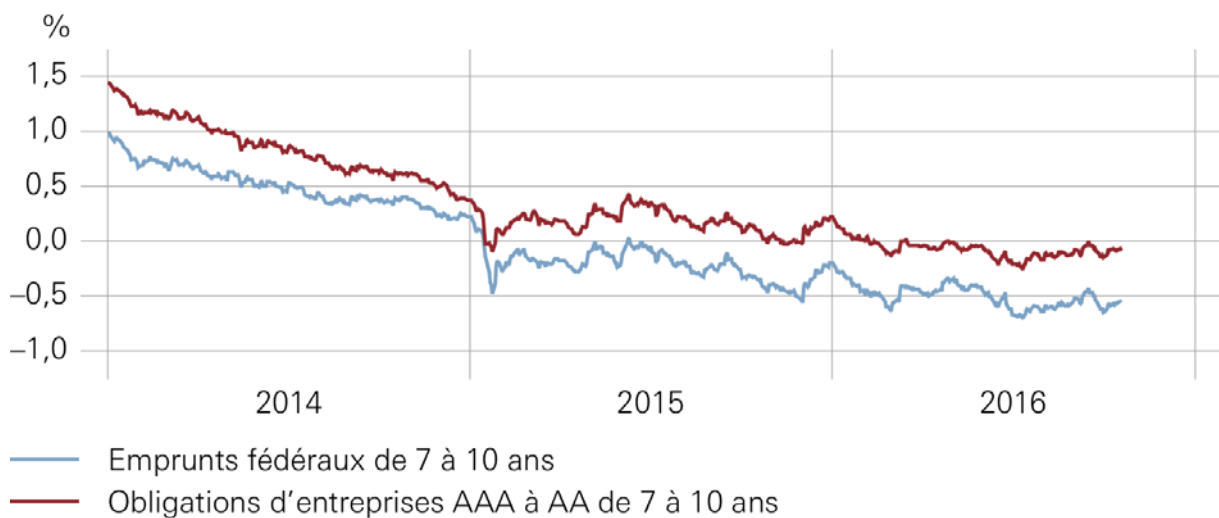
%, contribution des composantes en point



Sources: BNS et OFS.

Graphique 8

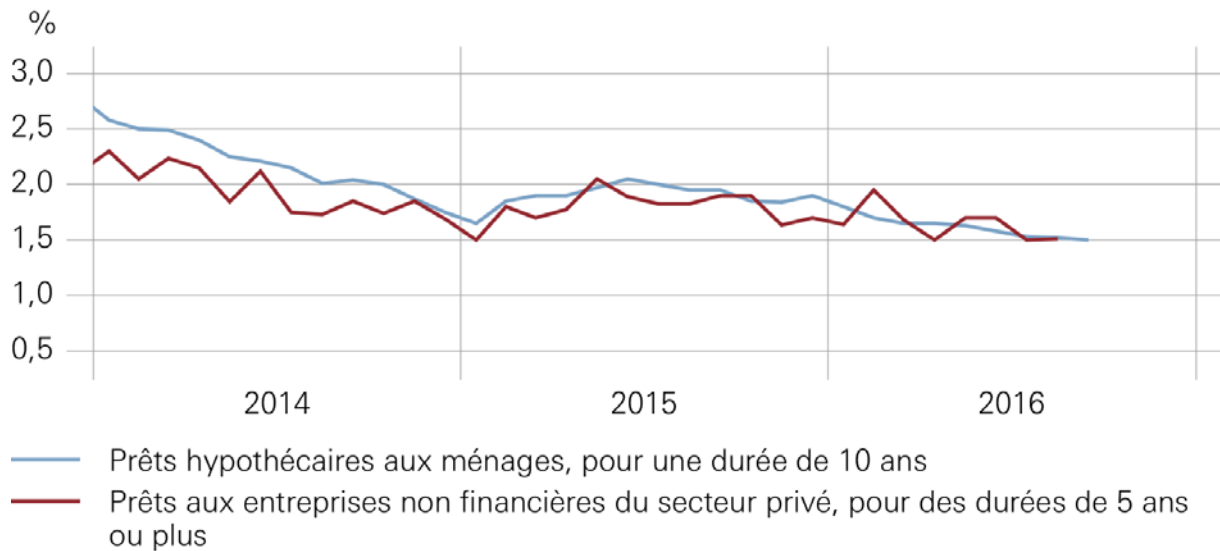
RENDEMENTS DES EMPRUNTS FÉDÉRAUX ET DES OBLIGATIONS D'ENTREPRISES



Source: Thomson Reuters Datastream.

Graphique 9

TAUX D'INTÉRÊT APPLIQUÉS AUX CRÉDITS

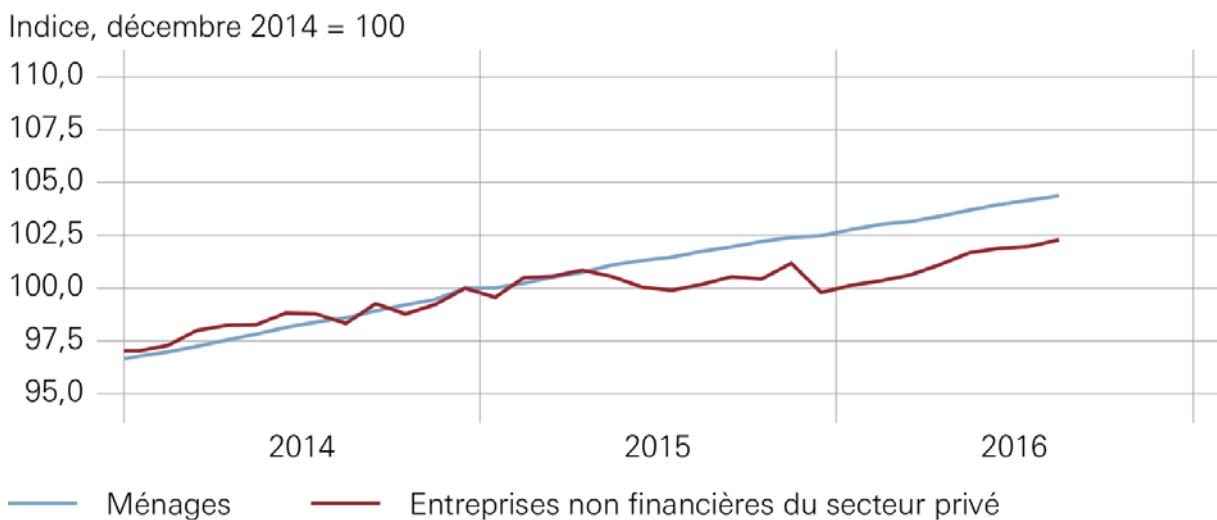


Source: Bloomberg, BNS.

Graphique 10

VOLUME DES CRÉDITS PAR SECTEURS

Prêts hypothécaires et autres prêts



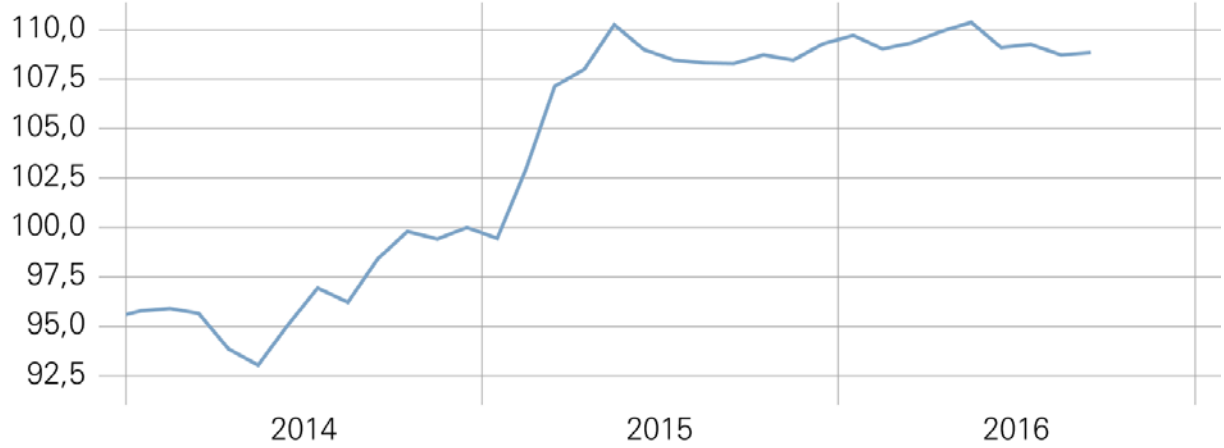
Source: BNS.

Graphique 11

OBLIGATIONS D'ENTREPRISES NON FINANCIÈRES EN CHF

Valeur nominale lors de l'émission

Indice, décembre 2014 = 100



Source: SIX.