

Embargo jusqu'au
17 novembre 2016, 18 h 30

Marchés financiers et mise en œuvre de la politique monétaire: un rapport en mutation

Apéritif «Marché monétaire»

Andréa M. Maechler

Membre de la Direction générale*
Banque nationale suisse
Genève, le 17 novembre 2016
© Banque nationale suisse, Zurich, 2016

* L'intervenante remercie Dirk Faltin et Martin Weder pour leur précieuse contribution à la rédaction du présent exposé. Ses remerciements vont également à Roman Baumann, à Oliver Gloede et à Marco Huwiler pour leurs commentaires pertinents, à Ramon Jud pour le traitement des données, ainsi qu'aux services linguistiques de la BNS pour la traduction.

Mesdames et Messieurs,

Je vous souhaite la bienvenue à l'Apéritif «Marché monétaire» de la Banque nationale suisse (BNS), qui se tient aujourd'hui à Genève. C'est avec plaisir que je vous accueille pour la deuxième fois à cette rencontre. L'année passée, mon discours portait essentiellement sur la politique monétaire. Aujourd'hui, j'aimerais mettre l'accent sur sa mise en œuvre via les marchés financiers.

Comme vous le savez, depuis le plus fort de la crise financière mondiale en 2008, les banques centrales des pays industrialisés ont considérablement élargi leurs instruments de politique monétaire. La manière dont elles agissent sur les marchés financiers a de ce fait connu une mutation. En temps normal, le taux d'intérêt déterminant pour le marché monétaire constitue le paramètre central pour la conduite de la politique monétaire. Ces dernières années, en recourant à des mesures non conventionnelles, les banques centrales ont également influé directement sur d'autres segments des marchés financiers. C'était pour elles le seul moyen de remplir leur mission dans une période difficile, et cela le reste encore aujourd'hui. Aussi les banques centrales s'intéressent-elles, aujourd'hui plus que jamais, aux développements sur les marchés financiers.

La Banque nationale a, elle aussi, acquis une expertise plus approfondie de ces marchés: elle a affiné ses instruments d'analyse et intensifié ses contacts avec les opérateurs. Je reviendrai sur cet aspect dans la deuxième partie de mon exposé. Pour commencer, j'aimerais donc parler de la manière dont les banques centrales ont élargi leurs instruments de politique monétaire et montrer la portée de ces derniers. Je conclurai par quelques considérations sur l'ampleur des changements induits par les mesures non conventionnelles de politique monétaire dans l'interaction entre politique monétaire et marchés financiers.

Transmission de la politique monétaire à l'aide d'un seul instrument

La politique monétaire agit en principe sur la conjoncture et l'évolution des prix par l'intermédiaire du système bancaire et des marchés financiers. Pour la mettre en œuvre, une banque centrale influence en effet de manière ciblée sur le prix de certains actifs financiers à l'aide de ses instruments de politique monétaire. Les impulsions de la politique monétaire sont ainsi transmises à l'économie via les marchés financiers. La stratégie opérationnelle de la politique monétaire détermine les instruments entrant en ligne de compte.

Avant la crise financière, c'est-à-dire jusqu'en 2007 environ, les banques centrales se montraient pratiquement unanimes sur ce qui constituait une stratégie opérationnelle fiable. Cette dernière devait être simple, claire et directe. Dans la pratique, la politique monétaire devait s'appuyer sur un seul instrument. En règle générale, il s'agissait d'un taux d'intérêt à court terme, géré plus ou moins directement par la banque centrale. La politique monétaire n'influeait alors qu'indirectement sur les autres cours des marchés financiers, dans la mesure où ces derniers dépendaient de l'évolution des taux d'intérêt à court terme.

En Suisse également, cette approche s'était imposée. Le **graphique 1** montre le mécanisme de transmission sur lequel reposait la stratégie traditionnelle de la politique monétaire de la BNS. Jusqu'au début de 2009, la Banque nationale pilotait uniquement le Libor à trois mois pour le franc de façon directe au moyen de ses opérations de politique monétaire. A partir de ce taux d'intérêt à court terme, les impulsions de la politique monétaire étaient transmises à l'économie par différents canaux, tels que le taux d'intérêt, le crédit, le cours de change ou le prix des actifs.

Elargissement des instruments de politique monétaire depuis la crise financière

La crise financière a modifié ce mécanisme. A partir de l'automne 2008, les banques centrales – dont la BNS – ont abaissé rapidement les taux d'intérêt à court terme à des niveaux historiquement bas, égaux ou presque à zéro. La politique monétaire conventionnelle semblait avoir atteint ses limites – du moins dans la perspective de l'époque. Mais les banques centrales ont ajouté de nouvelles cordes à leur arc. Ces mesures sont considérées comme non conventionnelles, car elles s'écartent de la stratégie opérationnelle habituelle et sont conçues pour des situations exceptionnelles.

Les mesures non conventionnelles peuvent être classées en deux catégories : les mesures de taux d'intérêt et les mesures d'extension du bilan. La politique non conventionnelle de taux d'intérêt comprend les taux d'intérêt négatifs ainsi que certaines formes de pilotage des anticipations relatives à l'évolution future des taux¹, plus connu sous le nom de *forward guidance*. Quant aux mesures d'extension du bilan, elles englobent notamment l'assouplissement quantitatif (*quantitative easing* ou QE), mais aussi les achats de devises².

Elargissement du champ d'action de la politique monétaire sur les marchés financiers

Les mesures non conventionnelles gardent pour objectif de garantir un cadre monétaire approprié dans les pays et les zones monétaires concernés. Par conséquent, elles ne changent rien au principe selon lequel la politique monétaire est axée en premier lieu sur le maintien de la stabilité des prix. Ce qui diffère, par contre, c'est la manière dont les impulsions de la politique monétaire sont transmises au système bancaire et aux marchés financiers. Par les mesures non conventionnelles, les banques centrales influent directement sur la formation des prix sur les marchés financiers sur lesquels elles opèrent. Ce constat vaut surtout pour les mesures d'extension du bilan. Mais permettez-moi de revenir d'abord sur la politique non conventionnelle de taux d'intérêt.

¹ La fixation à 0% des rendements des emprunts d'Etat japonais à dix ans, annoncée en septembre 2016 par la Banque du Japon, entre également dans cette catégorie. Une telle mesure est communément appelée *yield curve control* ou contrôle de la courbe des taux.

² Pour un inventaire exhaustif des mesures non conventionnelles de politique monétaire, voir Borio, C. et A. Zabai (2016), «Unconventional monetary policies: a re-appraisal», *BIS Working Papers*, n° 570, pp 2-9.

Renforcement des impulsions de la politique de taux d'intérêt

La *forward guidance* et les taux d'intérêt négatifs s'inscrivent dans le prolongement de la politique traditionnelle de taux d'intérêt. C'est ce que fait apparaître le **graphique 2**. Ces mesures ont pour but de renforcer la transmission de la politique monétaire. La *forward guidance* vise tout particulièrement à influencer sur les taux à moyen et à long terme en indiquant la tendance attendue pour les taux à court terme. Les banques centrales ont déjà eu recours à cet instrument par le passé³. Mais depuis la crise financière, certaines d'entre elles ont commencé à communiquer explicitement combien de temps les taux d'intérêt resteraient inchangés à un bas niveau, ou les conditions que l'économie devrait remplir avant une hausse des taux d'intérêt⁴.

En faisant passer certains taux directeurs sous la barre de zéro, les banques centrales ont réactivé l'instrument de taux d'intérêt. Quelques banques centrales ont introduit des taux d'intérêt négatifs conjointement aux mesures d'assouplissement quantitatif dans le but d'en renforcer les effets expansionnistes. Actuellement, plusieurs banques centrales, dont la Banque centrale européenne (BCE), la Banque du Japon et la BNS, ont recours à cet instrument. Toutefois, les conditions et les modalités d'application diffèrent. Le taux d'intérêt négatif appliqué par la BNS a pour objectif premier de maintenir l'écart de taux traditionnel avec l'étranger afin de rendre les placements en francs moins attractifs. L'impact de ce taux négatif augmente dès que la Banque nationale injecte des liquidités supplémentaires en francs dans le système bancaire, notamment dans le cas de nouvelles interventions sur le marché des changes. Par conséquent, la détermination de la BNS à poursuivre au besoin ces interventions et le taux d'intérêt négatif se renforcent mutuellement et déploient les effets souhaités. Il n'en demeure pas moins qu'en dépit de ces mesures, le franc reste fortement surévalué.

Les mesures d'extension du bilan renforcent le rôle des banques centrales sur les marchés financiers

J'en viens à présent aux mesures d'extension du bilan. En prenant de telles mesures, une banque centrale devient elle-même un acteur important sur les marchés financiers. En effet, par ses mesures d'assouplissement quantitatif, elle acquiert souvent des emprunts d'Etat à moyen ou à long terme dans l'intention de réduire les taux d'intérêt correspondants⁵. En plus des obligations d'Etat, quelques banques centrales ont également inclus d'autres catégories de titres dans leur programme d'achat, notamment des titres adossés à des actifs (*asset backed securities*), des titres de créance gagés (lettres de gage, *covered bonds*) et des obligations d'entreprises. Dans le cas de la Banque du Japon, les achats de titres portent en outre sur

³ La BNS publie une prévision d'inflation conditionnelle, qui peut également influencer sur les anticipations des acteurs des marchés financiers et que l'on peut donc aussi considérer comme une forme de *forward guidance*.

⁴ Filardo, A. et Boris Hofmann (2014), «Forward guidance at the zero lower bound», *BIS Quarterly Review*, mars 2014.

⁵ La Réserve fédérale américaine, la BCE, la Banque d'Angleterre et la Banque du Japon ont également lancé de tels programmes d'achats de titres. En Suisse, on peut considérer comme des mesures d'assouplissement quantitatif les achats d'obligations en francs de la BNS en 2009 ainsi que les pensions de titres et les swaps de change conclus en août 2011, qui portaient sur de grands volumes.

certaines catégories d'actions⁶ et sur des parts de fonds de placement immobiliers. Le **graphique 3** montre comment un programme d'assouplissement quantitatif agit directement sur différents marchés financiers.

L'effet des programmes d'assouplissement quantitatif sur les rendements des obligations d'Etat à dix ans est illustré par le **graphique 4**. Ce dernier résume les résultats de 24 études ayant analysé les répercussions des programmes de la Réserve fédérale américaine, de la BCE, de la Banque d'Angleterre et de la Banque du Japon⁷. Les barres bleues indiquent la fourchette des estimations, et les losanges rouges correspondent à la valeur médiane. On constate que les programmes d'assouplissement quantitatif ont probablement fait baisser de plus d'un demi-point les taux des emprunts d'Etat à dix ans, et ce indépendamment des zones monétaires considérées.

J'en arrive ainsi aux interventions des banques centrales sur le marché des changes. Le cours de change représente un paramètre important pour une petite économie ouverte comme la Suisse, et à plus forte raison pour la politique monétaire. Mais la BNS n'a effectué que de rares interventions sur ce marché pendant les décennies précédentes, et pour des montants relativement modestes. Le mois de mars 2009 a marqué un tournant. La BNS a alors commencé à acheter de grandes quantités de devises afin de contrer l'appréciation excessive du franc et d'empêcher un durcissement inopportun des conditions monétaires en Suisse. Et chacun sait que nous continuons à recourir à cet instrument. Notre disposition à intervenir au besoin sur le marché des changes constitue, avec le taux d'intérêt négatif, l'un des deux piliers de notre politique monétaire actuelle.

Permettez-moi de tirer ici une première conclusion: grâce au recours massif à des mesures non conventionnelles, la politique monétaire a élargi considérablement son champ d'action sur les marchés financiers. On lui reconnaît une influence déterminante sur l'évolution des prix de certains actifs financiers. Si une telle influence permet de mieux atteindre les objectifs de politique monétaire, elle est naturellement tout à fait souhaitable du point de vue de la banque centrale. En fin de compte, toutes les mesures de politique monétaire visent à assurer une transmission efficace des impulsions de la politique monétaire à l'économie. Ceci est d'autant plus important dans le contexte exceptionnel de ces dernières années, caractérisé par une reprise économique fragile à l'échelle mondiale⁸.

⁶ Il s'agit de fonds indiciels négociés en Bourse (*exchange traded funds*, ETF) qui reproduisent la composition du TOPIX, du Nikkei-225 ou du JPX-Nikkei 400.

⁷ Andrade et al. (2016), «The ECB's asset purchase programme: an early assessment», *ECB Working Paper Series*, n° 1856, septembre 2016.

⁸ Une étude du Fonds monétaire international (FMI) montre ainsi que les mesures non conventionnelles prises par la Réserve fédérale américaine au plus fort de la crise ont contribué de façon déterminante à l'apaisement des marchés. Voir Roache, S.K. et Marina V. Rousset (2013), «Unconventional Monetary Policy and Asset Price Risk», *IMF Working Paper*, WP/13/190, août 2013.

Implications pour la mise en œuvre de la politique monétaire

Les mesures non conventionnelles ont rendu la mise en œuvre de la politique monétaire beaucoup plus complexe⁹, pour la Banque nationale également. Il était avant tout nécessaire d'approfondir notre connaissance du marché et d'affiner nos instruments d'analyse dans certains domaines. Ces dernières années, nous avons fait de grands efforts dans ce sens. Permettez-moi d'en donner quelques exemples concrets.

Application du taux d'intérêt négatif – Les défis

Tout d'abord, je désire faire quelques remarques concernant l'application du taux d'intérêt négatif. Comme vous le savez, la Banque nationale prélève, depuis le début de 2015, un intérêt de 0,75% sur les avoirs à vue que détiennent à la BNS les banques et d'autres intervenants sur les marchés financiers. L'application du taux négatif a nécessité de relever plusieurs défis. J'aimerais brièvement en mentionner trois. Premièrement, le taux d'intérêt ne peut être abaissé dans la zone négative à volonté. A partir d'un certain niveau, il se heurte à une limite inférieure, qui dépend, entre autres, du coût de la détention de numéraire. Quant à savoir où se situe cette limite, il est difficile de le déterminer exactement. Nous considérons qu'il nous reste une certaine marge de manœuvre pour abaisser encore, si nécessaire, le taux d'intérêt.

Deuxièmement, la transmission du taux d'intérêt négatif au système financier et à l'économie présente certaines particularités. L'expérience nous a montré que les répercussions d'une variation du taux d'intérêt sur les marchés monétaire et des capitaux sont pratiquement identiques dans la zone négative et dans la zone positive. Le marché des pensions de titres est un excellent exemple à cet égard, car il continue à fonctionner parfaitement. Dans le système bancaire, par contre, la transmission du taux d'intérêt négatif est hétérogène. Etant donné que les taux d'intérêt appliqués aux dépôts bancaires restent pour la plupart aux environs de zéro, les taux des crédits, en particulier ceux qui sont pratiqués sur le marché hypothécaire, ont reculé moins fortement que les taux d'intérêt sur les marchés monétaire et des capitaux. Du point de vue de la Banque nationale, cette transmission incomplète sur les taux d'intérêt appliqués aux crédits est positive dans le contexte actuel. Les risques pour la stabilité financière d'un environnement de taux durablement bas ne se sont pas accrus sensiblement depuis l'introduction du taux d'intérêt négatif. Ces exemples montrent qu'il est important d'avoir une bonne compréhension de comment le taux d'intérêt négatif se transmet au travers des marchés financiers. C'est pourquoi nous avons étendu nos analyses dans ce domaine, et entretenons des contacts réguliers avec les principaux intervenants sur les marchés.

Pour ce qui est des répercussions du taux d'intérêt négatif sur les investisseurs, nous constatons – troisièmement – que tous n'ont pas la même disposition à prendre des risques. Les placements en Suisse sont manifestement les plus recherchés. Les mouvements

⁹ Pour de plus amples informations sur les leçons tirées de la crise financière et les recommandations concernant la future stratégie de politique monétaire, voir U. Bindseil, «Evaluating monetary policy operational frameworks», exposé présenté lors de l'Economic Symposium de la Réserve fédérale de Kansas City, Jackson Hole, août 2016.

internationaux de capitaux nous montrent que l'aversion au risque demeure marquée chez les investisseurs suisses. Les excédents de la balance des transactions courantes enregistrés par l'économie sont aujourd'hui convertis en grande partie en francs plutôt qu'investis comme auparavant à l'étranger, ce qui contribue considérablement à la force du franc. Du point de vue de la politique monétaire, il serait préférable que les gros investisseurs soient à nouveau disposés à prendre davantage de risques.

Le marché des changes sur le devant de la scène

J'en viens maintenant au marché des changes. Comme je l'ai mentionné tout à l'heure, la BNS a commencé en 2009 à acheter en grande quantité des devises contre des francs. Aussi portons-nous un vif intérêt au marché des changes. Nous sommes présents sur ce marché à tout moment. Cela représente un défi particulier. Car le marché des changes s'est mondialisé, et le négoce a lieu 24 heures sur 24. Il va de soi que nous avons renforcé nos capacités et élargi notre savoir-faire dans ce domaine.

Mais nous n'en sommes pas restés là; les changements sont bien plus profonds. Pour simplifier, l'importance accrue de l'instrument des cours de change a contraint la BNS à rattraper en un court laps de temps les mutations structurelles de plusieurs décennies. Je pense avant tout à l'introduction du négoce électronique. Comme vous le savez peut-être, les opérations au comptant et les swaps de devises sont entre-temps en majorité effectuées sur des plates-formes électroniques. Depuis 2010, nous exécutons nos opérations sur devises presque exclusivement sur de telles plates-formes.

De pair avec le négoce électronique, la cadence et la transparence ont augmenté sur le marché des changes. La diffusion en temps réel des prix permet par exemple aux intervenants sur les marchés de s'enquérir exactement du prix et de l'environnement du marché avant de conclure une opération. Pour tenir compte de ces changements, nous effectuons nos opérations et mettons en œuvre nos stratégies de négoce à l'aide d'une technologie de pointe. Le négoce électronique offre en outre des avantages pour l'analyse *ex post* des opérations. Nous pouvons ainsi retracer exactement les opérations qui nous intéressent sur le marché des changes, mieux comprendre leurs effets et adapter, au besoin, notre manière d'agir.

Dans l'ensemble, le marché des changes est nettement moins centralisé de nos jours, et les acteurs sont plus hétérogènes que dans le passé. Par conséquent, le nombre et la diversité des contacts nécessaires à une bonne compréhension du marché des changes et de la demande de francs, ont augmenté. De concert avec d'autres banques centrales, nous œuvrons également pour l'élaboration de règles internationales applicables au marché des changes. Dans le cadre de la table ronde Swiss FX Market Roundtable, de nombreux opérateurs sur les marchés ont collaboré, avec la BNS, à l'établissement d'un code de conduite mondial pour le marché des changes. J'aimerais profiter de cette occasion pour remercier les participants de leurs précieuses contributions.

Interdépendance à plus long terme entre la politique monétaire et les marchés financiers

Mesdames et Messieurs, j'en arrive maintenant à la dernière partie de mon exposé, dans laquelle j'aimerais aborder certains aspects de l'interdépendance à plus long terme entre la politique monétaire et les marchés financiers. Les mesures de politique monétaire permettent aux banques centrales d'influer sur les cours des marchés financiers. De nombreuses études ont tenté de déterminer si cet impact est plus grand de nos jours que dans le passé.

Dans tous les cas, nous observons que certains rapports et corrélations typiques se sont modifiés ces dernières années sur les marchés financiers. Ce graphique illustre mes propos (**voir graphique 5**). Il montre la dispersion des corrélations entre les prix de sept catégories de placements, dont les actions, les obligations d'Etat, les obligations d'entreprises et les matières premières. Les barres bleues indiquent la dispersion de 2000 à 2007, soit pendant la période de politique monétaire conventionnelle qui a précédé la crise financière. Les barres rouges montrent la dispersion depuis 2010. Il ressort clairement de ce graphique que la corrélation entre les prix des actifs a fortement augmenté depuis 2010.

Différentes raisons expliquent l'accroissement de cette corrélation au niveau mondial. L'une des principales causes consiste probablement dans le haut degré de mondialisation des marchés monétaire et des capitaux et dans la convergence de plus en plus marquée de l'évolution de la conjoncture et des prix à l'échelle internationale. Les mesures de politique monétaire non conventionnelles y ont vraisemblablement contribué, et notamment les programmes étendus d'assouplissement quantitatif, qui ont provoqué une hausse simultanée des cours des actions et des obligations. En effet, les vastes programmes d'achat de titres entraînent une baisse des taux d'intérêt et réduisent l'offre d'actifs sans risque. Cette situation incite à son tour les investisseurs à préférer, pour leurs portefeuilles, des catégories de placements plus risquées, comme les actions. Cet effet est souhaitable pour la transmission de la politique monétaire¹⁰. En définitive, la hausse des prix des actifs devrait stimuler la consommation et les investissements ainsi que les prix à la consommation.

Dans ce contexte, il est légitime de se demander dans quelle mesure la progression des cours des actions peut toujours servir d'indicateur conjoncturel reflétant les perspectives de bénéfice. Intuitivement, il paraît évident que les bénéfices des entreprises et les cours boursiers enregistrent – du moins à long terme – une évolution parallèle et, par conséquent, qu'ils affichent une corrélation positive. Depuis quelques temps, nous observons toutefois une corrélation négative: alors que les bénéfices réalisés et les perspectives bénéficiaires ont reculé, les cours boursiers ont atteint par moments de nouveaux sommets, comme l'indiquent les lignes jaunes dans ce graphique (**graphique 6**). La ligne bleue montre l'indice américain des actions S&P 500 et la ligne rouge, les perspectives bénéficiaires par action pour les douze prochains mois.

¹⁰ De plus, des taux d'intérêt plus bas entraînent une hausse des cours boursiers en réduisant le taux d'actualisation pour les dividendes futurs.

D'aucuns conclurent de ces observations que certains cours des marchés financiers se sont totalement détachés de l'économie réelle et qu'ils ne dépendent plus que de la politique monétaire. Parfois, des nouvelles plus mauvaises que prévu provenant de l'économie s'avèrent ainsi être de bonnes nouvelles pour les marchés des actions, car les investisseurs pensent que des données étonnamment mauvaises laissent présager le maintien d'une politique monétaire expansionniste.

Toutefois, la fréquence de ce phénomène n'a pas sensiblement augmenté depuis la crise financière. C'est ce que fait apparaître le graphique suivant (**graphique 7**). Ce dernier indique, d'une part, les écarts entre les postes nouvellement créés par mois aux Etats-Unis (hors agriculture) et les attentes des opérateurs sur les marchés et, d'autre part, les réactions qui ont immédiatement suivi sur le marché des actions. L'axe des abscisses montre les écarts, en milliers d'emplois, entre les attentes et les chiffres publiés concernant le marché du travail. L'axe des ordonnées correspond à la réaction du marché boursier. Le graphique de gauche se réfère à la reprise entre 2001 et 2007 et celui de droite, à la reprise entre 2009 et 2016. Le quadrant en haut à gauche est celui qui nous intéresse. Il indique la part des cas où des données plus mauvaises que prévu concernant le marché du travail aux Etats-Unis ont donné lieu à des réactions positives du marché des actions. Avant la crise financière, de telles réactions atypiques du marché se sont présentées dans 22% des cas; depuis 2009, elles se sont produites dans 23% des cas. Il ne s'agit donc pas d'une augmentation substantielle.

Conclusion

Mesdames et Messieurs, j'en arrive ainsi à la fin de mon exposé. La politique non conventionnelle pose plusieurs défis pour la mise en œuvre de notre politique monétaire. En partant du taux d'intérêt négatif et des interventions de la BNS sur le marché des changes, j'ai mis en évidence l'importance de mener des analyses exhaustives dans ce domaine et de saisir la grande complexité des mécanismes en jeu.

Avec la politique monétaire non conventionnelle, le champ d'action des banques centrales et leur influence sur les marchés financiers se sont accrus. J'aimerais le souligner une fois de plus: cette évolution est souhaitable, car elle renforce la transmission des impulsions de la politique monétaire à la conjoncture et à l'inflation.

Il n'est pas possible de quantifier de manière précise les effets de cette activité accrue des banques centrales sur les prix et les corrélations des actifs financiers. Il n'en demeure pas moins que les cours des marchés financiers continuent à refléter les attentes des investisseurs en ce qui concerne l'évolution future de l'économie et de l'inflation.

Je vous remercie de votre attention et cède la parole à mon collègue Dewet Moser.

Marchés financiers et mise en œuvre de la politique monétaire: un rapport en mutation

Andréa M. Maechler

Membre de la Direction générale de la Banque nationale suisse

Apéritif «Marché monétaire»

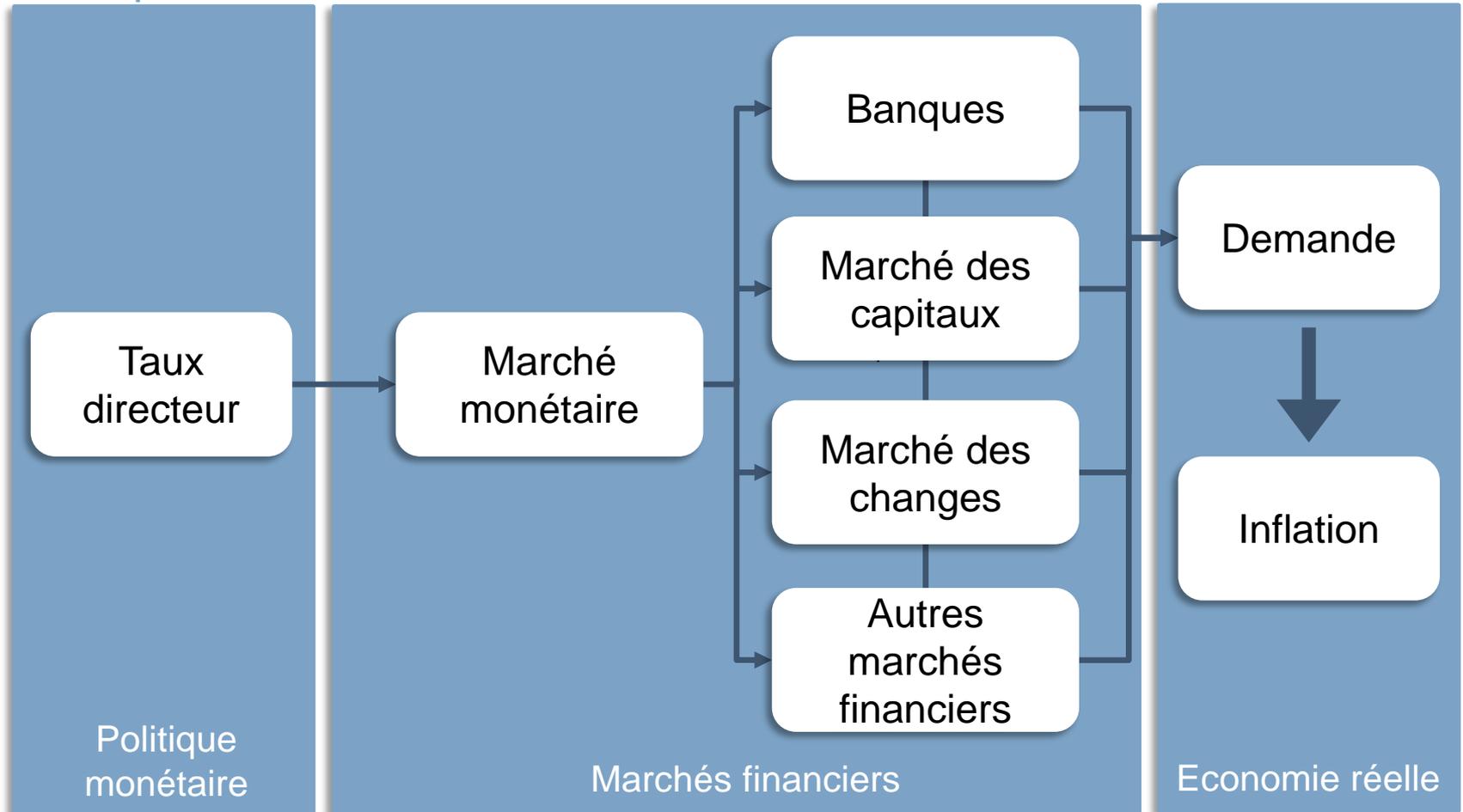
Genève, le 17 novembre 2016

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK



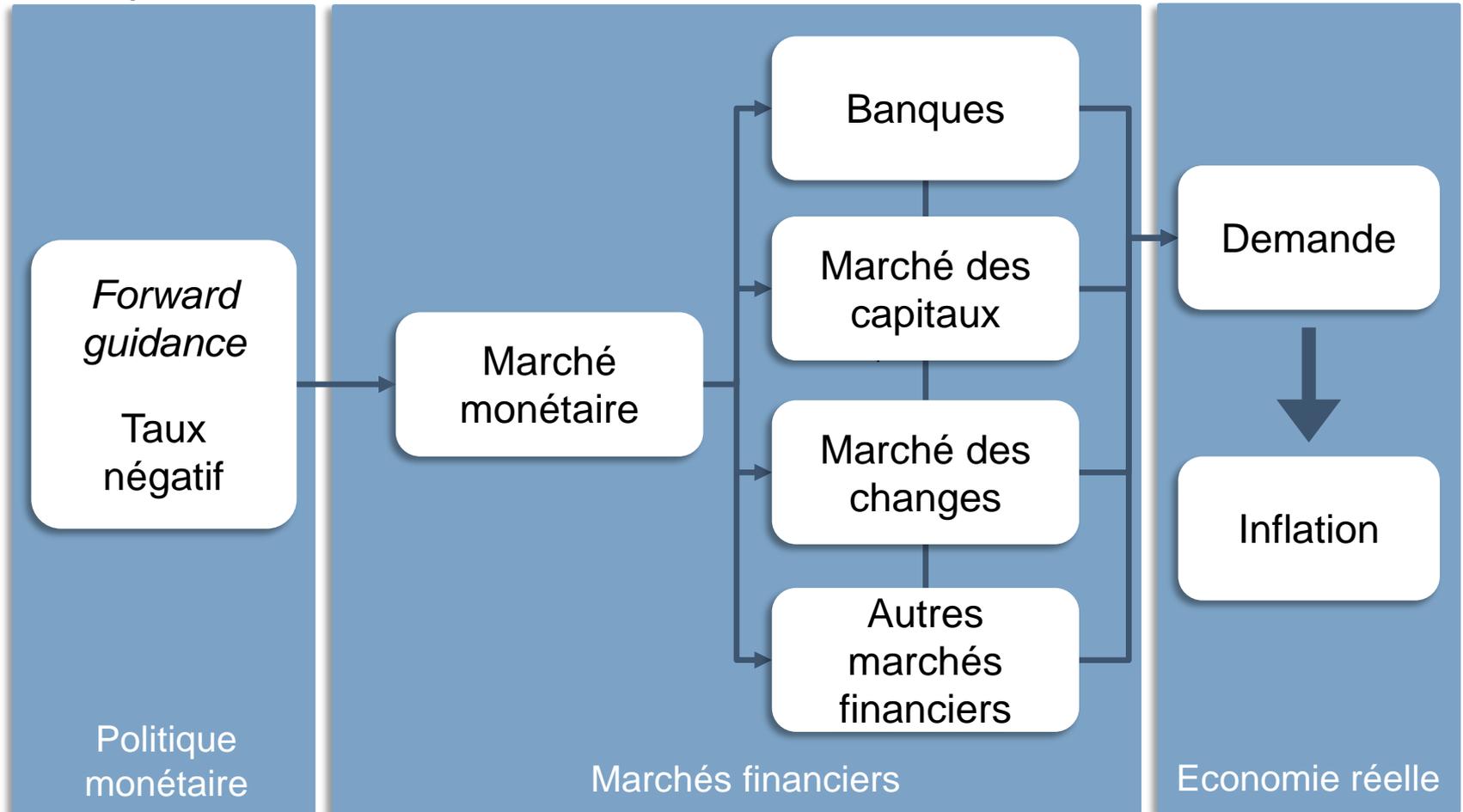
Avant la crise, la politique monétaire se concentrait sur la gestion du taux à court terme

Politique conventionnelle de taux d'intérêt



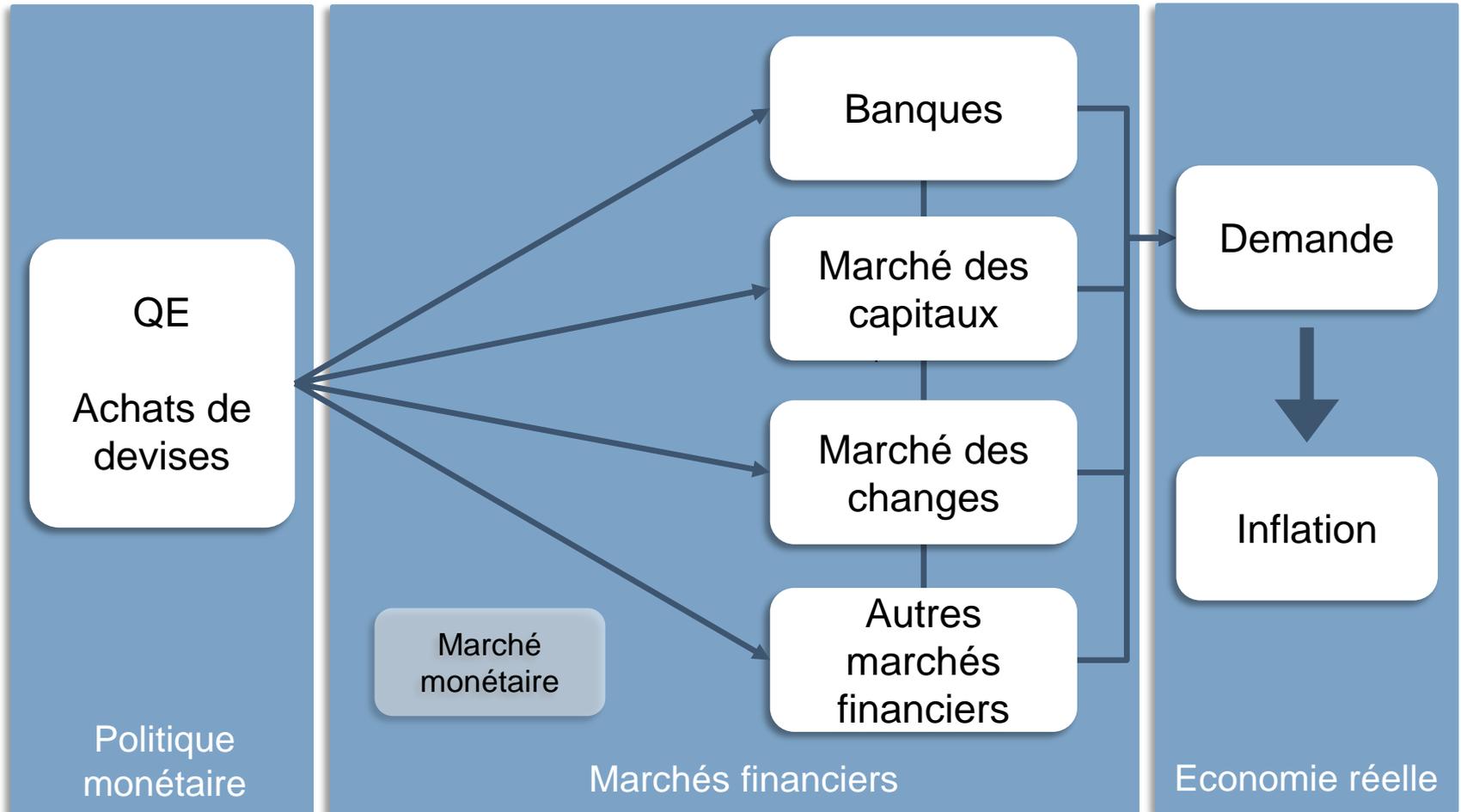
La *forward guidance* et le taux négatif doivent amplifier la transmission des impulsions de la politique monétaire

Politique non conventionnelle de taux d'intérêt



Le QE et les achats de devises influent directement sur différents cours des marchés financiers

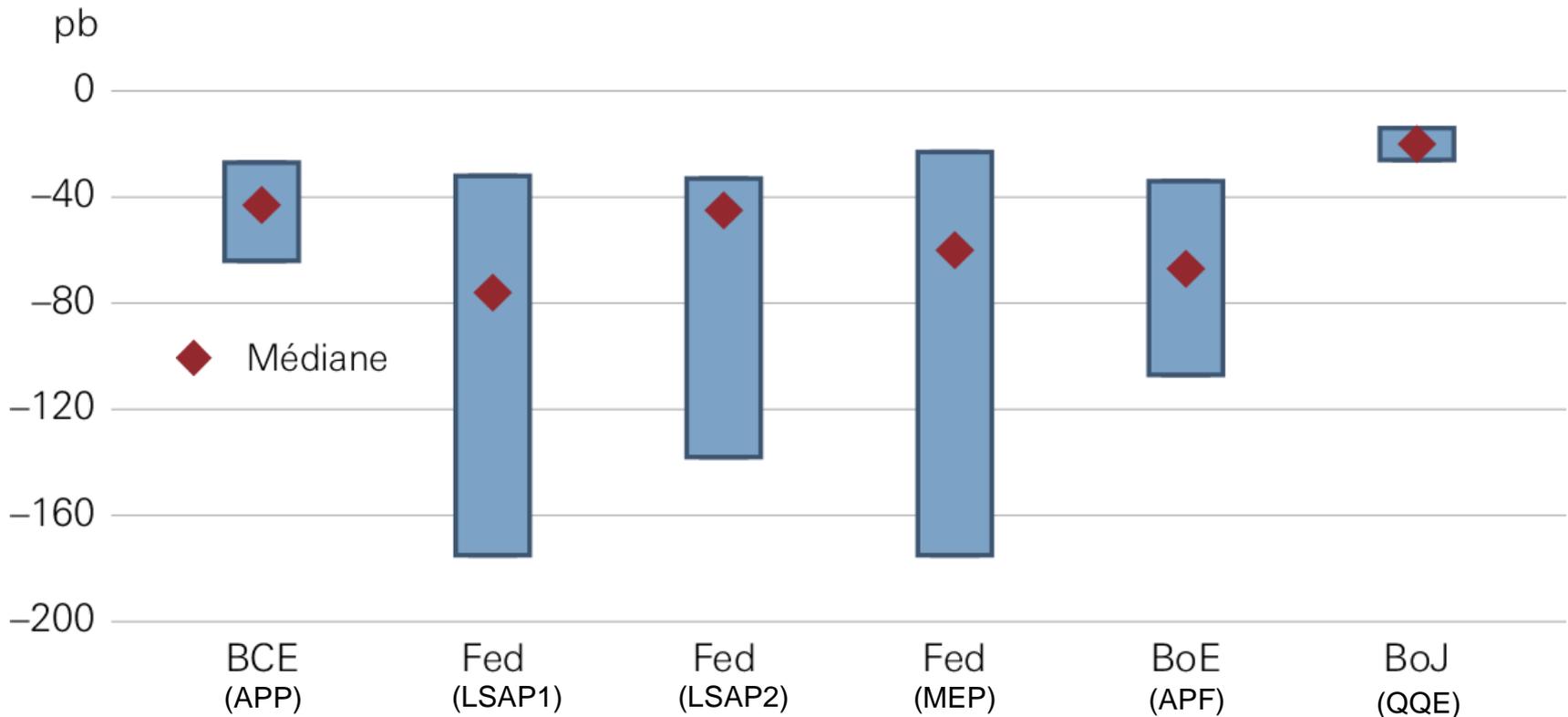
Mesures d'extension du bilan



Les banques centrales ont fait encore baisser les taux à long terme en achetant des emprunts d'Etat

INFLUENCE DU QE SUR LES EMPRUNTS D'ÉTAT À 10 ANS

Marge de fluctuation des estimations basées sur 24 études différentes



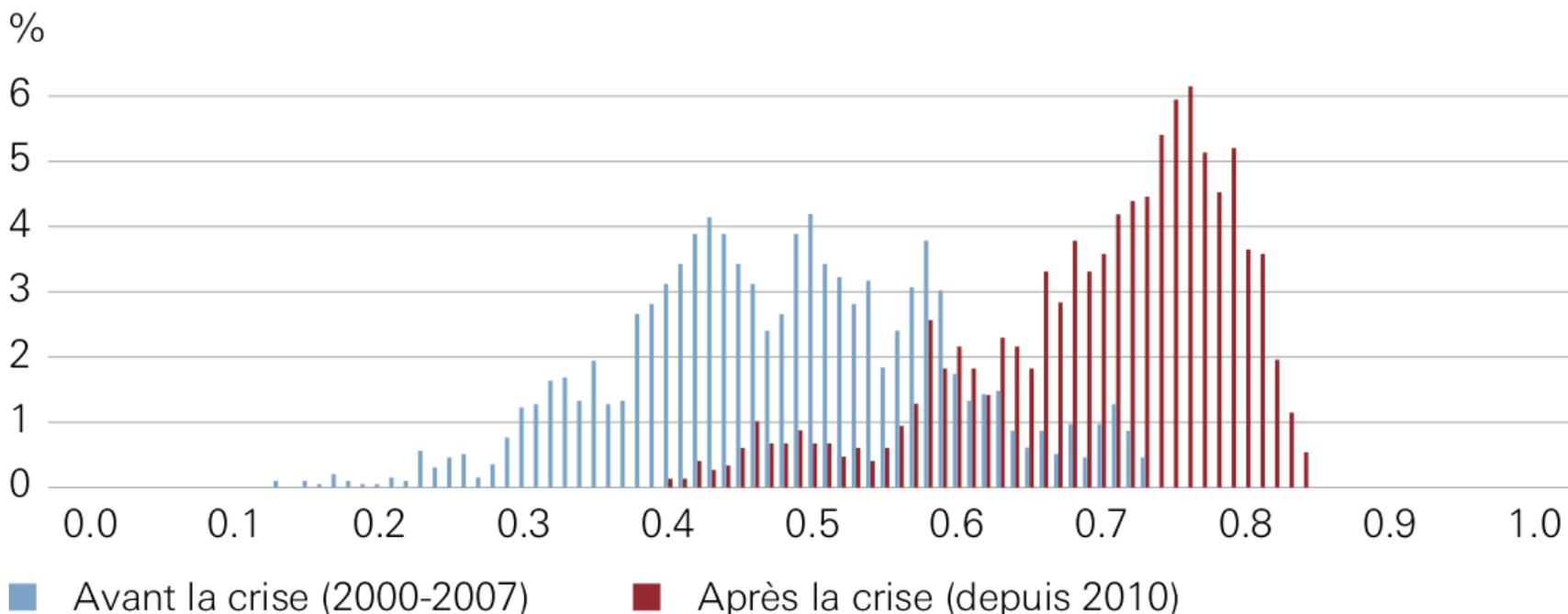
APP = Asset Purchase Programme, LSAP = Large Scale Asset Purchases, MEP = Maturity Extension Programme, APF = Asset Purchase Facility, QQE = Quantitative and Qualitative Easing

Sources: Andrade et al. (2016) et BNS.

La corrélation entre les différentes catégories de placements a augmenté depuis la crise

CORRÉLATIONS ENTRE LES CATÉGORIES DE PLACEMENTS

Distribution des fréquences des coefficients de corrélation*

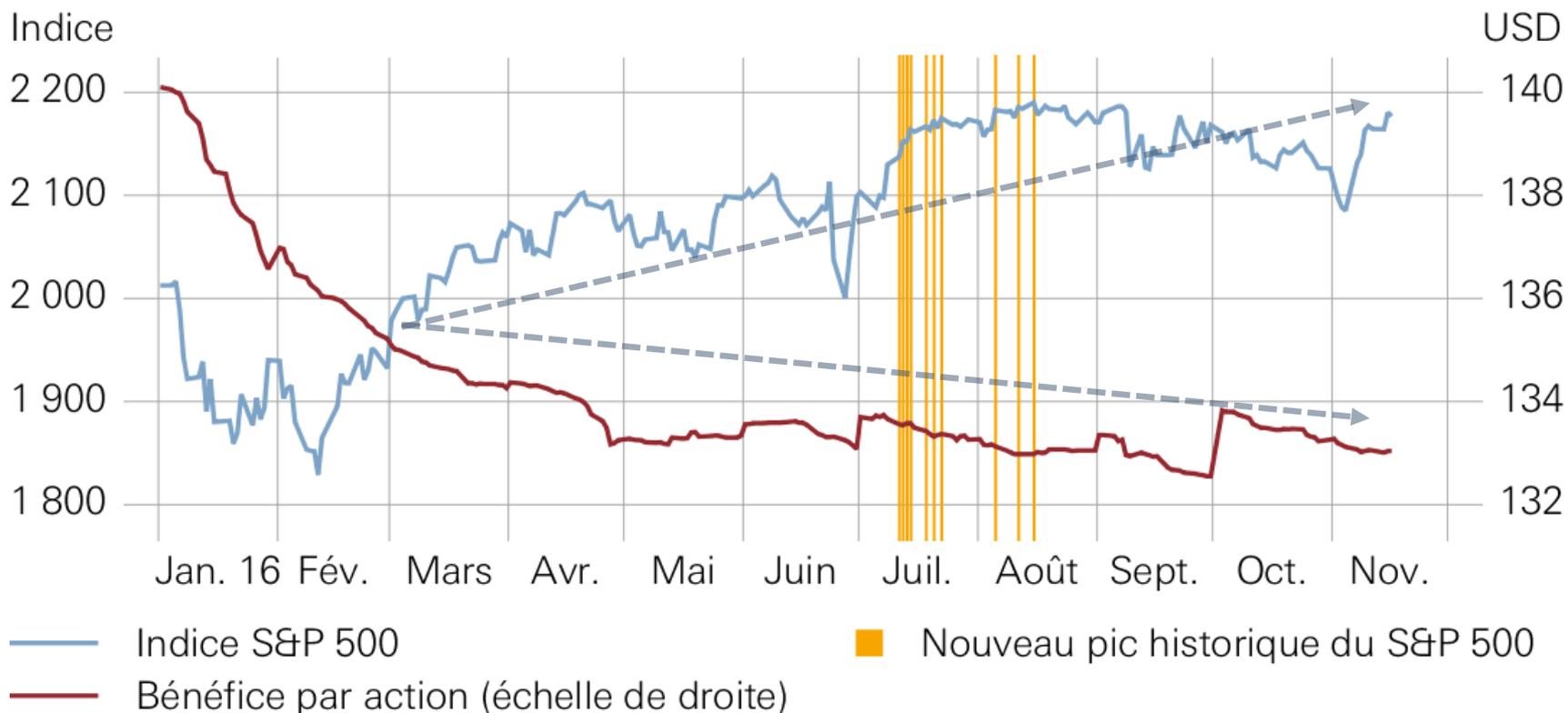


* Sur la base des actions, des emprunts d'Etat, des obligations d'entreprises et des matières premières

Les cours boursiers aux Etats-Unis ont atteint de nouveaux pics malgré un recul des perspectives bénéficiaires

INDICE BOURSIER DES ETATS-UNIS ET BÉNÉFICES ATTENDUS

Evolution de l'indice et bénéfice attendu par action pour l'année suivante



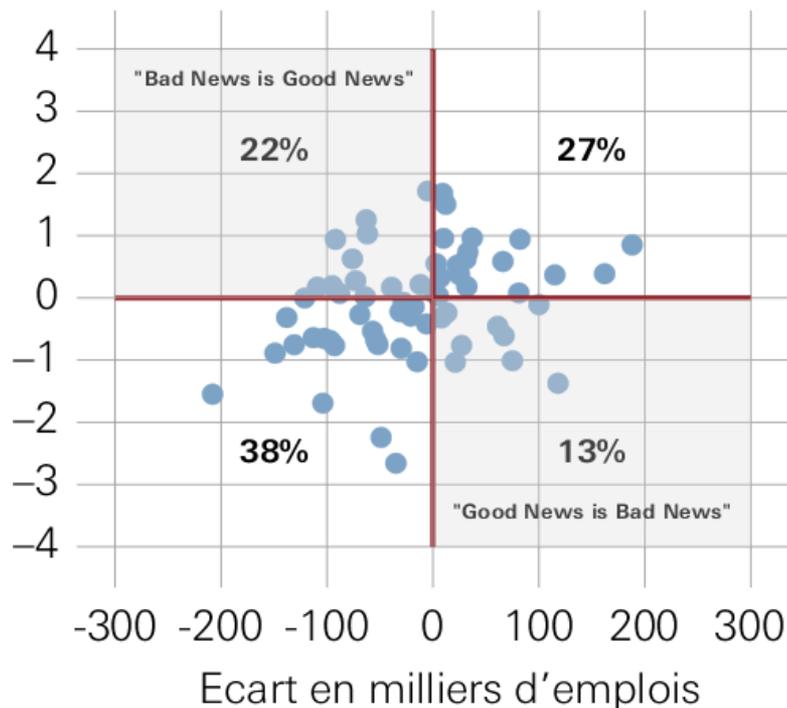
Sources: Bloomberg et BNS.

La réaction du marché boursier américain aux nouvelles n'a pas essentiellement changé depuis la crise

RÉACTION DES COURS À L'ÉVOLUTION DU MARCHÉ DU TRAVAIL

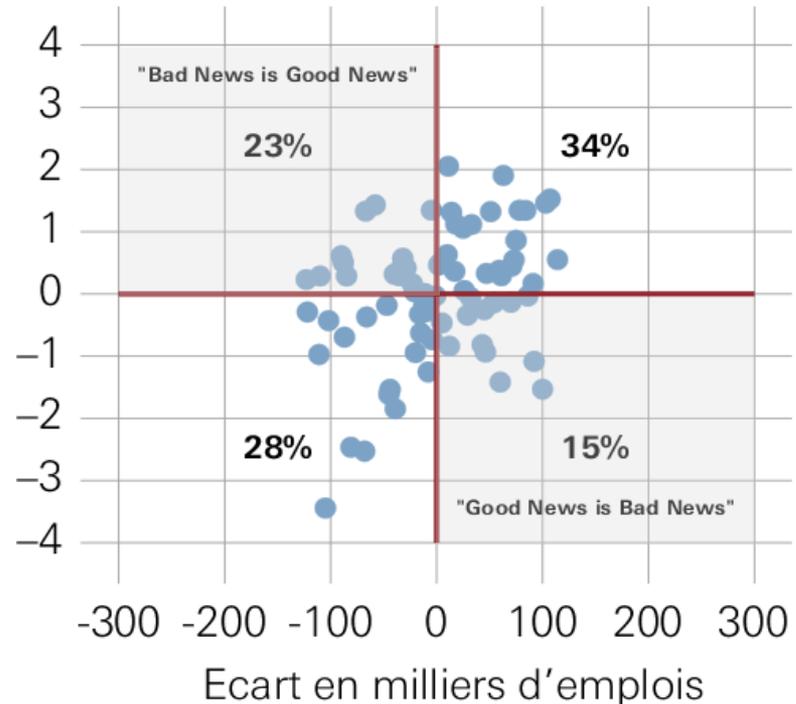
De décembre 2001 à novembre 2007

Variation du S&P 500 en %



De juillet 2009 à octobre 2016

Variation du S&P 500 en %



Sources: Bloomberg et BNS.

Merci de votre attention.

© Banque nationale suisse

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK

